

Régimen jurídico de las acciones de lealtad y actual virtualidad práctica de su incorporación al Derecho Societario Español (1)

Legal regime of loyalty shares and the current practical virtuality of their incorporation into Spanish Company Law

Benjamín Peñas Moyano

Profesor Titular de Universidad. Universidad de Valladolid

La incorporación de las acciones de lealtad al Derecho español de sociedades cotizadas realizada con la Ley 5/2021, de 12 de abril, ha sido la principal y más directa actuación de nuestro legislador para tratar de lograr el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en tales entidades, e incidir así en la mejora de su gobierno corporativo. Sin resultar exigidas por la normativa de la Unión Europea, las acciones de lealtad han llegado a nuestro Derecho con el conocimiento de lo que con dichas acciones había ya ocurrido en países de nuestro entorno, como Francia o Italia. Para las acciones de lealtad el legislador español ha dispuesto un régimen jurídico detallado, con el que se pretende incentivar su creación protegiendo al mismo tiempo a los accionistas minoritarios, de los que se espera su fidelidad. Sin embargo, la realidad de la práctica, a un año y medio de su introducción, nos ha mostrado hasta ahora su escaso éxito.

Cortoplacismo, sociedades cotizadas, lealtad, doble voto, accionistas de control, accionistas minoritarios

The arrival of loyalty shares to the Spanish Law on listed companies carried out with the Act 5/2021, of April 12, has been the main and most direct action of our legislator to try to achieve the promotion of the long-term involvement of shareholders in such entities, and thus to have an impact on the improvement of their corporate governance. Without being required by European Union regulations, loyalty shares have arrived to our Law with the knowledge of what has happened before with such shares in neighboring countries, like France or Italy. The Spanish legislator has established a detailed legal regime for them, with the aim of encouraging their creation while at the same time protecting minority shareholders, whose loyalty is expected. However, so far today the reality in practice, a year and a half after their introduction, has shown us its limited success.

Short-termism, listed companies, loyalty, double vote, controlling shareholders, minority shareholders

I. Presentación

Las acciones de lealtad son acciones de voto doble en aquellas sociedades cotizadas que decidan contar con tal figura, con la que se consigue que accionistas con vocación de permanencia en la entidad refuercen su posición accionarial. De este modo, por ejemplo, un accionista con un 20 por ciento del capital social podría disponer de un poder de voto de hasta un 33,33 por ciento si ningún otro accionista solicita, o simplemente no consigue, que sus acciones tengan voto doble. Con las acciones de lealtad se busca fundamentalmente incrementar la estabilidad del accionariado, pues el beneficio que otorgan debería hacer aumentar el interés de los accionistas en conservar su inversión y en participar activamente en la toma de decisiones por la entidad emisora, lo que en buena lógica debería a su vez redundar en la buena gestión de la entidad.

A pesar de ese loable objetivo perseguido por el legislador al incorporarlas, su introducción en el Derecho español ha dado lugar a fuertes críticas, fundamentadas en el escaso éxito de que han gozado en otros ordenamientos de nuestro entorno que ya contaban con ellas, así como en la paradoja de que con su utilización pueda con relativa facilidad llegarse a resultados contrarios a los que justifican su creación. No olvidemos, además, que las acciones de lealtad incrementan el catálogo de excepciones a la vigencia de la importante regla general de nuestro Derecho de sociedades que impone el respeto a la proporcionalidad entre la participación en el capital social y el poder de voto (regla de una acción-un voto).

En el presente trabajo nos detendremos fundamentalmente en el comentario al régimen jurídico dispuesto por el legislador español para la figura de las acciones de lealtad, tras exponer qué son, y qué no son, su llegada al Derecho español, así como las razones «oficiales» que han justificado su incorporación al mismo, para concluir con una sucinta referencia a las críticas concretas que suscitan y a cómo ha sido su nivel de aceptación por la práctica de las cotizadas españolas, sin olvidar nuestra particular valoración de la cuestión. No abordaremos en un epígrafe concreto el Derecho comparado de las acciones de lealtad (2), pero sí que haremos a lo largo del texto puntuales referencias a la disciplina de la institución en Francia e Italia, pues como dice el Preámbulo de la Ley 5/2021, de 12 de abril, que las ha introducido en nuestro Derecho, *«el régimen que se propone es similar al régimen con el que ya cuentan desde hace años países como Francia e Italia»*.

II. La incorporación de las acciones de lealtad por la Ley 5/2021, de 12 de abril

La Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, publicada en el BOE número 88, de 13 de abril de 2021, y entrada en vigor a los 20 días de dicha publicación, ha introducido en el ordenamiento jurídico español las acciones de lealtad. Su Preámbulo dice que *«las sociedades cotizadas que contemplen las acciones de lealtad en sus estatutos sociales otorgan derechos de voto adicionales a las acciones que haya mantenido su titular ininterrumpidamente durante un período de tiempo mínimo de dos años, constituyendo pues estas acciones un mecanismo que puede ser utilizado para 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»* (...) *«su aplicación requerirá en todo caso una decisión expresa de la compañía introduciendo la figura en los estatutos sociales, adoptada con determinados requisitos de quorum y mayoría de votos especialmente exigentes con la finalidad de proteger al accionista minoritario. En cuanto a su supresión, ésta se podrá acordar con un quorum y mayorías menos exigentes que para su incorporación.»*

A tal fin, el número 20 del artículo tercero de la Ley 5/2021 añade al Título XIV, Capítulo VI, Sección 3.^a del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, una nueva Subsección 4.^a, con el título de «Acciones con voto por lealtad», con un contenido regulador de la nueva institución que abarca nueve nuevos artículos en total (3), desde el artículo 527 ter al 527 undecies.

Las acciones con voto adicional doble por lealtad, según se refiere a ellas el nuevo artículo 527 ter, más sencillamente conocidas como acciones de lealtad, son una de las figuras más controvertidas

del mundo empresarial, por lo que han resultado ser una de las incorporaciones más «vistosas» (4) de la reforma del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC) operada por la Ley 5/2021, adquiriendo carta de naturaleza en nuestro ordenamiento jurídico con el fin expresado por el legislador de incentivar la inversión a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, al constituir en esencia acciones que atribuyen un voto doble a los accionistas que mantengan la titularidad ininterrumpida de las mismas durante un plazo mínimo de dos años. La coherencia entre el título dispuesto por el legislador para la Ley 5/2021 (recordemos, «fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas») y la introducción de la figura de las acciones de lealtad como acciones con voto adicional doble para su titular por la fidelidad mostrada hacia la entidad con su permanencia en la misma durante el período de tiempo exigido, es pues clara y evidente, teniendo en cuenta que *«la principal incorporación con efecto directo para la implicación de los accionistas a largo plazo reside en el reconocimiento por primera vez en nuestro ordenamiento de las acciones con voto doble por lealtad»* (5) .

No obstante, sorprende en principio que 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 (6) , y para cuya transposición al Derecho español se ha promulgado la Ley 5/2021, por cierto, con retraso (7) , no haya contemplado las acciones de lealtad ni obligado a los Estados miembros a preverlas.

Aprobada tras varios años de negociaciones entre las instituciones europeas, y con causa en el Plan de Acción de la Comisión Europea de 2012, «Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo —un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas» (8) , que afirmaba que *«un compromiso de los accionistas eficaz y sostenible es una de las piedras angulares del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas»*, la Directiva establece en sus *considerandos* que *«la crisis financiera ha puesto de manifiesto que, en muchos casos, los accionistas han apoyado una asunción excesiva de riesgos a corto plazo por parte de los gestores. Además, existen pruebas claras de que el nivel actual de "seguimiento" de las sociedades en las que se invierte y de implicación de los inversores institucionales y los gestores de activos a menudo es inadecuado y se centra demasiado en una rentabilidad a corto plazo, lo que puede dar lugar a una gestión y a un rendimiento empresarial que disten de ser óptimos. (...) Una mayor implicación de los accionistas en el gobierno corporativo constituye uno de los instrumentos que pueden contribuir a mejorar el rendimiento financiero y no financiero de esas sociedades, también por lo que se refiere a factores medioambientales, sociales y de gestión, en particular como los que se mencionan en los Principios de Inversión Responsable que las Naciones Unidas sostienen* (9) . Además, una mayor implicación por parte de todos los interesados, en particular los trabajadores, en el gobierno corporativo constituye un factor importante a la hora de garantizar un enfoque más a largo plazo por parte de las sociedades cotizadas, que debe ser fomentado y tenido en cuenta.».

En suma, las instituciones europeas entienden el cortoplacismo como una amenaza para el gobierno corporativo de las sociedades, y la idea de reconocer determinadas ventajas (ya sea en forma de voto doble, mejora de dividendos, participaciones de fidelidad, ventajas fiscales o atribución de participaciones adicionales) a los titulares de acciones en premio por su lealtad forma parte del debate comunitario. Pero a pesar de tales afirmaciones en sus *considerandos* (10) , que entienden esencial la implicación a largo plazo de los accionistas en la entidad, la Directiva finalmente no acogió el mecanismo concreto de las acciones de lealtad para el fomento del compromiso a largo plazo de los accionistas en el Derecho de sociedades europeo, reconociendo no obstante a cada Estado miembro autonomía en cuanto a su posible introducción, y a su régimen jurídico, caso de incorporarlas (11) . Por lo tanto, aunque la Unión Europea está decididamente con la implicación a largo plazo de los accionistas y con el fomento de medidas que aumenten el compromiso de los inversores en las sociedades, deja libertad a los Estados miembros para implementar, más allá de las impuestas de modo imperativo, otras como las acciones de lealtad o los dividendos mejorados, ya existentes en algunos de ellos, como Francia o Italia.

Y en tal sentido, la Ley 5/2021, de 12 de abril, igual de interesada en que la empresa cree valor de forma sostenible y por ello en desincentivar estrategias de inversión a corto plazo (12) , yendo más allá de las obligaciones de transposición impuestas por la Directiva 2017/828, introduce por vez primera en nuestro Derecho societario las denominadas «acciones de lealtad con voto adicional», un

mecanismo del que nuestro legislador defiende que puede ser útil como medio para 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 cotizadas.

El régimen que se ha propuesto por el legislador español es similar a los que desde hace años rige en Francia e Italia, reconoce el Preámbulo de la Ley 5/2021, si bien se han regulado recientemente también en Bélgica (en 2019), en el marco de una amplia reforma de su Derecho de sociedades, en términos semejantes y con idénticas finalidades. Además, existen las acciones de lealtad también en Países Bajos, pero en este caso su reconocimiento es jurisprudencial, siempre que, establecidas por una disposición estatutaria, su incorporación tenga un fin justificado y constituyan un medio adecuado y proporcionado (no abusivo, por tanto) para la consecución de ese fin; sólo así los tribunales holandeses procederán a validar su inclusión en los estatutos sociales. En Alemania sin embargo no son admitidas (13) .

Francia fue el ordenamiento jurídico creador de la figura, y el que ha inspirado al resto de las jurisdicciones que la han acogido. En tal Derecho las acciones de lealtad fueron creadas jurídicamente ya hace casi un siglo, concretamente en 1933, mediante la *Loi du 13 novembre, réglementant le droit de voto dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions* (JORF, número 266, de 15 de noviembre), que además dispuso, dadas las fuertes críticas que suscitaban, la prohibición de las acciones de voto plural que, permitidas por la legislación francesa desde hacía décadas, habían sido muy habituales en la *praxis* de los negocios. Dicha norma estableció que los estatutos sociales de las cotizadas pudieran otorgar un voto doble a los accionistas leales por haber conservado durante un período mínimo de al menos dos años su inversión, constituyendo entonces la única excepción permitida a la regla de la proporcionalidad entre el poder de voto y la participación en el capital social (14) . Sin embargo, con la *Loi Florange* de 29 de marzo de 2014, que entró en vigor el 4 de abril de 2016, el sistema de creación de las acciones de lealtad cambió drásticamente, puesto que, desde entonces, a diferencia de Italia, Bélgica, Países Bajos o España, que imponen para su generación un previo acuerdo social y su constancia estatutaria (sistema de cláusula *opt-in*), en Francia por el contrario se considera que todas las acciones son en principio de lealtad, permitiéndose su eliminación por disposición estatutaria (sistema de cláusula *opt-out*). El Derecho francés es el único que introduce las acciones de lealtad por defecto, en un cambio de sistema que ha sido muy criticado por la doctrina científica gala, entre otras razones porque de este modo se aumenta el poder de los socios de control para influir en la decisión sobre qué régimen disponer (si con acciones de lealtad o sin ellas) (15) .

En Italia, con el objetivo de animar a que las empresas acudiesen al mercado bursátil y de hacer más competitiva la legislación italiana, se aprobó el *Decreto-Legge* n.º 91/2014, de 24 de junio de 2014, conocido como *Decreto Competitività*, más tarde convertido en Ley, que dispuso una disciplina para la emisión de acciones de lealtad en las sociedades cotizadas, siendo ellas la principal novedad de la reforma (16) . Así, en el artículo 127 quinquies del *Testo Único della Finanza* se estableció la posibilidad de crear acciones que concedan a su titular un voto adicional de hasta un máximo de dos votos si se conservan durante un término mínimo de dos años, siempre que se introduzcan por disposición estatutaria, como ha dispuesto también el Derecho español, el belga o el holandés (17) .

Siendo cierto que Francia e Italia son las jurisdicciones que han sido tomadas como referencia por el legislador español para el régimen jurídico patrio de las acciones de lealtad, es verdad también que su diferente modo de creación hace que resulte más lógico pensar que la implantación de las acciones de lealtad en España será similar en su recorrido a la situación italiana, pues tanto en España como en Italia las acciones de lealtad precisan para su creación de una previsión estatutaria (sistema *opt-in*) (18) .

III. ¿Qué son las acciones de lealtad en la ley española y en qué sociedades pueden existir?

En general, podemos decir que las acciones de lealtad son acciones con derechos ligados al tiempo de su tenencia por sus titulares, que atribuirían derechos de voto reforzados, o derechos económicos adicionales, o incluso de derechos de otro tipo (19) , si se han mantenido en manos del actual titular durante un período mínimo de tiempo preestablecido (20) , constituyendo por ello un mecanismo enmarcado en la política de fidelización del accionista, y no una clase de acciones

privilegiadas (21) .

Más en concreto, por lo que respecta específicamente al Derecho de sociedades español, según lo dispuesto en el Artículo 527 ter, apartado 1 de la LSC, los estatutos de las sociedades anónimas cotizadas 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 LSC. Ese mismo artículo 527 ter, establece, para que no haya lugar a dudas que, 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.

Por lo tanto, las acciones de lealtad atribuyen un derecho adicional de voto doble a cada acción en función de su valor nominal, pero sólo en las sociedades cotizadas que hayan decidido incorporarlas estatutariamente (es, recordemos, el tipo de disposición estatutaria conocida como cláusula «opt-in»), y siempre que su accionista titular las haya mantenido durante un período mínimo de dos años contados desde la inscripción en el correspondiente libro registro dispuesto al efecto, lo que para el legislador es la prueba de la lealtad del accionista en el mantenimiento de su inversión en la entidad, y la razón por la que se le premia (22) .

La recompensa que se ha considerado por el legislador español consiste pues en el voto doble de las acciones de lealtad, no habiéndose contemplado en la normativa, a diferencia de otros ordenamientos de nuestro entorno, ni otras posibilidades de atribuir un voto adicional distinto (23) , ni otros posibles premios adicionales, como el dividendo mejorado (24) . En definitiva, en nuestro Derecho las acciones de lealtad sólo pueden ser utilizadas por las sociedades cotizadas, en concreto por aquellas que hayan incluido esa posibilidad en sus estatutos sociales, y su recompensa al accionista fiel se limita a un derecho de voto adicional que ha de ser un voto doble, ni más ni menos. Consideramos, no obstante, que nada impediría que se dispusiese en los estatutos sociales por la concreta entidad, incluso no cotizada, la posibilidad de un dividendo mejorado para los accionistas leales, que tendría cabida en el juego operativo del principio de autonomía de la voluntad, siempre con pleno respeto a la ley imperativa y a los principios configuradores del tipo social (artículo 28 LSC) (25) . No estimamos posible, sin embargo, el que se pueda establecer en los estatutos sociales una cláusula que disponga una solución de voto mejorado como la establecida en Italia por el artículo 127 quinquies del *Testo Unificato della Finanza*, es decir, hasta un máximo de dos votos por acción, pues si bien es verdad que ello no superaría el límite de los dos votos, hay que tener presente que todo el sistema dispuesto por la norma española, y la justificación de sus objetivos a lograr, gira en torno a ese específico premio del voto «doble» adicional, repitiéndose en todo momento esa expresión (voto doble), que indica de modo muy claro en qué ha de consistir la medida del voto adicional que premia la lealtad del accionista: *Previsión estatutaria de acciones con voto adicional doble por lealtad*, se intitula el artículo 527 ter (26) .

La trascendencia de la figura de las acciones con voto doble adicional por lealtad resulta evidente, pues la regla de proporcionalidad entre participación en el capital social y derecho de voto ha sido tradicionalmente considerada como un principio configurador de las sociedades anónimas, en las que por ello no será válida la creación de acciones que, de forma directa o indirecta alteren la proporción entre valor nominal y derecho de voto, dicen expresamente los artículos 96.2 y 188.2 LSC (27) . Esta regla de la proporcionalidad admitía hasta ahora únicamente dos excepciones, las acciones sin voto, como clase de acciones que compensa la falta de derecho de voto con un privilegio económico y que en la práctica han sido muy poco utilizadas (artículos 98 a 103 LSC), y las limitaciones estatutarias del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de una forma concertada con los anteriores (artículos 188.3 y 527 LSC) (28) . Con las acciones de lealtad ese reducido número de excepciones se ha incrementado con una tercera, como expresamente dice el artículo 527 ter LSC al iniciar su letra (29) . Nada hay pues que objetar a la validez de su inclusión en el Derecho español de sociedades anónimas; el legislador habría hecho uso de la facultad que le asiste de normar la institución anónima con el objeto de lograr determinadas finalidades consideradas loables (30) , y lo habría hecho incrementando con un nuevo supuesto el muy escaso catálogo de excepciones a la regla de proporcionalidad entre participación en el capital social y derecho de voto, que continúa sin duda plenamente operativa como lo era antes, sin haber sido desnaturalizada, solo que matizada con una excepción legal más, perfectamente identificada, lo que, bien es verdad, sí indica una

tendencia visible en un determinado sentido. Por supuesto, lo que se podrá discutir, *a priori*, es si el legislador ha valorado con profundo conocimiento de causa la justificación de su inclusión, así como si su régimen jurídico está bien trabado y concebido; y, *a posteriori*, ya con cierta perspectiva temporal, si su introducción consigue el logro de los fines para los que ha sido incorporada, o, por el contrario, no.

Con buen criterio se han destacado las concomitancias y las diferencias existentes entre estas tres excepciones aludidas a la regla de la proporcionalidad. De ellas, sólo las acciones sin voto constituyen una clase especial de acciones, en el sentido del artículo 94 LSC (31). La clase, como conjunto de acciones que atribuyen a sus titulares iguales derechos, diversos, en lo cualitativo y/o en lo cuantitativo, de los atribuidos por otras clases, es un concepto objetivo, en el sentido de que la diversidad de derechos que da lugar a una clase de acciones *«trae causa de la acción entendida como valor mobiliario representativo del capital, y no cuando se produce en función de la persona titular de la misma»* (32). Por el contrario, tanto las acciones de lealtad como la limitación al número máximo de votos tienen un carácter puramente subjetivo, en el sentido de que se aplican al accionista subjetivamente considerado, sin incorporarse al contenido de derechos propio de las acciones y por ello sin dar lugar a una clase especial. De hecho, mientras que los derechos atribuidos por las acciones de una clase especial se incorporan a éstas y se transmiten con ellas, en cuanto a las acciones de lealtad el artículo 527 decies, regulador de las transmisiones de las acciones por el accionista con voto doble, dispone en su apartado 1 que *«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»*. Así pues, las acciones de lealtad no son, porque además no pueden ontológicamente serlo, una clase especial de acciones, al ligar el voto doble que confieren a determinados comportamientos (de lealtad) de su titular, lo que además se avala en, y trae consigo, que la concesión del voto doble se otorgue a todos los socios leales, sin excepción. En suma, a las acciones de lealtad se vinculan los mismos derechos y obligaciones, no atribuyendo ellas por sí mismas un derecho de voto doble, que sólo surgiría de mediar el cumplimiento por su sujeto titular del período de permanencia establecido (33).

Ahora bien, destacadas las similitudes entre las acciones de lealtad y la limitación al número máximo de votos a emitir, también con idéntico buen sentido se ha apuntado que las dos figuras funcionan de un modo opuesto, pues si las acciones de lealtad atribuyen al socio un poder de voto superior al que proporcionalmente debería corresponderle en función de su participación en el capital social, la limitación resta al socio una parte de los votos que deberían corresponderle por su participación en el mismo (aquellos votos que excedan del límite fijado en los estatutos sociales) (34).

Finalmente, nos parece muy interesante traer aquí la consecuencia que se podría derivar para las sociedades cotizadas que introduzcan acciones de lealtad, si se diese el caso de que la figura fuese muy utilizada en la operativa de la entidad y por un número amplio de sus socios. Esa consecuencia sería que el número de votos de cada accionista en cuestión sería algo dinámico y cambiante en el tiempo, cuando el voto normalmente es fijo y cambia solo con las operaciones de aumento o de reducción de capital que impliquen emisión o amortización de acciones. Efectivamente, dependiendo de los accionistas que soliciten el voto doble, de que lo hagan por todas o una parte de sus acciones, y de que aquellos que lo disfruten renuncien total o parcialmente al mismo o lo pierdan por la transmisión de sus acciones, en una cotizada en la que las acciones de lealtad fuesen ampliamente utilizadas el poder de voto de los accionistas, tanto leales como sin esa condición, sería algo sometido a permanente cambio, y ello no sólo en función de su actuar personal, sino también en función del actuar de los otros (35). También es cierto, en lógica coherencia con lo apuntado, que las variaciones del voto pueden ser ciertamente escasas si la figura de las acciones de lealtad no es utilizada ampliamente en la entidad cotizada de referencia de que se trate.

IV. ¿Por qué motivos se han introducido?

Son varios los motivos declarados por el propio legislador que han sido esgrimidos para justificar la incorporación al ordenamiento jurídico español de las acciones voto doble por lealtad. Serían, por decirlo con un calificativo descriptivo, las razones que podríamos considerar «oficiales», loables todas ellas, y que estarían en la base de la aceptación de la figura en el acervo del Derecho de

sociedades español. Por lo tanto, el legislador trataría, en una hipótesis optimista, de que con el reconocimiento de las acciones de lealtad y su posible utilización por las sociedades cotizadas y por los inversores, esos motivos (más bien, objetivos o fines) se lograsen, o que al menos, con la existencia de tales acciones de lealtad, fuese más fácil alcanzarlos. Pero, como muchas veces ocurre con las innovaciones, por muy bien estudiada que esté la situación que las justifica, otra cosa es que en la realidad de los hechos esas finalidades loables perseguidas con las nuevas instituciones, se alcancen. De eso trataremos un poco más adelante. Por lo pronto, y como decíamos, los motivos declarados, o fines perseguidos, por el legislador con las acciones de lealtad son los que exponemos brevemente a continuación. Son, por otro lado, razones compartidas por los legisladores que han incorporado las acciones de lealtad a sus ordenamientos jurídicos.

Sin duda el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, expresión que comparten en su título tanto la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 como la Ley 5/2021, de 12 de abril, es el que primero acude a nuestra mente. Y el más habitualmente mencionado por los comentaristas. Fomentar «la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas», y así combatir el cortoplacismo del que adolecen los mercados de valores para otorgarles estabilidad, incentivando a los accionistas para mantener su inversión en el largo plazo con la atribución de un voto doble a sus acciones. En teoría, al aumentar el poder de voto de los socios más fieles y estables, se facilitaría que la sociedad cotizada fuese gestionada con una perspectiva no cortoplacista, sino a largo plazo, lo que redundaría positivamente en la eficiencia del gobierno corporativo, en las políticas de I+D+i, en la protección del medio ambiente y en la situación de los trabajadores. Las acciones de lealtad constituirían pues un mecanismo para recompensar la permanencia de los accionistas en las sociedades anónimas cotizadas que estatutariamente las hayan previsto, y así luchar contra uno de los problemas que emergieron durante la crisis económica: la gestión basada en el corto plazo (36) .

Pero no es el único motivo el mencionado, pues recordemos que la incorporación de las acciones de lealtad al Derecho societario español no deriva de una imposición comunitaria, no es consecuencia directa de la transposición de una Directiva que es de mínimos, sino una medida introducida *motu proprio* por el legislador patrio, quien en el Preámbulo de la Ley 5/2021, de 12 de abril señala que «con su introducción, nuestro régimen societario y, en definitiva, nuestro mercado bursátil, ofrecerán las mismas opciones que permiten otras legislaciones europeas, reforzando así su atractivo». En definitiva, en la introducción de las acciones de lealtad hay también una «necesidad de competir con jurisdicciones de nuestro entorno, ofrecer una mayor flexibilidad societaria y el deseo de hacer el mercado de valores más «atractivo» (37) . Por lo tanto, como un ejemplo más de la competencia normativa habitual en Europa (38) , España ha incorporado una institución ya vigente otros países de la Unión Europea, con el claro objetivo de ampliar el ámbito de posibilidades de inversión en nuestro mercado de valores, haciéndolo más deseable, evitar así el riesgo de que algunas sociedades españolas puedan verse tentadas a trasladar su domicilio social a otras jurisdicciones de regulación más laxa en cuestiones de voto (39) , y a su vez atraer a otras compañías foráneas a nuestros mercados.

En tercer lugar, con la nueva figura se pretende también facilitar los procesos de salida a Bolsa (40) , que se han retraído últimamente en la mayoría de los países, por la vía de permitir que los socios fundadores puedan servirse de las acciones de lealtad para proteger su posición de control de la compañía (41) . Circunstancia ésta que llevó a la CNMV a promover activamente la introducción de la figura de las acciones de voto doble adicional en nuestro ordenamiento. Este objetivo se entiende sobre todo en relación a las empresas familiares, normalmente muy cuidadosas en el control de las mismas, por lo que no ha sido habitual su salto al mercado de valores ante el riesgo de que la familia pueda perder el poder de decisión al cotizar en Bolsa, algo que la existencia de acciones de lealtad podría evitar. De hecho, la LSC ha incluido un régimen «especial» de atribución de voto doble por lealtad en sociedades que soliciten la admisión a negociación en un mercado regulado que permite que los accionistas con dos años de antigüedad que se inscriban en el correspondiente libro registro puedan beneficiarse del voto doble por lealtad desde la fecha de admisión a cotización de las acciones, sin necesidad por tanto de cumplir el plazo de espera de dos años desde la inscripción, siempre claro está que la entidad haya dispuesto la previsión estatutaria de creación de tales acciones de voto doble y generado el correspondiente libro registro (véase el artículo 527 octies LSC). Ello, como decíamos, para facilitar el acceso a los mercados bursátiles de nuevas sociedades, en las que los socios fundadores puedan asegurarse cierto poder mediante la

atribución del voto doble (42) .

V. Regulación jurídica de las acciones de lealtad en la LSC

Es obvio que todo legislador que haya decidido, por justificadas razones de política legislativa, incorporar una nueva institución al acervo jurídico, ha de meditar en profundidad al respecto de la regulación propuesta para la figura, para que efectivamente con esa equilibrada y bien concebida normativa, una vez en vigor, se logren los loables objetivos perseguidos. Con el régimen jurídico de las acciones de lealtad por supuesto también había que preocuparse de crear una disciplina que fuese coherente con los fines perseguidos por las mismas de servir de instrumento útil frente al cortoplacismo en los mercados de valores, que fuese equilibrada en cuanto a los intereses en conflicto entre accionistas significativos y el resto, y fuese eficiente en su aplicación práctica de tal modo que se potenciasen sus ventajas y se minimizasen al máximo sus desventajas. Una preocupación por el buen hacer del legislador que resulta además especialmente necesaria si tenemos en cuenta que las acciones de lealtad constituyen una de las contadas excepciones al casi sacrosanto principio de proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto.

Expongamos a continuación el régimen jurídico dispuesto por la Ley 5/2021 para las acciones de lealtad en la LSC. Si bien su tiempo en vigor es aún escaso, por lo que hay que esperar futuras respuestas del mercado, ya hay comentarios de especialistas y tendencias de la *praxis* que permiten una valoración de la normativa.

1. La previsión estatutaria de las acciones de lealtad resulta necesaria

En España las acciones de lealtad para que adquieran existencia en una concreta sociedad cotizada precisan de un previo pronunciamiento de la entidad, adoptado por una decisión de su junta general de accionistas disponiendo tal previsión estatutaria (artículo 527 ter LSC). Serán pues las distintas sociedades cotizadas las que podrán introducir en sus estatutos las acciones de lealtad. Es el conocido como sistema «*opt-in*», el habitual en las jurisdicciones de nuestro entorno que las han reconocido, salvo Francia, único país que incorpora las acciones de lealtad por defecto, por lo que allí la previsión estatutaria se precisa para lo contrario, es decir, para eliminarlas (sistema «*opt-out*»). La ley española permite pues que los estatutos de una sociedad cotizada otorguen derechos de voto adicionales a las acciones que haya mantenido su titular ininterrumpidamente durante un período de tiempo mínimo de fidelidad de dos años, pudiéndose ampliar en la previsión estatutaria ese período mínimo, pero nunca reducir, dice tajantemente el precepto. Se establece el plazo mínimo (dos años), que puede ser aumentado, sin previsión legal ninguna al respecto de hasta cuánto tiempo se puede exigir para acreditar la lealtad, cuánto se puede aumentar estatutariamente el tiempo requerido para poder disponer del beneficio del voto doble, cuestión que se deja a la libre decisión de la concreta entidad, y que, como es fácil concluir, podría llegar a desnaturalizar la figura si el plazo de lealtad requerido resultase demasiado largo (43) .

Ese mismo artículo dispone en su apartado tercero, con buen criterio para evitar toda posible duda interpretativa, que a efectos del cómputo del período de titularidad 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. En tal sentido, el apartado tercero del artículo 527 decies dice a su vez que 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. Como vemos, en dos sedes distintas de la regulación de las acciones de lealtad se dice prácticamente lo mismo, pues lo segundo es la consecuencia obvia de lo primero, reiteración que, en buena técnica legislativa, podría haberse evitado por ser algo evidente.

Este régimen del voto doble adicional por lealtad también beneficiará a quien haya materializado su inversión por la vía de una entidad intermediaria y, en consecuencia, no figure legitimado formalmente como accionista («beneficiario último»), siempre y cuando se acredite la titularidad de la inversión durante el período mínimo requerido para este beneficiario último, dice el artículo 527 undecies LSC, que también dispone, en su apartado segundo, que el voto doble por lealtad se extinguirá como consecuencia de cualquier cambio de beneficiario último de las acciones, salvo en los supuestos del artículo 527 decies.

Se ha destacado que este modo de crear las acciones de lealtad mediante una decisión de la junta

general disponiendo la correspondiente cláusula estatutaria, propio de los países europeos que las han incorporado, y no por medio de otros métodos (44) , puede perjudicar a los accionistas minoritarios, que sin poder de voto quedarían a expensas de lo que decidiesen los existentes socios de control, pudiendo ver deterioradas sus perspectivas como inversores (45) . Siendo esto cierto, consideramos sin embargo que este punto relativo a la creación de las acciones de lealtad por medio de la correspondiente cláusula en los estatutos no puede ser visto aisladamente, sino en el seno del conjunto de medidas regulatorias dispuestas por el legislador al implementar la figura de las acciones de lealtad; medidas que persiguen resolver de un modo equilibrado el conflicto de intereses entre los diferentes grupos de accionistas, como son: las mayorías reforzadas necesarias para su aprobación, la exigencia legal que impone que la previsión estatutaria creadora de las acciones de lealtad deba ser renovada a los cinco años de su aprobación o la posible eliminación en cualquier momento de las acciones de lealtad con mayorías menores que las que fueron precisas para su generación, medidas a las que haremos más adelante sucinta referencia.

Sobre la posibilidad de limitar, en la previsión estatutaria creadora de las acciones de lealtad, la operatividad del voto doble a sólo ciertos acuerdos sociales, ya adelantamos que el juego operativo del principio de autonomía de la voluntad estimábamos que la permitía, a lo que podríamos añadir como argumento a favor el peso innegable en el Derecho de sociedades español del principio de proporcionalidad entre la participación del socio en el capital social y su poder de voto, del que las acciones de lealtad constituyen una de sus contadas excepciones, que entendemos justificaría perfectamente una reducción del campo de operatividad del voto doble. También, y a ello nos referiremos con más detalle un poco más adelante, es posible pensar en otro tipo de limitaciones al ámbito material del derecho de voto doble: por ejemplo, que estatutariamente se disponga que dicho privilegio no se tendrá en cuenta a efectos de determinar el quórum de las juntas de accionistas, teniéndose en cuenta sólo para el cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos, pues la nueva regulación lo permite expresamente (46) . De hecho, parece razonable pensar que, de haberse dispuesto la operatividad del voto doble sólo para ciertos acuerdos sociales, paralelamente se haya también establecido que dicho privilegio del voto doble adicional no se tendrá en cuenta a efectos de determinar el quórum de las juntas de accionistas, pues de no hacerse así ello conduciría en la práctica a que en realidad el voto doble llegase a incidir sobre todo tipo de acuerdos, y no sólo sobre los previstos en concreto (salvo que en la específica junta general de que se tratase sólo fuesen discutidos y votados acuerdos del tipo de aquellos para los que se haya dispuesto la operatividad del voto doble adicional).

Por algún autor ha sido planteado si los estatutos sociales podrían establecer como condicionante para el logro del voto doble adicional la tenencia de un número de acciones mínimo (47) , pero en nuestra opinión esa posibilidad iría en contra de la finalidad que preside el reconocimiento en nuestro Derecho de las acciones de lealtad, que es la de incentivar la permanencia de los accionistas en la entidad cotizada, conservando su inversión para dotar a su gestión de la estabilidad que necesita el buen gobierno, algo que también se pretende (sobre todo de ellos) de los accionistas minoritarios, para quienes ese condicionante planteado sin duda resultaría un revés a sus deseos de permanencia en la entidad.

Seguidamente, una obviedad que no nos resistimos a mencionar. El que el Derecho español establezca que las acciones de lealtad puedan ser creadas únicamente en sociedades cotizadas impide la posibilidad de que la cláusula estatutaria que las disponga se establezca en los estatutos sociales originarios de la concreta entidad. Dicha estipulación, de llegar a existir en algún momento, supondrá siempre una modificación de los estatutos originarios, en un tiempo en el que la sociedad ya será necesariamente una entidad cotizada en Bolsa. Sobre la hipotética posibilidad de que una cláusula de ese tenor se estableciese en los estatutos sociales originarios, pero con su eficacia condicionada a la futura admisión a cotización, estaría también descartada, pues como muy pronto podría disponerse una previsión estatutaria creadora de acciones de lealtad en el tiempo de la solicitud de admisión a cotización de la entidad en concreto, y no antes, según deja claro el artículo 527 octies LSC, referido al voto doble por lealtad en sociedades que soliciten la admisión a negociación en un mercado regulado. En definitiva, la cláusula de creación de acciones de lealtad solo puede introducirse en los estatutos sociales de las entidades que ya cotizan en Bolsa, salvo la excepción dispuesta en el artículo 527 octies LSC, que, con la finalidad de facilitar el acceso a los mercados bursátiles, permite introducir una cláusula estatutaria creadora de acciones de lealtad en sociedades aún no cotizadas, pero cuya admisión a cotización se haya solicitado.

Para terminar con este apartado, una breve alusión al tema de las acciones de lealtad y la posible abusividad del acuerdo de modificación estatutaria que las establezca. Recordemos que las acciones de lealtad existen también en Países Bajos, pero, a diferencia de Francia, Italia, Bélgica y también España, su reconocimiento es allí jurisprudencial: los tribunales sólo procederán a validar su inclusión en los estatutos sociales si su incorporación tiene un fin justificado y constituyen un medio adecuado y proporcionado (no abusivo, por tanto) para la consecución de ese fin. En este sistema de aceptación de la existencia de acciones de lealtad, los tribunales holandeses realizarían pues un obligatorio control *ex ante* de la figura para cada caso concreto. En los sistemas de reconocimiento legal de las acciones de lealtad, como es el caso de nuestro Derecho, el control jurisprudencial de la cláusula estatutaria de creación de las acciones de voto doble adicional derivará de una posible impugnación del acuerdo social respectivo (véase el artículo 204 LSC); un posible control *ex post*, por lo tanto. Dicho lo cual, resulta interesante esta cuestión porque, como se verá más adelante, en la experiencia práctica de los países (Francia, Italia) que reconocen legalmente las acciones de lealtad desde hace años ya, se ha constatado que lo habitual es que su utilización en la práctica se ciña a las sociedades con un socio de control que por medio del voto doble busca reforzar aún más la posición e influencia de la que ya disfruta, y no tanto por sociedades de capital disperso que busquen incentivar a sus accionistas minoritarios para que se impliquen de manera duradera y estable en la entidad. En España, de llegar a darse esa misma situación descrita, sería entonces posible que se hiciese uso de lo dispuesto en el artículo 204 LCS citado, en cuya parte final de su apartado primero se dispone que *«la lesión del interés social se produce también cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría. Se entiende que el acuerdo se impone de forma abusiva cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios»*, si se atisba la existencia de comportamiento abusivo por el socio mayoritario.

No obstante, la doctrina ha destacado que esa posibilidad de impugnación por las razones señaladas tendrá cabida en un número de casos muy reducido, *en casos extremos, en supuestos realmente patológicos*, se ha dicho (48) , si se tiene en cuenta que el acuerdo social de creación de acciones de lealtad ha de adoptarse por mayorías muy reforzadas, que todos los accionistas pueden optar al voto doble adicional cumplidos los requisitos exigidos y que la finalidad de combatir el cortoplacismo e incentivar la estabilidad del socio en la entidad es sin duda una «necesidad razonable» que se presenta siempre como muy atractiva para el buen funcionamiento de la sociedad; todo lo cual hará, en consecuencia, que la abusividad del acuerdo social de creación de acciones de lealtad no sea fácilmente demostrable (49) .

2. Se precisan mayorías reforzadas para la adopción del acuerdo social de creación de acciones de lealtad

La adopción del acuerdo social de creación de acciones de lealtad se encuentra sujeto a unos concretos requisitos de *quorum* de asistencia y a unas mayorías reforzadas. Así, el artículo 527 quater LSC, intitulado «Mayorías necesarias para su aprobación», dispone, a mi parecer claramente (50) , que 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 sociales podrán elevar las mayorías y quóruns previstos en el apartado anterior. No distingue el precepto entre primera y segunda convocatoria, pero si la sociedad lo estimase conveniente se podría hacer una primera convocatoria que quedaría válidamente constituida con la asistencia al menos del cincuenta por ciento del capital social suscrito con derecho a voto, y de no lograrse, una segunda convocatoria que quedaría constituida con la asistencia al menos del veinticinco por ciento del capital social.

Como se ve, se trata de una regulación que exige unas mayorías reforzadas en junta general de accionistas respecto de las previstas en el artículo 201 LSC para los acuerdos a que se refiere el artículo 194 LSC. Aunque en principio hay que valorarlo positivamente en el conjunto del entramado normativo relativo a las acciones de lealtad, pues no hay que dejar de tener presente que en el

conflicto de interés entre los accionistas de control y los externos, la protección a los minoritarios resulta prioritaria, ya que se altera la regla de la proporcionalidad, aunque ello sea con los loables fines de favorecer la estabilidad accionarial en orden a acometer proyectos a medio y largo plazo (51) , lo cierto que es que al no combinarse las mayorías reforzadas con un aumento simultáneo en la exigencia del *quorum* de asistencia a la junta, que queda en las mismas cifras que para la modificación de estatutos u otras temas trascendentales de la sociedad (artículo 194 LSC), se reduce en gran medida la virtualidad del objetivo de protección a los accionistas minoritarios (52) . En suma, el reforzamiento se ha producido únicamente en cuanto a las mayorías que se precisan para la adopción del acuerdo de creación de acciones de lealtad, y no en cuanto al *quorum* de asistencia, lo que en la práctica podría en determinados casos dar al traste con el objetivo de proteger a los accionistas externos frente a los accionistas de control y su poder para crear tales acciones.

3. Exigencia de renovación de la previsión estatutaria creadora de las acciones de lealtad a los cinco años

La normativa que hemos expuesto, que impone que la creación de acciones de lealtad en España está sujeta a la adopción de una cláusula estatutaria adoptada con mayorías reforzadas en junta general de accionistas, es semejante a la fijada en otras jurisdicciones cercanas de Europa continental en las que se contempla la institución. Sin embargo, genuina de la disciplina española es la norma que dispone que la previsión estatutaria de voto doble por lealtad deberá ser renovada por acuerdo de junta, con el mismo *quorum* y mayorías del artículo 527 quater LSC, transcurridos cinco años desde la fecha de su aprobación estatutaria por la junta general de accionistas (artículo 527 sexies LSC, párrafo primero). Por lo tanto, la entidad imperativamente debe proceder a la renovación del régimen de acciones de lealtad incluido en sus estatutos a los cinco años desde su aprobación, y con los mismos requisitos establecidos para su creación.

De no lograrse tales quóruns, o las mayorías reforzadas exigidas, se extinguirían (así lo indica el título del precepto 527 sexies LSC), al decaer la cláusula estatutaria que daba razón a las mismas. En suma, y como se ha señalado (53) , «*las acciones con voto adicional doble por lealtad están constreñidas por cierta limitación temporal*», que se materializa en la introducción en la normativa de una *legal sunset provision*, o cláusula legal de duración limitada o término, que tendría por finalidad hacer desaparecer las acciones de lealtad, o bien reafirmarlas, se entiende que en función de los efectos positivos o negativos que hubieran podido generar en la entidad desde su incorporación (54) . Esta previsión normativa, que impone la obligatoriedad de la renovación a los cinco años de la cláusula estatutaria de creación de las acciones de lealtad, es evidentemente un límite a la continuidad de las mismas, pero cuya superación no debería resultar difícil si se tiene en cuenta que los titulares de acciones de lealtad participarán en la junta general dispuesta al efecto con su poder de voto doble (55) .

4. Posible eliminación de las acciones de lealtad en cualquier momento

Sin embargo, no se exigen quóruns y mayorías extraordinarias para eliminar la previsión estatutaria de voto doble por lealtad, que resulta sometida a un régimen mucho más liviano. Así, el artículo 527 sexies LSC dice que la previsión estatutaria de voto doble por lealtad podrá eliminarse en cualquier momento mediante acuerdo de la junta general con los quóruns y mayorías generales previstos en el artículo 201.2 del TRLSC para la modificación de estatutos (56) , teniéndose en cuenta el cómputo de los votos dobles por lealtad a estos efectos siempre que no hubiesen transcurrido más de diez años desde la fecha de aprobación de las acciones con voto doble por lealtad. Luego, transcurridos diez años desde la aprobación de la cláusula estatutaria del voto doble por lealtad, su eliminación resultaría más fácil, ya que en el cómputo del quórum y en las mayorías no se contemplarían los derechos de voto dobles entonces existentes. Así, aunque habría que tener en cuenta la situación específica de reparto de fuerzas entre accionistas de control y accionistas externos de cada sociedad cotizada concreta que las haya admitido, parece claro que es a partir de esos diez años cuando la pervivencia de las acciones de lealtad puede verse más comprometida, al desaparecer el privilegio del voto doble en la votación de la propuesta de eliminación, y no tanto en la obligada renovación a los cinco años, o previamente al plazo de diez años, casos ambos donde ese voto doble se conserva.

Se ha indicado que resulta sorprendente que el artículo 527 sexies LSC no haya previsto la posibilidad de que los estatutos sociales puedan reforzar los quóruns y mayorías necesarios para la

eliminación de la previsión estatutaria de las acciones de lealtad, aunque se ha dicho también que esa ausencia no debería impedirlo, por el juego del principio de la autonomía de la voluntad, lo que además resultaría avalado por el reenvío que el artículo 527 sexies hace al 201 LSC, en cuya parte final expresamente se dispone que «*los estatutos sociales podrán elevar las mayorías previstas en los apartados anteriores*» (57) . Nosotros, empero, no lo compartimos, pues por un lado el artículo 527 sexies LSC, que por cierto muestra claramente una voluntad de facilitar la adopción del acuerdo de eliminación (58) , no contempla específica y expresamente esa posibilidad, y por otro porque, de permitirse, resultaría ampliada la virtualidad de las acciones de lealtad más allá de lo dispuesto legalmente de modo explícito en la LSC, cuando sabemos que si bien las mismas han sido admitidas con el loable fin de servir como un instrumento útil para luchar contra el cortoplacismo, no dejan de ser una de las contadas excepciones al principio de proporcionalidad entre participación en el capital social y el derecho de voto, por lo que no debería ser posible favorecerlas más allá de lo que para las mismas disponga expresamente la LSC.

Por lo demás, podemos comentar que con esta regulación que facilita su eliminación, se ha impuesto un sistema drástico, que no ha tenido en cuenta el tiempo del que pueden haber estado disfrutando del beneficio del voto doble los titulares de tales acciones de lealtad, algunas de las cuales por ejemplo podrían haber surgido hace tiempo, y otras hace poco, igualándolas a todas. El legislador no ha optado pues por un sistema progresivo en el tiempo para su desaparición, afectando la decisión de su eliminación a todas por igual con independencia de su tiempo de vida y disfrute por sus titulares, lo que sin duda es una toma de postura clara al respecto de la institución y su virtualidad, que resulta limitada con este modo de regular la cuestión. Esto es pues algo con lo que deben contar quienes decidan conservar su inversión el tiempo requerido en una entidad en la que existan tales acciones de lealtad.

5. La sociedad emisora creará un libro registro especial de acciones con voto doble por lealtad

Según el artículo 527 ter LSC, creada la cláusula estatutaria que disponga las acciones de lealtad, se conferirá un voto doble a cada acción de la que haya sido titular un mismo accionista durante al menos dos años consecutivos ininterrumpidos desde la fecha de inscripción en el libro registro especial contemplado en el artículo 527 septies. A tales efectos, ese artículo 527 septies LSC, intitulado «Libro registro especial de acciones con voto doble», establece en su apartado primero que la sociedad emisora creará un libro registro especial de acciones con voto doble por lealtad que contendrá los datos previstos en el artículo 497. Así pues, la existencia de acciones de lealtad genera imperativamente la obligación de crear un libro adicional.

En su apartado segundo se dispone que 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 (que por lo tanto no tienen por qué ser todas las que tiene), y mantener la titularidad de ese número de acciones ininterrumpidamente durante un período mínimo de dos años desde la fecha de inscripción. La fecha de inscripción en el libro registro en el que deben inscribirse los accionistas que quieran recibir el voto doble actúa entonces como *dies a quo* para el cómputo del plazo, pues el período de lealtad comenzará a contarse desde la misma (salvo en los casos en los que se creen las acciones de lealtad en el momento de salida a bolsa de la sociedad emisora, a los que más adelante nos referiremos). Además, el artículo 527 nonies LSC, en su apartado primero, añade que la solicitud de inscripción en el libro registro especial del accionista deberá ir acompañada de un certificado que acredite la titularidad de las acciones expedido por la entidad encargada del registro de anotaciones en cuenta. En suma, y como ha sido indicado, ese libro registro no es un mero instrumento de legitimación que permita el ejercicio de los derechos del accionista, sino que tal libro cumple una función de atribución del doble voto, haciéndose depender ese beneficio de lo que conste en el libro registro especial (59) .

Con tino se ha recordado que resulta lógico pensar que la creación del mencionado libro debería disponerse en la misma previsión estatutaria de generación de las acciones de voto doble, pues poco o nada al respecto ha sido indicado en la normativa de la LSC (60) . El libro registro especial de acciones de voto doble, como los demás obligatorios, deberá ser electrónico y de necesaria legalización en el Registro Mercantil. Y tiene carácter público, lo que permitirá conocer tanto los

derechos de voto existentes en cada momento, como los cambios que puedan sufrir esos derechos.

Según dispone el artículo 527 septies, apartado octavo LSC, el libro registro especial podrá (es pues una posibilidad, no un mandato) ser desarrollado 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, en la que se concreten otros aspectos técnicos y formales. Esa posible normativa de desarrollo no se ha materializado, pero resultaría deseable que así fuese, y en ella no debería faltar una previsión normativa que estableciese la adecuada y necesaria coordinación entre dicho libro y el registro de anotaciones en cuenta (61) .

El artículo 527 septies LSC, establece además que el accionista beneficiado con el voto doble es libre de disponer la medida de tal beneficio, a su voluntad, en función de los intereses particulares que pudiera tener; así, el accionista, al solicitar su inscripción en el libro registro especial, deberá indicar el número de acciones respecto de las que pretende el reconocimiento del derecho de voto doble, que podrían no ser todas aquellas de las que es titular. Pero es que el accionista que ha inscrito sus acciones en el libro registro (todas o solo una parte de las mismas), puede más tarde cambiar de idea, y renunciar total o parcialmente a su derecho de voto doble; en tal caso, el accionista podrá comunicar a la sociedad en cualquier momento su renuncia total o parcial al voto doble que pueda corresponderle y la sociedad procederá a la modificación o cancelación de la inscripción correspondiente con efectos desde la misma fecha en que se comuniquen la renuncia. Por la misma razón, podrá en todo momento solicitar la inscripción para aquella parte de sus acciones que no llevó en su día al libro registro, a los efectos de que para las mismas comience a contar el período de fidelidad. No olvidemos, además, para completar lo apenas apuntado, que, a efectos del cómputo del período de titularidad, 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 (artículo 527 ter, apartado tercero), por lo que se dispone que el voto doble se extiende a las acciones que se atribuyan al accionista. Como vemos, el alcance del derecho al doble voto del concreto accionista dependerá, al final, de estas variables descritas.

Finalmente, dado que tiene también que ver con el libro registro especial de las acciones de voto doble, el artículo 527 septies, apartado tercero, LSC, dispone que el accionista «privilegiado» (62) deberá comunicar y justificar ante la sociedad, para su debida constancia en tal libro, 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.

6. Implicaciones del cómputo del voto doble por lealtad

El artículo 527 ter LSC dejaba meridianamente claro que por voto doble se entiende el doble de los votos que correspondan a cada una de las acciones en función de su valor nominal. Sin embargo, el ámbito material sobre el que actúa tal privilegio del voto doble va más allá del propio derecho de voto, vinculándose expresamente también al ejercicio del derecho de asistencia (63) . Así, el artículo 527 quinquies LSC, intitulado «Cómputo del voto por lealtad», establece que, 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 del cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos.

Por lo tanto, el voto doble de lealtad va más allá del puro y estricto poder adicional de voto, atribuyendo poder al accionista premiado con tal beneficio también en cuanto al capital de la entidad, al tenerse en cuenta el voto doble adicional a la hora de determinar el quórum de las juntas generales, si bien se deja libertad a la sociedad para limitar esto, mediante disposición estatutaria en contrario, como ya apuntamos en anteriores páginas. Se ha dicho que ese plus de poder vinculado al derecho de asistencia constituye algo criticable, pues *«privilegia en exceso la lealtad del accionista»* y puede provocar *«en los accionistas que no dispongan de ese voto de lealtad, un mayor desapego de la sociedad, al saber que ni su capital nominal, ni su derecho de voto podrá influir en las votaciones de las Juntas generales de las sociedades cotizadas que incorporen este tipo de acciones»* (64) . Y lo compartimos. Aunque es cierto que la sociedad en concreto de que se trate es libre de limitar tal poder mediante la correspondiente disposición estatutaria que ciña el voto doble adicional al cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos, eliminando su virtualidad en cuanto a la determinación del quórum de las juntas de accionistas, estimamos que el

beneficio del doble voto adicional legalmente debería haberse vinculado sólo al voto en la toma de acuerdos sociales, como por otro lado su nombre indica (voto adicional doble por lealtad), y no también a la determinación del *quorum* de asistencia; no olvidemos que las acciones de lealtad excepcionan la crucial regla de la proporcionalidad entre participación en el capital social del accionista y su derecho de voto, resultando por ello, a nuestro modo de ver, excesiva e incoherente la extensión de un *plus* en cuanto al capital de la entidad en la formación de los quóruns de asistencia para la adopción de acuerdos. No obstante, el legislador ha dispuesto lo que ha dispuesto, y lo cierto es que el beneficio del voto doble tiene virtualidad más allá del voto, con trascendencia también en la formación del quórum de asistencia a las juntas, salvo disposición estatutaria en contrario.

Por cierto, una posible disposición estatutaria limitativa que, de existir, sólo podría concebirse en esa dirección expuesta, es decir, en la de no permitir que el quórum de constitución de la junta general se calcule sobre el número total de votos correspondientes al capital suscrito con derecho a voto, incluyendo los votos dobles, existiendo pues el voto doble sólo para cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos, y nunca al revés. No tendría sentido que el voto doble de las acciones de lealtad tuviese virtualidad, por haberlo así establecido una previsión de los estatutos, sólo en cuanto a la determinación del quórum de las juntas de accionistas y no en cuanto al cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos, pues en ese caso no estaríamos ante verdaderas acciones con voto doble para sus titulares, quienes se verían en la paradoja de no poder votar con ese beneficio en las propuestas de acuerdos del orden del día. En definitiva, si se hiciese uso de la posibilidad que el artículo 527 quinquies LSC concede de permitir que los estatutos sociales de la concreta entidad modulen lo dispuesto en tal precepto, esa modulación solo podría afectar a los efectos del voto doble sobre la determinación del quórum de las juntas de accionistas, nunca a la virtualidad del voto doble sobre cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos, virtualidad ésta que no puede hacerse desaparecer sin acabar con la esencia de las acciones de voto doble adicional por lealtad (salvo que lo que se prevea en los estatutos, ya lo apuntamos, sea admitir acciones de lealtad sólo para la adopción de cierto tipo de acuerdos, y no para todos).

Y así, salvo obviamente si otra cosa se ha establecido en los estatutos en el sentido ahora indicado, el artículo 527 quinquies LSC dispone, a estos efectos, que en las sociedades cotizadas cuyos estatutos contemplen la atribución de voto doble por lealtad, el quórum de constitución de la junta general previsto en los artículos 193 y 194 se calculará sobre el número total de votos correspondientes al capital suscrito con derecho a voto, incluyendo los votos dobles. Y añade por ello que 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.

Sobre la trascendencia que en la *praxis* tiene el que el quórum de constitución de la junta general se calcule sobre el número total de votos correspondientes al capital suscrito con derecho a voto, incluyendo los votos dobles, da buena razón un sencillo ejemplo práctico, que nos libraré de equívocos, pues puede no comprenderse claramente el funcionamiento de la institución: así, un accionista con un 20 por ciento del capital social en una entidad cotizada podría disponer de un poder de voto de hasta un 33,33 por ciento si ningún otro accionista solicita, o simplemente no consigue, que sus acciones tengan voto doble; podríamos caer en la tentación simplista de pensar que el accionista con un 20 por ciento del capital social que por fidelidad lo doble tendría que tener un poder de voto del 40 por ciento, y no del 33,33. Pero no es así; en el caso concreto ejemplificado, si el accionista referido tiene un 20 por ciento del capital social de una entidad anónima cotizada de, por ejemplo, 1.000 millones de euros de capital social, o sea, siendo titular de 200 millones del capital social, al lograr el voto doble se pasaría a un poder de voto total en la entidad por valor de 1.200 millones de euros, de los que en cuanto a poder de voto (no de capital social) 400 millones corresponderían al accionista de voto doble, o sea, un 33,33 por ciento.

Evidentemente, en el caso de que mediante cláusula estatutaria se hubiese decidido que el voto doble adicional no funcionase para la formación del *quorum* de asistencia, siendo operativo sólo en la adopción de acuerdos sociales (de todos o sólo para algunos de ellos, de haberse así dispuesto), esa corrección numérica en cuanto al voto doble que hemos expuesto, que hacía que el guarismo no se duplicase, ya no se produciría, al no haberse podido sumar ningún voto adicional a la formación del *quorum* de asistencia. El socio fiel vería entonces como en la votación de acuerdos en la junta ya

constituida su poder de voto sencillamente se duplicaría (pasando del 20 por ciento del poder de voto al 40 por ciento, por seguir con el ejemplo anterior).

El último párrafo del apartado primero del artículo 527 quinquies LSC establece también que cuando los estatutos fijen con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista conforme a lo establecido en el artículo 527, dicha limitación será aplicable a los accionistas titulares de acciones con voto doble por lealtad. Algo lógico, y que no precisa de mayores comentarios. Como mucho señalar que, si eso ocurre, se produce la concurrencia simultánea en la persona de un accionista de dos instituciones que excepcionan la regla general de la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto, pero que (ya fue señalado) actúan en sentidos contrarios, pues si las acciones de lealtad atribuyen a su titular un poder de voto superior al que le correspondería proporcionalmente en virtud de esa regla, la limitación priva al accionista de parte de los votos que deberían corresponderle. Vemos entonces que se permite la convivencia simultánea de las acciones de lealtad y la limitación del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista, instituciones que actúan en sentidos contrarios, pero cuya convivencia en este caso se resuelve a favor de la limitación, ello sin duda con el objeto de evitar la formación de muy potentes grupos de control (65) . Esta situación puede servir para explicar el porqué de algunos de los supuestos en los que un accionista leal no solicite la inscripción en el libro registro especial de todas sus acciones, o bien que comunique a la sociedad en cualquier momento su renuncia total o parcial al voto doble que pueda corresponderle (artículo 527, apartados dos y cinco LSC).

Finalmente, el artículo 527 quinquies, en su segundo apartado, dispone otras implicaciones del voto doble, además de las expuestas: así, los votos de lealtad se tendrán en cuenta a efectos de la obligación de comunicación de participaciones significativas (66) ; de comunicación de participaciones significativas en entidades de crédito (Capítulo III del Título I de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito); y de cálculo de los umbrales para las ofertas públicas de adquisición de acciones.

7. Régimen «especial» de voto doble por lealtad en sociedades que soliciten la admisión a negociación en un mercado regulado

Como ya anticipamos, con buen criterio la LSC ha establecido en su artículo 527 octies un régimen especial de atribución de voto doble en sociedades que soliciten la admisión a negociación en un mercado regulado, con la evidente finalidad de fomentar salidas a Bolsa. Ese precepto establece que las sociedades que soliciten la admisión a negociación de sus acciones en un mercado regulado 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. Los accionistas que acrediten la titularidad ininterrumpida de acciones durante el período 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. Como vemos, en estos casos se crean las acciones de lealtad en el momento de salida a bolsa de la sociedad emisora y el derecho de voto doble se concede a los accionistas que cumplan con los requisitos de permanencia antes de la admisión a cotización, aunque con virtualidad desde ese momento de la admisión.

Recordemos muy resumidamente que la admisión a negociación en bolsa de una sociedad anónima se produce a solicitud del emisor, por acuerdo de la sociedad rectora de la Bolsa, y previa verificación por la CMNV de varios requisitos y actuaciones, entre las cuales está la preparación por la compañía de los acuerdos sociales necesarios y la adaptación de los estatutos sociales del emisor a su nuevo estatuto de sociedad cotizada (67) . Parece pues lógico que sea en ese momento de la solicitud a admisión a negociación en un mercado regulado cuando la entidad incluya en sus estatutos sociales la atribución de voto doble por lealtad, si bien con efectos desde la fecha de admisión a cotización de sus acciones, como dispone el precepto del que tratamos.

El apartado tercero del artículo 527 octies LSC establece, para concluir, que para la atribución de

voto doble por lealtad a cualesquiera otras acciones distintas de aquellas a las que se haya atribuido el voto doble conforme a lo previsto como régimen «especial» en los dos apartados anteriores, se aplicará ya el régimen «normal», por lo que será necesaria la previa inscripción en el libro registro especial y el transcurso del período mínimo de titularidad de dos años computado desde la fecha de dicha inscripción en los términos previstos en el apartado 2 del artículo 527 septies.

8. Régimen de publicidad interna y externa

El régimen dispuesto en la LSC para las acciones con voto doble por lealtad prevé también mecanismos de publicidad, tanto interna como externa (68) , de todo lo referente a los votos dobles por lealtad existentes en la concreta entidad. Transparencia y publicidad que se justifican plenamente dada la especial naturaleza de la figura, que excepciona la regla de la proporcionalidad entre el poder de voto y la participación en el capital social, y que se aposentán en el carácter público del libro registro especial donde han de inscribirse los accionistas que deseen disfrutar del voto doble, al objeto de que los accionistas e inversores puedan en todo momento conocer los derechos de voto existentes, así como las modificaciones que experimenten.

Los destinatarios de tal publicidad son los accionistas, la CNMV como organismo regulador independiente y responsable de ejercer la supervisión e inspección de los mercados de valores en España, así como aquellas actividades relacionadas con estos, y, en suma, el conjunto del mercado.

Como publicidad interna, el artículo 527 septies LSC, apartado cuarto, dispone que la sociedad deberá facilitar sin demora la información que conste en el libro registro especial a cualquier accionista que lo solicite. Como manifestaciones de publicidad externa, el artículo 527 nonies LSC establece, en su apartado tercero, que 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 período de lealtad fijado estatutariamente (69) . Y en su apartado cuarto, continúa, esa misma información se deberá además notificar a la CNMV (70) .

9. La transmisión de las acciones de lealtad

La LSC, en su artículo 527 decies, apartado primero, dispone que 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. Es ésta una de las consecuencias más visibles de la no consideración de las acciones de lealtad como una clase especial de acciones, pues el privilegio del voto doble reviste naturaleza subjetiva, al ligarse a la persona leal e implicada en la entidad, y no al contenido de derechos propios de las acciones.

El adquirente no podrá aprovechar el beneficio del voto doble, al extinguirse con su transmisión por cualquier medio la ventaja del voto doble de la que disfrutaba el transmitente. Nada raro si se tiene en cuenta que la justificación de fondo de las acciones de lealtad es la de premiar la implicación a largo plazo del accionista en la entidad cotizada, y que con su transmisión el transmitente deja de estar implicado, mientras el adquirente es un recién llegado a la titularidad de tales específicas acciones transmitidas (71) (decimos esto porque el adquirente no tiene por qué ser una persona ajena a la entidad, puede ser un accionista de la misma, que quizás incluso esté ya disfrutando del privilegio del voto doble respecto de sus previas acciones). En consecuencia, el transmitente no podrá rentabilizar económicamente el voto doble, que, al perderse inexorablemente en estos casos, obviamente no puede ser «monetizado» (72) .

No obstante, el legislador ha dispuesto para esta regla tres excepciones, que relaciona el artículo 527 decies, diciendo que, 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 (73) .

- 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.

Los tres supuestos excepcionados responden a la lógica, que deriva de la justicia material que pretende siempre una adecuada protección del interés digno de tutela en la situación concreta, por lo que entendemos que están plenamente justificados, como también lo está el que todos o algunos o alguno de ellos pueden dejar de ser excepciones a la pérdida del voto doble si así se dispone en la correspondiente cláusula estatutaria, según reza el precepto. Hay pues libertad en este punto, establecida claramente por el legislador. El caso opuesto, es decir, sobre si los estatutos sociales podrían ampliar la relación de excepciones, consideramos que no es posible, por la misma razón que ya ha sido mencionada tantas veces a lo largo de este trabajo: las acciones de lealtad son una de las tres contadas excepciones legales a la importante regla de la proporcionalidad entre capital y voto establecida en los artículos 96.2 y 188.2 LSC, no pudiéndose pues llevar la virtualidad de la figura más allá de lo expresamente previsto por el legislador, como resultaría de aumentarse por los estatutos sociales el número de excepciones a las que nos estamos refiriendo.

Otra cosa es el permitirnos valorar si el legislador no habrá estado un punto cicatero en esta cuestión, pues se nos ocurre que quizás podría haber incluido alguna excepción más, sobre todo si el listado de excepciones, como se dispone en el precepto del que tratamos, puede reducirse o incluso eliminarse por expresa disposición en los estatutos sociales. Estoy pensando, por ejemplo, en aquella situación en la que el adquirente de las acciones de lealtad sea a su vez accionista de la entidad, que disfruta además para el conjunto de las previas acciones de las que es titular del voto doble por su fidelidad demostrada. Es un supuesto éste que quizás podría haber sido incluido como una excepción más, eliminable por supuesto, que de haberse añadido habría permitido al transmitente obtener una rentabilidad económica al voto doble con la cesión, y al adquirente incrementar su poder de voto doble con las nuevas acciones adquiridas sin necesidad de esperar al cumplimiento del tiempo de lealtad, pues ya habría demostrado que es un accionista comprometido y fiel; ello podría haberse diseñado estableciéndose, por ejemplo, que sólo sería posible para una única transmisión (74) , para limitar así sus efectos y evitar cadenas de cesiones que podrían distorsionar por completo el sistema. Pero, repito, es una elucubración que solo pretende enriquecer el debate.

Finalmente, para tener en sede de este epígrafe ordenada la materia, recordemos que el artículo 527 septies, apartado tercero LSC, dispone que el accionista privilegiado con el voto doble deberá comunicar y justificar ante la sociedad, para su debida constancia en el libro registro especial, 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.

10. El régimen de la OPA y las acciones de lealtad

La Ley 5/2021, por cuestiones de claridad y de seguridad jurídica, no se ha olvidado de establecer necesarias previsiones en el régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones, exigidas como consecuencia del reconocimiento en nuestro ordenamiento jurídico de las acciones de lealtad. Y en tan sentido, su artículo sexto ha modificado el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (LMV), aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, añadiendo un apartado 3 a su artículo 131, que establece que si como consecuencia exclusivamente de la variación en el número total de derechos de voto de la sociedad derivada de la existencia de acciones con voto de lealtad cualquier accionista llegara a alcanzar, directa o indirectamente, un número de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento, dicho accionista no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de dicho porcentaje sin formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital social (75) . Una oferta que habrá de formularse dentro de los tres meses siguientes a la fecha en que se hubiese sobrepasado el umbral del 30 por ciento y a la que le serán de aplicación las reglas relativas a la determinación del «precio equitativo» que dispone el artículo 130 LMV y

desarrolla el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Por lo tanto, el legislador ha dispuesto la imposibilidad para el accionista leal de ejercer sus derechos políticos por encima del límite del 30 por ciento, salvo que formule una OPA dirigida a la totalidad del capital social. Una disposición ésta que ha sido criticada porque «*penaliza al accionista leal y la finalidad de estas acciones (de lealtad)*» (76) , pues la imposición de realizar una OPA obligatoria por el accionista que supera el umbral del 30 por ciento de los derechos de voto supone un impedimento a la creación de acciones de lealtad en cotizadas en las que exista un socio significativo a quien no le resulte favorecedor, por la razón expuesta, la adquisición del voto doble. Y no olvidemos, además, que la funcionalidad del voto doble adicional, que como ya expusimos hace que existiendo acciones de lealtad en una entidad el derecho de voto, normalmente fijo, se convierta en algo cambiante y dinámico, puede, también en relación a las ofertas públicas de adquisición obligatorias, generar situaciones complicadas (77) .

No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta cuando, dentro de los 3 meses siguientes a la fecha en que se hubiese sobrepasado el umbral del 30 por ciento de los derechos de voto, se enajene por el obligado a formular la oferta el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados o se renuncie a los derechos de voto por lealtad que excedan del porcentaje del 30 por ciento de los derechos de voto de la sociedad, siempre que, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dicho porcentaje, o se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Por lo tanto, se puede evitar la obligatoriedad de formular una OPA obligatoria si el socio en cuestión renuncia (o enajena) al voto doble excedente, pero téngase presente, primero, que en este ámbito el rasgo apuntado que resulta del voto doble, que produce que el voto pase de ser algo fijo a ser elástico y variable, puede generar una elevada volatilidad y, en consecuencia, una incertidumbre nunca deseable que afectará a las posibilidades reales de renuncia, y, segundo, que esa solución que supone la renuncia (o la enajenación) al final también incidirá negativamente en el surgimiento y puesta en marcha de acciones de lealtad (78) .

Como vemos, no son escasos los problemas que puede generar en una concreta entidad cotizada la convivencia entre las acciones de lealtad y la disciplina de las ofertas públicas de adquisición (79) .

VI. Luces y sombras de las acciones de lealtad, su aceptación (o no) por las cotizadas españolas y valoración personal de la medida

Durante la tramitación parlamentaria de la normativa proyectada de las acciones de lealtad fueron muchos los trabajos doctrinales y varios los informes de diferentes sujetos y entidades (CNMV, Banco de España (80) , etc.) que se ocuparon de dar una opinión fundada al respecto de la bondad, o carencia de la misma, de la incorporación en nuestro Derecho de la figura, sobre la base de las experiencias previas en Francia (81) e Italia y de la exposición ordenada de sus pretendidas ventajas e inconvenientes.

A grandes rasgos, la doctrina científica ha señalado tres grandes grupos de aspectos positivos derivados de la utilización de las acciones de lealtad. Así, un primer grupo de ventajas de las acciones de lealtad serían las de servir de instrumento útil para potenciar la estabilidad del accionariado, lo que permitiría afrontar proyectos de inversión a medio y largo plazo, evitar el tan dañino cortoplacismo y mejorar en el buen gobierno de la entidad por el lógico compromiso de los administradores con el interés social a través de una gestión responsable bajo el punto de mira del accionariado estable. Más en concreto, el premio del doble voto debería incrementar las posibilidades de control de los socios minoritarios, al incentivar su permanencia y participación en la toma de decisiones de la sociedad, así como su vigilancia sobre los administradores, lo que habría de redundar en un mejor gobierno de la misma (82) . Pero, además, el instrumento puede servir también para reforzar la posición de los accionistas de control, y ello sin coste alguno, lo que resulta especialmente interesante en el caso de sociedades de titularidad pública y en sociedades familiares, así como en los supuestos de salida a bolsa de nuevas entidades, pues las acciones de lealtad permitirían a los fundadores conservar el poder de decisión, de lo que resulta otra ventaja conectada íntimamente a lo ahora dicho, que es la de favorecer la salida a bolsa de sociedades con buenas

perspectivas de crecimiento. Pero es que, a mayor abundamiento, el compromiso de permanencia y participación en la entidad de los socios leales fomentaría sin duda otras ventajas conexas, tales como la estabilidad bursátil, la correcta formación de precios y la reducción de la volatilidad en los mercados de valores.

Otro segundo grupo de ventajas consecuencia de contar con acciones de lealtad es que con las ellas se incrementa el catálogo de los instrumentos de inversión, y así el de las fuentes de financiación, lo que puede incentivar la entrada de nuevos recursos financieros en las empresas cotizadas, que resultarían más atractivas a la inversión en un entorno muy competitivo de jurisdicciones. Las acciones de lealtad contribuirían pues a la modernización de los mercados bursátiles, ya que coadyuvan a que los mercados que las admiten tengan un alto grado de interés para los inversores y, en consecuencia, a disuadir de la huida a otros mercados de capitales de otros países de potentes empresarios (83) .

Un tercer grupo de ventajas de las acciones de lealtad serían de naturaleza puramente jurídica, pues, en primer lugar, y a diferencia de las clases de acciones, aquellas se ofrecen a «todos» los accionistas que cumplan con los requisitos para obtener el beneficio que confieren al accionista leal, por lo que todos los accionistas pueden llegar a verse beneficiados con el premio del voto doble adicional; y, en segundo lugar, que del conjunto de instrumentos que pueden ser utilizados para *«abaratar el control que los accionistas significativos ejercen muchas empresas cotizadas»* (84) , tales como los pactos parasociales de control y otros varios (85) , sin duda las acciones de lealtad son los más transparentes (86) .

En el lado contrario, son varias las razones que han buscado justificar la no adopción de la figura por nuestro Derecho. Argumentos tales como que realmente en España no hay una situación real de cortoplacismo, o no la hay en demasía, que ampare la adopción de un mecanismo que produce asimetrías entre el capital y el voto, pues en nuestro país la realidad muestra que la mayoría de las sociedades cotizadas se caracterizan por tener accionistas significativos o de control y, de otro lado, por una escasa actitud proactiva por parte de los inversores institucionales y minoritarios (87) . Pero es que se ha dicho incluso que aunque existiese realmente esa situación de cortoplacismo, tampoco las acciones de lealtad asegurarían una solución a tal problema, pues no hay evidencia empírica que así lo pruebe (88) , como demuestra el hecho de que en otros ordenamientos jurídicos (en los que incluso se han instaurado otras figuras de recompensa de la fidelidad del socio añadidas al voto adicional, como son los dividendos mejorados) el problema del cortoplacismo y del escaso compromiso de los accionistas externos no ha desaparecido (89) . En realidad las acciones de lealtad, se ha argumentado también, carecerían de verdadera efectividad en la finalidad fundamental que persiguen de involucrar en la estabilidad de la sociedad a los accionistas titulares de paquetes minoritarios, pues la probada «apatía o pasividad racional» del accionista con participación escasa en la entidad (90) conduce a que tales socios no participen activamente en la toma de decisiones de la cotizada, dado que realmente son inversores (91) . Si además se tiene en cuenta que las acciones de lealtad se abren a todos los socios que cumplan con los requisitos de permanencia establecidos, a todos, también pues a los mayoritarios, significativos, o de control, se entiende bien que las acciones de lealtad interesen poco o nada a los accionistas minoritarios, pues en realidad nunca, o prácticamente nunca, los minoritarios llegarán a ver incrementado su poder.

Lo cierto es que, de interesar a alguien las acciones de lealtad (y puede que incluso ni siquiera a ellos si realmente no las necesitan, por el alto grado de poder que ya tendrían) es a los accionistas de control. Efectivamente, las acciones de voto doble pueden servir para incrementar el poder de voto del socio mayoritario o de control. Se llegaría así a la paradoja de que con las acciones de lealtad en realidad lo que se puede producir son situaciones muy distintas al objetivo principal que preside la filosofía de base de la figura (que era, recordemos, la de posibilitar el incremento de socios minoritarios con mayor control gracias al voto doble adicional, incentivando su activismo en la entidad), pues la experiencia práctica ha demostrado que en la *praxis* de otros países que han contado con ellas desde hace años, *«las acciones de lealtad tienden a usarse, no por las sociedades de capital disperso que necesitan incentivar a sus accionistas, sino más bien por las sociedades con un socio de control que por medio del voto doble busca reforzar la posición e influencia de la que ya disfruta»* (92) ; en definitiva, las acciones de lealtad al final servirían *«como mecanismo para abaratar el control que los accionistas significativos ejercen en muchas empresas cotizadas de propiedad concentrada. En este sentido son funcionalmente equivalentes a las acciones con múltiples*

derechos de voto, y muy similares a otros mecanismos que cumplen el mismo propósito» (93) . Y por ello, las acciones de lealtad en realidad producirían el efecto de aumentar el control de los accionistas que ya lo poseen en la concreta entidad cotizada, incrementando su poder de decisión, con el riesgo de comportamientos abusivos que ello puede traer aparejado (94) , y desincentivándose así la participación activa en esas sociedades de los accionistas minoritarios e institucionales, o incluso perdiendo por completo el interés en invertir en ellas (95) . En suma, las acciones de lealtad, dicen sus opositores, no serían un instrumento que logre fomentar el buen gobierno corporativo, sino que vendrían a reforzar posición de los accionistas de control, castigando por ello en muchas ocasiones al pequeño accionista.

En ese intenso debate de opiniones, unas a favor y otras en contra de las acciones de lealtad, el legislador español se ha colocado entre los que consideran que pueden resultar un instrumento útil para fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, aumentar el atractivo de nuestros mercados de capitales e incentivar la salida a bolsa de nuevas entidades societarias, como bien sabemos ya, pues las ha incorporado a nuestro ordenamiento jurídico con la Ley 5/2021. Pero no pensemos que el legislador, al decidir introducirlas, ha obrado sin el sentido del equilibrio que merecen los intereses que subyacen en este complejo tema; antes al contrario, lo ha hecho dotándolas de una disciplina jurídica que ha pretendido dos objetivos: uno, tener en todo momento presente que las acciones de lealtad constituyen una excepción al muy importante principio de proporcionalidad entre capital social y poder de voto; y dos, no olvidar las «sombras» referidas que la figura controvertida de las acciones de lealtad puede llevar consigo aparejadas. El reto del legislador no era fácil (nunca lo es), pues ha pretendido lograr que las acciones de lealtad sean realmente utilizadas en la práctica de las cotizadas en orden a conseguir los fines que han motivado su introducción, pero al mismo tiempo ha creado para ellas un régimen jurídico con marcados límites y cortapisas que pretenden evitar o minimizar al máximo los evidentes aspectos negativos de la figura. Otra cosa es que se haya logrado superar esos retos.

Efectivamente, se permiten las acciones de lealtad, pero el régimen dispuesto para ellas es pretendidamente riguroso. Se precisa primero del acuerdo social que modifique los estatutos para introducirlas en ellos (sistema *opt-in*), acuerdo adoptado por una mayoría reforzada; el quórum de asistencia sin embargo no se ha elevado legalmente, y aunque pueden serlo estatutariamente, ello ha sido criticado, como ya vimos. Como mínimo el tiempo de titularidad de las acciones ha de ser de al menos dos años, y aunque no ha faltado quien lo considera escaso, lo cierto es que es lo habitual en el Derecho comparado, y siempre es susceptible de aumentarse por los estatutos sociales; más reseñable es el no haber establecido un plazo máximo que evite la desnaturalización de la figura. En cuanto al premio o recompensa al accionista fiel el legislador lo ha concretado en el voto doble adicional, a diferencia de otras jurisdicciones, que admiten también como instrumento de fidelización el dividendo mejorado (96) ; es pacífico no obstante que la autonomía de la voluntad podría crearlo. Algo genuino del Derecho español es que a los cinco años de la creación de las acciones de lealtad debe someterse a votación su renovación, con esas mismas mayorías reforzadas, pero en este caso el voto doble ya podría ser utilizado. Y en todo momento las acciones de lealtad pueden ser eliminadas, y si ya han transcurrido diez años desde su generación en la toma del acuerdo no podrá ejercitarse el voto doble. Además, se permite la convivencia simultánea de dos de las excepciones al principio de proporcionalidad: las acciones de lealtad y la limitación del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista, instituciones que actúan en sentidos contrarios, pero cuya convivencia en este caso se resuelve a favor de la limitación, al objeto de evitar la formación de muy potentes grupos de control, si bien sólo si así se ha dispuesto en los estatutos (97) . Se regula la transmisión de las acciones de lealtad disponiéndose que la misma supone la pérdida del voto doble, salvo las excepciones clásicas ya conocidas también en otras jurisdicciones. Se crea un libro registro especial en el que han de inscribirse las acciones que se pretenden conservar con el objeto de lograr el premio del voto doble adicional, libro que ha sido criticado en su existencia, dado que, por economía de medios y simplificación de estructuras, el libro registro de las anotaciones en cuenta podría haber cumplido con las funciones atribuidas al libro registro especial. Y, en sede de LMV, al objeto de coordinar la regulación de las acciones de lealtad con la de las ofertas públicas de adquisición obligatorias, se ha establecido que si como consecuencia exclusivamente de la variación en el número total de derechos de voto de la sociedad derivada de la existencia de acciones con voto de lealtad cualquier accionista llegara a alcanzar, directa o indirectamente, un número de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento, dicho accionista no podrá ejercer los derechos políticos que

excedan de dicho porcentaje sin formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital social, lo que claramente supone otro freno más a la creación de acciones de lealtad y, de crearse éstas y darse esa situación descrita, un ejemplo claro de posible renuncia del socio en cuestión al voto doble excedente, pues de este modo se puede evitar la obligatoriedad de formular la OPA.

Como decíamos, un régimen jurídico pretendidamente riguroso, en sintonía con otros del entorno internacional en el que el legislador español se ha inspirado, que en teoría no debería poner fácil la creación de acciones de lealtad, pues estaría pensado para que sólo las cotizadas con una idea muy clara y un amplio consenso al respecto de la creación de las mismas pudieran sacar adelante dicha iniciativa; pero una creación de acciones de lealtad que, aún con esas limitaciones y frenos, se incentiva por el legislador, pues las ha incorporado al catálogo de posibilidades de participación del socio en las sociedades cotizadas, al considerarlas un instrumento útil para el fomento de su implicación a largo plazo en dichas entidades. Un régimen que puede ser aún más estricto si los estatutos así lo disponen, pero no al contrario, pues el principio que ha de presidir la exégesis de la disciplina de las acciones de lealtad es el de la proporcionalidad entre la participación en el capital social y el derecho de voto, principio configurador del Derecho de sociedades que cuenta con únicamente tres excepciones cuyo ámbito de aplicación ha de ser interpretado siempre restrictivamente.

Para finalizar, debemos llegar ahora a la realidad de los hechos, pues tras todo lo visto la pregunta obligada, una vez que ya ha pasado un tiempo razonable para constatar tendencias desde la entrada en vigor de la norma que permite la creación de acciones de lealtad, es aquella que se cuestiona si en nuestro país la práctica de las sociedades cotizadas ha utilizado la figura o, sin embargo, no ha sido así. Y la respuesta es clara, pues, que sepamos, sólo una compañía cotizada ha decidido utilizar la figura, con lo que parece obvio que la iniciativa puesta a disposición de los operadores no ha funcionado. Como en el pasado sucedió con las acciones sin voto, hasta ahora las acciones de lealtad no han sido acogidas por el mercado, siendo sólo una sociedad cotizada la que las ha incorporado a su operativa, una entidad en la que además el socio mayoritario contaba ya con el capital suficiente (sesenta por ciento) para decidir esa creación sin necesidad de lograr consensos (98) .

Las razones de fondo que podrían explicar su no utilización sin duda son de variada índole, como suele ocurrir siempre, por lo que me aventuro a desechar que residan únicamente en una posible mala concepción del régimen jurídico dispuesto por el legislador, que no me parece ni incoherente ni mal elaborado (aunque todo es susceptible de mejora), ni tampoco tan excesivamente riguroso como para impedir la iniciativa por completo. En mi opinión la razón principal de su no utilización es anterior a la virtualidad de la disciplina que se ha dispuesto para la institución, y tiene que ver con la concreta situación del mercado español de sociedades cotizadas, en las que conviven habitualmente accionistas significativos o de control, que cuentan con grandes paquetes accionariales, con accionistas minoritarios e institucionales racionalmente apáticos. Dada esa particular configuración del mercado español de cotizadas, muchos accionistas de control, por sí solos o con pactos, podrían fácilmente crear en la entidad en la que participan acciones de lealtad, pero la cuestión es que no parecen necesitarlas para seguir disfrutando de su poder, que además pueden afianzar con medios menos transparentes que las acciones de lealtad, y probablemente sean conscientes de que siendo ese el estado de cosas, con la creación de acciones de lealtad se podría llegar incluso a disuadir de invertir a potenciales socios externos, ante un poder de voto tan grande logrado con el añadido del doble voto. Si a ello añadimos particulares aspectos del régimen jurídico dispuesto para las acciones de lealtad, singularmente el relativo a su convivencia con la normativa de la OPA, bastante disuasorio por las situaciones a las que puede dar lugar, se explica, al menos en parte, lo ocurrido.

Una falta de éxito por su no uso que, al menos hasta la fecha y en tanto en cuanto las cosas se mantengan así, hace que la figura de las acciones de lealtad no esté contribuyendo, como se deseaba por el legislador, ni al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas ni a que soliciten su admisión a cotización en bolsa nuevas empresas, argumentos que motivaron su reconocimiento en el Derecho español, y que, además, parece confirmar algunas de las razones que sus detractores han sostenido, y aún mantienen, contra las acciones de lealtad. También es cierto, y es algo que no nos resistimos a mencionar en este punto y

final, que la CNMV, institución que como apuntamos se ha mostrado siempre a favor de la introducción en nuestro Derecho de la figura de las acciones de lealtad (contrariamente al Banco de España) por considerarla muy positiva, ya antes de su aprobación también se manifestaba claramente proclive a que las sociedades cotizadas españolas fuesen prudentes en su utilización, desaconsejando su uso masivo, al considerarlas algo excepcional, y abogando en tal sentido para que una vez introducidas en nuestro Derecho, en la mayoría de las cotizadas se mantuviese la vigencia de la regla de la proporcionalidad entre la participación en el capital social y el poder de voto. Esta última consideración permite concluir, junto con todo lo expuesto antes, que, aunque las acciones de lealtad hasta ahora no hayan tenido éxito, de ellas tampoco se puede decir que hayan supuesto un fracaso rotundo.

VII. Bibliografía citada

- • Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), «Las acciones con voto adicional doble por lealtad o acciones de lealtad», Tirant lo Blanch, Valencia, *Implicación a largo plazo de los accionistas en sociedades cotizadas. Comentarios a la Ley 5/2021*, pp. 157-188.
- • Blanco Pérez, José Luis (2022), «El voto doble por lealtad en una sociedad cotizada», *Revista Práctica de Derecho*, 253, pp. 5-42.
- • Campuzano Laguillo, Ana Belén (2000), *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Madrid, Civitas.
- • Fernández Torres, Isabel (2021), «El voto adicional doble por lealtad: una reforma controvertida», *El Notario del Siglo XXI*, Revista 97.
- • García de Enterría, Javier (2021), «Las acciones ¿de lealtad?», en <https://www.economistjurist.es/premium/la-firma/las-acciones-de-lealtad/>, publicado el 07/11/2021.
- • García Valdecasas, José Ángel (2019), «Sobre las futuras acciones de lealtad en la legislación española: críticas a su posible introducción», *Notarios y Registradores*, en <https://www.notariosyregistradores.com/web/secciones/oficina-mercantil/estudios-o-m/acciones-de-lealtad-critica-a-su-posible-introduccion-en-espana/>, publicado el 16/09/2019.
- • García-Cruces Gonzalez, José Antonio (2021), *Derecho de sociedades mercantiles*, Valencia, Tirant lo Blanch.
- • Gurrea Martínez, Aurelio (2019), «Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas», en Blog, Derecho Civil y Mercantil, Mercantil, Sociedades, publicado el 13 de junio de 2019.
- • Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), «Las acciones con derechos de voto adicionales por lealtad 'acciones de lealtad' desde el análisis económico del Derecho», *Tendencias actuales del análisis económico del Derecho*, ICE, 915, pp. 93-108.
- • Palá Laguna, Reyes (2020), «Recurso a las acciones de lealtad por motivos espurios y abuso de derecho: reflexiones a propósito del caso Mediaset», *Gómez-Acebo & Pombo*, https://www.gap.com/wp-content/uploads/2020/12/Recursoacciones_de_lealtad.pdf
- • Villacorta Hernández, Miguel Ángel (2022), «Regulación de las acciones de lealtad en la Ley 5/2021. Motivaciones, ventajas, desventajas y utilidades futuras», *Revista Práctica de Derecho*, 254, pp. 43-82,

- (2) Que puede ser consultado, por ejemplo, en trabajos como Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), «Las acciones con voto adicional doble por lealtad o acciones de lealtad», Tirant lo Blanch, Valencia, *Implicación a largo plazo de los accionistas en sociedades cotizadas. Comentarios a la Ley 5/2021*, pp. 157-188; Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), «Las acciones con derechos de voto adicionales por lealtad 'acciones de lealtad' desde el análisis económico del Derecho», *Tendencias actuales del análisis económico del Derecho*, ICE, 915, pp. 93-108; Blanco Pérez, José Luis (2022), «El voto doble por lealtad en una sociedad cotizada», *Revista Práctica de Derecho*, 253, pp. 5-42 o en Villacorta Hernández, Miguel Ángel (2022), «Regulación de las acciones de lealtad en la Ley 5/2021. Motivaciones, ventajas, desventajas y utilidades futuras», *Revista Práctica de Derecho*, 254, pp. 43-82, así como en las obras de la literatura de aquellos países, y otros, que se citan en nota en tales trabajos de la doctrina española.

Ver Texto

- (3) El Anteproyecto publicado por el Ministerio de Economía y Empresa el 24 de mayo de 2019, en el que se ha basado la Ley 5/2021, de 12 de abril, contemplaba seis artículos para las acciones de lealtad.

Ver Texto

- (4) En gráficas palabras de García de Enterría, Javier (2021), «Las acciones ¿de lealtad?», en <https://www.economistjurist.es/premium/la-firma/las-acciones-de-lealtad/>, publicado el 07/11/2021.

Ver Texto

- (5) Literalmente, Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., p. 163.

Ver Texto

- (6) Publicada en el DOUE 132, 20.5.2017. Como vemos, tanto en el título de la Directiva como en el de la Ley 5/2021 aparece la misma expresión que publicita el objetivo último que ambas normas persiguen: el «fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas».

Ver Texto

- (7) Pues la Directiva tendría que haber sido traspuesta con anterioridad al 10 de junio de 2019, y obviamente no lo fue, incumplimiento del Estado español de casi dos años que ha hecho que alguna comentarista hable de «una reforma largamente esperada» (así, literalmente, Fernández Torres, Isabel (2021), «El voto adicional doble por lealtad: una reforma controvertida», *El Notario del Siglo XXI*, Revista 97).

Ver Texto

- (8) Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, *Plan de Acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo — un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y viabilidad de las empresas* (Estrasburgo, 12 de diciembre de 2012 COM (2012)740 final). Aunque ya antes de dicho Plan de Acción, la Comisión Europea había creado un Grupo de Reflexión para realizar un informe sobre el futuro del Derecho de sociedades en Europa; en este sentido, para fomentar un mayor compromiso a largo plazo por parte de los accionistas, el Grupo recomendaba la generación de normativa europea que garantizara a las sociedades la posibilidad de incorporar en sus estatutos medios de trato preferente para los accionistas a largo plazo, tales como las acciones de lealtad (*REFLECTION GROUP ON THE FUTURE OF EU COMPANY LAW, Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, abril de 2011). E incluso en posteriores documentos, como el *Libro Verde sobre la financiación a largo plazo de la economía europea*, Bruselas, 25 de marzo de 2013, COM (2013) 150 final, se reflexionaba al respecto de la posible incorporación de las acciones de lealtad a la normativa de la Unión.

Ver Texto

- (9) La Organización de Naciones Unidas, a través de los «Principios para la Inversión Responsable», afirma que un sistema económicamente eficiente y financieramente sostenible a escala global, recompensará a largo plazo la inversión responsable y beneficiará al medio ambiente y a la sociedad en su conjunto.

Ver Texto

- (10) Y de que en determinados momentos de la tramitación de la Propuesta de Directiva (que, por cierto, tampoco de inicio, y sorpresivamente, contemplaba las acciones de lealtad, en contraste claro con la posición que, hasta dicha Propuesta de Directiva, se había venido observando a nivel europeo) se barajó la introducción de un artículo 3 sexies bis del siguiente tenor, que desapareció en 2015 en diversas enmiendas a la Propuesta de Directiva por falta de consenso:

Los Estados miembros establecerán un mecanismo para fomentar la participación a largo plazo y alentar la implicación a largo plazo de los accionistas. Los Estados miembros determinarán el período de tiempo necesario para ser considerado accionista a largo plazo, que no será inferior a dos años.

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

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

[Ver Texto](#)

(11) En tal sentido, el considerando 55 de la Directiva dice:

La presente Directiva no impide que los Estados miembros adopten o mantengan en vigor disposiciones más rigurosas en el ámbito regulado por la presente Directiva para facilitar aún más el ejercicio de los derechos de los accionistas, fomentar su implicación y proteger los intereses de los accionistas minoritarios, así como para alcanzar otros fines tales como la seguridad y solidez de las entidades de crédito y financieras. Ahora bien, dichas disposiciones no deben obstaculizar la aplicación efectiva de la presente Directiva y la consecución de sus objetivos y deben en todo caso cumplir las normas establecidas en los Tratados.

[Ver Texto](#)

(12) En su Preámbulo constan párrafos del siguiente tenor:

«La crisis financiera surgida en 2008 se produjo, entre otros factores, por tener una visión cortoplacista de la economía, pues el modelo de crecimiento económico anterior a ese año se aposentaba en la necesidad de generar beneficios en el corto plazo, dando así lugar a tipo de negocio arriesgado y excesivamente endeudado. Según numerosos estudios, las políticas de inversión cortoplacistas no sólo afectan a la sostenibilidad y rentabilidad de las empresas individualmente consideradas, sino que también pueden generar riesgos relevantes para la estabilidad de los mercados de capitales y la economía.»

«En el concreto ámbito de las sociedades cotizadas las estrategias de inversión cortoplacistas tienden a afectar negativamente al potencial desarrollo sostenible de las mismas. (...) Diversos estudios demuestran que las sociedades cotizadas que buscan maximizar sus resultados en el corto plazo suelen invertir menos en I+D+i. Esta menor inversión tiene a su vez repercusión en el desarrollo futuro de la compañía al lastrar su capacidad de adaptación al mercado, competitividad, posición en los mercados internacionales, etc.»

«Otro potencial efecto adverso de las estrategias de inversión cortoplacistas es que influyen en que la sociedad cotizada se centre esencialmente en el rendimiento financiero en beneficio exclusivo de sus accionistas. Los demás objetivos no financieros de la sociedad cotizada y los intereses de otros grupos de interés, y muy especialmente de sus trabajadores, pasan así a un segundo plano de la estrategia corporativa. Por el contrario, las estrategias de inversión a largo plazo integran de forma natural otros objetivos no financieros, como el bienestar de los trabajadores y la protección del medio ambiente, garantizando la sostenibilidad de las empresas en el largo plazo. Y es que aquellas empresas viables en la sociedad y en el medio ambiente, son también más sostenibles económicamente en el medio y largo plazo.»

[Ver Texto](#)

(13) En los Estados Unidos el enfoque contractualista que ha presidido tradicionalmente su Derecho de *corporations* ha permitido la creación de acciones con voto múltiple con relativa facilidad. Es cierto, no obstante, que los inversores institucionales demandan la vigencia de la regla de la proporcionalidad en los mercados de capitales (véase al respecto la nota número 4 de Villacorta Hernández, Miguel Ángel (2022), op. cit., p. 48). Por otro lado, en los Estados Unidos el premio a la permanencia del accionista de las sociedades cotizadas también se ha considerado, si bien se ha relacionado no sólo con la recompensa del voto adicional o el dividendo mejorado, sino también con la posibilidad otorgada a los accionistas leales de presentar propuestas a la junta general o incluso de nombrar administradores (de nuevo, Villacorta Hernández, Miguel Ángel (2022), op. cit., p. 51, nota 14, quien cita varias reglas en tal sentido de la *Securities Exchange Commission* —SEC—). En cualquier caso, las *loyalty shares* son aceptadas por el NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) y el NYSE (*New York Stock Exchange*).

[Ver Texto](#)

(14) Con la *Loi Monroy*, Ley de 13 de julio de 1978, de orientación el ahorro a la financiación de las empresas, se introdujeron con carácter general en el Derecho francés las *actions a dividendo prioritaire sans droit de vote*. En la actualidad el *Code de Commerce* permite que las sociedades no cotizadas puedan poseer

acciones sin voto hasta el 50 por ciento del capital social, siendo el límite hasta el 25 por ciento en el caso de las cotizadas. Las acciones de voto plural no se permiten.

[Ver Texto](#)

- (15) Al respecto de tales críticas puede consultarse la bibliografía francesa dispuesta en la nota 44 por Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., p. 169. Y para consultar sobre las posibles consecuencias de la implantación de un sistema como el francés, véase Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), pp. 96 y ss.

[Ver Texto](#)

- (16) García de Enterría, Javier (2021), op. cit., recuerda como hecho interesante que en Italia se decidió regular la figura de las acciones de lealtad después de que FIAT se mudara a Holanda, con el fin de poder preservar el control de la familia *Agnelli* mediante un sistema de voto reforzado. En la actualidad, desde que en 2015 el voto adicional fue adoptado por una primera compañía, en Italia ya existen más de 60 sociedades que lo han incorporado, aunque lo habitual es que haya sido el accionista de control el que fuerce su creación, dice el mismo autor.

[Ver Texto](#)

- (17) No obstante, a diferencia de nuestro ordenamiento jurídico, el Derecho italiano permite que las sociedades no cotizadas puedan emitir acciones de voto plural en un porcentaje no superior al cincuenta por ciento del capital social, dotadas de un voto superior a la unidad y hasta un máximo de tres (artículo 2351 del *Codice Civile*), para que puedan actuar bien para cualquier asunto de competencia de la asamblea o limitado el voto múltiple a determinados asuntos, o bien sometido al cumplimiento de determinadas condiciones. Y por supuesto, se reconocen las acciones sin derecho de voto, con un dividendo mayor que el atribuido a las ordinarias, surgidas ya en el año 1974 con el nombre de *azioni di risparmio* con la finalidad de combatir el absentismo de los accionistas.

[Ver Texto](#)

- (18) En todo caso, ni en Francia ni en Italia los resultados derivados del uso de las acciones de lealtad por las sociedades cotizadas que así lo han decidido han sido especialmente buenos, al no haber tenido excesivo éxito en su utilización, por lo que en ninguno de esos dos países se ha logrado plenamente el objetivo de estabilizar el mercado y controlar las inversiones cortoplacistas.

[Ver Texto](#)

- (19) Recodemos que en los Estados Unidos de América el premio a la permanencia del accionista de las sociedades cotizadas se ha vinculado no sólo con la recompensa del voto adicional o el dividendo mejorado, sino también con la posibilidad otorgada a los accionistas leales de presentar propuestas a la junta general o incluso de nombrar administradores.

[Ver Texto](#)

- (20) Así, Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), op. cit., p. 93. 1

[Ver Texto](#)

- (21) En el mismo sentido, Blanco Pérez, José.Luis (2022), op. cit., p.10, dice que «*las acciones de lealtad (...) no son una suerte de acciones privilegiadas, sino un instrumento que se enmarca dentro de lo que podríamos denominar políticas de fidelización, que se traducen en la atribución por la sociedad de ciertas ventajas en la posición jurídica del accionista beneficiario (dividendos adicionales, incentivos fiscales o derechos de voto adicionales)*».

[Ver Texto](#)

- (22) Con tono crítico se ha dicho que «*ello significa que las lealtades pasadas no ocupan ni preocupan al legislador, sino que la atención se centra, única y exclusivamente, en las futuras*»; así, Fernández Torres, Isabel (2021), op. cit. Lo cierto, decimos nosotros, es que en el Derecho comparado y en las discusiones en el seno de la UE la tenencia durante un período más o menos largo de la titularidad de las acciones ha sido la base sobre la que se ha aposentado la figura de las acciones de lealtad y de otras posibles herramientas adicionales concebidas para premiar la fidelidad.

[Ver Texto](#)

- (23) Como por ejemplo se dispone en el artículo 127 quinquies del *Testo Único della Finanza* que reza, en su apartado primero, que «*Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non*

Ver Texto

- (24) Francia e Italia, jurisdicciones que han sido tomadas como modelo para la regulación de las acciones de lealtad en España, además de la concesión del voto adicional para los accionistas leales han establecido también una recompensa de naturaleza económica: el dividendo mejorado.

Así el artículo L 232-14 del *Code de Commerce* crea el *dividendo majoré* o *prime de fidelité* en el año 1994, cuando el legislador, para evitar dudas sobre su validez dado que la práctica de los negocios ya había incorporado la figura, la disciplinó, estableciendo su operatividad no sólo para las sociedades cotizadas, y siendo necesaria, a diferencia de las acciones de lealtad, la correspondiente previsión estatutaria (*opt-in*) adoptada con mayorías reforzadas. La normativa establece que podrá otorgarse un dividendo adicional a aquellas acciones de las que sea titular un mismo socio durante al menos dos años, dispone a tal fin límites cuantitativos del 10 por ciento de los dividendos ordinarios y que en las cotizadas los accionistas podrán poseer un número de acciones con dividendo mejorado que no supere el 0'5 por ciento del capital social.

En Italia se introdujo la figura del *dividendo maggiorato* en 2010, en el artículo 127 quater del *Testo Único della Finanza*, también mediante previsión estatutaria (*opt-in*) aprobada con mayoría reforzada, para acciones de las que su titular conserve su tenencia en este caso al menos un año, aunque sólo para las sociedades cotizadas. Con clara influencia de la legislación francesa, también se prevén límites cuantitativos del 10 por ciento de los dividendos ordinarios y que los accionistas podrán poseer un número de acciones con dividendo mejorado que no supere el 0'5 por ciento del capital social. El apartado segundo del artículo 127 quater establece además que los accionistas de control no pueden disponer de este privilegio.

Vemos pues como las regulaciones francesa e italiana son muy similares, y que la española se ha alejado de ellas en este punto relativo a otras herramientas adicionales de recompensa a la lealtad de los accionistas. Y resulta muy interesante destacar, como hemos visto, que la posibilidad de disfrutar del dividendo mejorado se limita en aquellos países a los accionistas no significativos, lo que debería de animar a que los accionistas externos conservasen sus acciones a medio y largo plazo; así ha ocurrido por ejemplo con la compañía francesa Air Liquide que, según Villacorta Hernández, Miguel Ángel (2022), op. cit., p. 55, nota 26, contando tal entidad con el dividendo mejorado, mantuvo entre los años 2004 y 2014 en torno al cuarenta por ciento de su capital social en manos de accionistas minoritarios. Sin embargo, en Francia la utilización del dividendo mejorado también ha tenido escaso éxito, limitándose su existencia a unas pocas sociedades cotizadas, eso sí, muy relevantes (L'Oreal, GDF Suez, Air Liquide y algunas pocas más).

Ver Texto

- (25) En tal sentido, Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., pp. 171 y 172 o Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), op. cit., p. 95.

Principio de autonomía de la voluntad que estimamos, también permitiría, por ejemplo, el que en los estatutos sociales de la concreta sociedad cotizada se estableciesen acciones de lealtad admitidas sólo para la adopción de determinados acuerdos (así, Fernández Torres, Isabel (2021), op. cit. o Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., p. 174), o que, dada la particular concepción del voto en las sociedades de responsabilidad limitada, se admitan en estas sociedades las participaciones de lealtad, como un mecanismo de control válido en favor de los socios fundadores en el ámbito de una *start-up* o en el caso de determinados grupos familiares en sede de la empresa familiar (expresamente, en «Las acciones de lealtad: un mecanismo para privilegiar al accionista», <https://www.businessinsider.es/acciones-lealtad-mecanismo-privilegiar-accionista-500303>, publicado el 27/09/2019).

Ver Texto

- (26) Por supuesto, con mayor razón, resulta imposible la posibilidad de establecer una cláusula estatutaria que establezca un voto adicional superior al doble prescrito legalmente, por razones evidentes vinculadas a la concepción jurídica de la figura de las acciones de lealtad como una excepción al principio de proporcionalidad entre la participación en el capital social y el derecho de voto. En relación a esto, resulta interesante el trabajo de Palá Laguna, Reyes (2020), «Recurso a las acciones de lealtad por motivos espurios y abuso de derecho: reflexiones a propósito del caso Mediaset», Gómez-Acebo & Pombo, https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2020/12/Recurso_acciones_de_lealtad.pdf

Ver Texto

- (27) Por el contrario, en la sociedad de responsabilidad limitada la regla de proporcionalidad entre participación en el capital social y derecho de voto tiene carácter dispositivo, y los estatutos en consecuencia tienen libertad para servirse de otros criterios de atribución de los derechos de voto (voto plural, voto por cabezas, etc.). Así lo permite el artículo 96.2 LSC.

- (28) Estas limitaciones son también conocidas como «cláusulas de blindaje», y con ellas la vigencia del principio de proporcionalidad entre el capital social y el poder de voto se da únicamente hasta el límite máximo establecido de votos a emitir. Esta figura siempre ha estado cuestionada, hasta el punto de que, en su Recomendación 1ª, el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas las desaconseja. «*En la práctica las siguen empleando unas pocas sociedades cotizadas con el fin —por lo general vergonzante e inconfesado— de dificultar la formación de paquetes significativos y de limitar la capacidad de influencia de quienes los adquieran*», escribe García de Enterría, Javier (2021), op. cit.

Ver Texto

- (29) «*Como excepción a lo previsto en los artículos 96.2 y 188.2 (...)*»

Ver Texto

- (30) Con las acciones sin voto se ha pretendido dar una solución compensatoria al habitual fenómeno del absentismo del socio en determinados tipos de sociedades de accionariado difuso, con las limitaciones estatutarias del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista se pretende dificultar la formación de paquetes de acciones significativos que otorguen a un socio un excesivo poder en la entidad y con las acciones de lealtad, como ya hemos dicho muchas veces, favorecer la estabilidad accionarial evitando intereses cortoplacistas que en nada ayudan a la buena gestión de la sociedad cotizada.

Ver Texto

- (31) El propio artículo 527 ter, apartado 4, LSC, dispone con un afán clarificador innecesario, pero que tiene el efecto positivo de evitar toda posible duda interpretativa, que «*Las acciones con voto doble por lealtad no constituirán una clase separada de acciones en el sentido del artículo 94*». Como es lógico, ello tiene consecuencias importantes, pues no resultará de aplicación la normativa de protección de los titulares de clases de acciones que la LSC dispone, consistente en que los acuerdos que afecten a la clase precisan de su aprobación en junta especial integrada por los titulares de acciones de la clase en cuestión.

Una previsión idéntica realiza el legislador italiano en el artículo 127 quinquies.5 del *Testo Único della Finanza*: «*Le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile*».

Ver Texto

- (32) Así, Campuzano Laguillo, Ana Belén (2000), *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Madrid, Civitas, p. 182.

Ver Texto

- (33) Por las mismas razones de naturaleza subjetiva tampoco se estaría ante una clase de acciones en sentido técnico en el caso de que se decidiese por una concreta entidad otorgar un dividendo mejorado a los accionistas considerados leales por cumplir con las condiciones prueba de su fidelidad, lo que ya apuntamos consideramos posible. En tal sentido, Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., p. 172. En contra, Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), op. cit., p. 95, para quienes el establecimiento de un dividendo mejorado a los socios leales mediante la correspondiente previsión estatutaria, cosa que admiten, necesariamente exigiría la creación de una clase de acciones privilegiadas. En el Derecho italiano, por dar un ejemplo de normativa que ha considerado expresamente la cuestión, el artículo 127 quater, apartado cuatro, del *Testo Único della Finanza*, dedicado a la *maggiorazione del dividendo*, dice expresamente que «*Le azioni a cui si applicano i benefici indicati nel comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile*».

Ver Texto

- (34) En palabras de García de Enterría, Javier (2021), op. cit., «*las acciones de lealtad (...) de alguna forma se presentan como el reverso de las limitaciones del número máximo de votos*».

Ver Texto

- (35) Esto ha sido destacado por García de Enterría, Javier (2021), op. cit., quien habla entonces de un voto «*variable y elástico*», y de que esto no es algo baladí, pues puede tener consecuencias importantes en la operativa de las cotizadas.

Ver Texto

- (36) «*La crisis financiera surgida en 2008 se produjo, entre otros factores, por tener una visión cortoplacista de la economía, pues el modelo de crecimiento económico anterior a ese año se aposentaba en la necesidad*

de generar beneficios en el corto plazo, dando así lugar a un tipo de negocio arriesgado y excesivamente endeudado. Según numerosos estudios, las políticas de inversión cortoplacistas no sólo afectan a la sostenibilidad y rentabilidad de las empresas individualmente consideradas, sino que también pueden generar riesgos relevantes para la estabilidad de los mercados de capitales y la economía.», dice el Preámbulo de la Ley 5/2021, de 12 de abril.

Ver Texto

(37) Literalmente, Blanco Pérez, José Luis (2022), op. cit., p.8

Ver Texto

(38) Véase al respecto, Gutiérrez Urriaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), op. cit., p. 94.

Ver Texto

(39) Recordemos como en Italia se decidió regular la figura de las acciones de lealtad después de que FIAT se mudara a Holanda con el fin de poder preservar el control de la familia *Agnelli* mediante un sistema de voto reforzado. O la proyectada fusión de *Mediaset Italia* y *Mediaset España*, que se concretaba a través de la creación de una sociedad holandesa denominada *Media for Europe* (MFE) en la que se reconocían acciones de lealtad, particular blindaje que beneficiaba notablemente al principal accionista de la compañía.

Ver Texto

(40) El motivo fundamental, aunque no el único, que lleva a una sociedad anónima a cotizar en bolsa es el de conseguir una posición más competitiva en el mercado, al poner sus activos financieros a disposición de un conjunto de inversores que pueden negociar con los mismos. Frente a la sociedad, inversores, clientes y proveedores la entidad cotizada presenta una imagen de mayor solvencia, reconocimiento y confianza. Sobre las funciones de la Bolsa, puede consultarse el breve y claro documento siguiente: <https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Guia-para-Salir-a-Bolsa-2022.pdf>

Ver Texto

(41) En tal sentido, Gutiérrez Urriaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), op. cit., p. 94, nota 6, citan a Reddy, quien señala que la falta de acciones de voto doble no facilita a las *starts-up* inglesas salir a bolsa en el mercado londinense (London Stock Exchange —LSE—), por lo que estas empresas acaban siendo compradas por inversores o competidores extranjeros.

Ver Texto

(42) Así, Fernández Torres, Isabel (2021), op. cit., quien considera tal régimen «especial» un acierto.

Ver Texto

(43) En tal sentido, véase Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., pp. 173 y 174, quien recuerda que durante la tramitación legislativa se destacó la necesidad de establecer un plazo máximo, de lo que el legislador ha hecho caso omiso, a pesar de que en otras jurisdicciones de nuestro entorno se dispone.

Ver Texto

(44) Como, por ejemplo, el método de emitir acciones de lealtad a través de un procedimiento de salida a bolsa, como se hace en los Estados Unidos de América con las acciones de voto múltiple; este método es más respetuoso con las posiciones de los accionistas minoritarios, pues conocerían a través de la información suministrada al mercado las condiciones de la salida a bolsa antes de adquirir las acciones; véase, a tales efectos, Gutiérrez Urriaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), op. cit., pp. 101 y 102.

Gurrea Martínez, Aurelio (2019), «Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas», en Blog, Derecho Civil y Mercantil, Mercantil, Sociedades, publicado el 13 de junio de 2019, contrario al reconocimiento en nuestro Derecho de las acciones de lealtad, consideraba sin embargo que *«de permitirse este tipo de acciones, debería hacerse —como ocurre en otros países con las acciones con voto múltiple— para las sociedades no cotizadas que quieran salir a bolsa (...) en el contexto de una sociedad no cotizada que pretenda salir a bolsa, los socios de control tendrían poderosos incentivos para adoptar acciones de lealtad sólo si creen que resultará en interés de todos los accionistas (de lo contrario, se arriesgarían a un fracaso de la salida a bolsa, que sería un escenario gravemente perjudicial para sus intereses)»*.

Ver Texto

(45) Gutiérrez Urriaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), op. cit., p. 102, precisan para esta situación que

«Naturalmente, las consecuencias de esta decisión tendrán distinto impacto en los intereses de los socios minoritarios dependiendo de si la empresa está en crecimiento y en mercados competitivos, con potencial de suponer valor importante para los minoritarios (como es, tal vez, el caso de las tecnológicas), o si, por el contrario, se trata de empresas maduras y con tasas más altas de beneficios privados del control. En este último caso, el abaratamiento del control, como hemos visto, aumentaría la probabilidad de expropiación de los socios minoritarios en manos de los socios de control, lo que implicaría un grave riesgo para los inversores externos».

Ver Texto

- (46) El artículo 527 quinquies LSC sobre Cómputo del voto por lealtad, establece en su apartado primero, que *«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 del cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos»*. El subrayado es nuestro.

Ver Texto

- (47) Así, Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., p. 174, quien dice que la normativa no parece impedirlo.

Ver Texto

- (48) Así, Palá Laguna, Reyes (2020), op. cit.

Ver Texto

- (49) Véase, al respecto, Palá Laguna, Reyes (2020), op. cit.

Ver Texto

- (50) Lo apunto porque no ha faltado quien haya hablado de *«redacción un tanto farragosa»* (así, Fernández Torres, Isabel (2021), op. cit), o *«confusa»* (señala García Valdecasas, José Ángel (2019), *«Sobre las futuras acciones de lealtad en la legislación española: críticas a su posible introducción»*, *Notarios y Registradores*, en <https://www.notariosyregistradores.com/web/secciones/oficina-mercantil/estudios-o-m/acciones-de-lealtad-critica-a-su-posible-introduccion-en-espana/>, publicado el 16/09/2019), pues no se habría distinguido entre una primera y una segunda convocatoria.

Ver Texto

- (51) Como se ha apuntado, *«otras maneras de tutelar los derechos de los socios minoritarios afectados por la adopción de las acciones de lealtad, como el derecho de separación o el acuerdo separado de la clase de acciones, resultan, por distintas razones, difíciles de articular en este caso»*; en tal sentido, Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), op. cit., p. 102.

Ver Texto

- (52) Así lo dice García Valdecasas, José Ángel (2019), op. cit., quien escribe que *«la experiencia nos dice que las cotizadas alcanzan ese quorum de asistencia en segunda convocatoria con relativa facilidad y por tanto, una vez conseguida la válida constitución de la junta, no le será a la mayoría excesivamente difícil convencer al accionariado de la conveniencia de la medida como forma de atraer nuevos accionistas o como forma de que los actuales permanezcan en la sociedad (...) No obstante, se permite que los estatutos eleven este quorum, tanto de asistencia como de votación (Art. 527 quater), pero ello será si la junta general quiere establecer mayores cortapisas a la creación de este tipo de acciones, en un momento en que quizás ni la propia sociedad sabe si le interesará o no crearlas»*.

Ver Texto

- (53) Por García-Cruces Gonzalez, José Antonio (2021), *Derecho de sociedades mercantiles*, Valencia, Tirant lo Blanch, p. 551.

Ver Texto

- (54) Sobre la cuestión, véase Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), op. cit., pp. 102 y ss.

Ver Texto

- (55) Así, García-Cruces Gonzalez, José Antonio (2021), ob. cit., p. 551.

Ver Texto

- (56) mayoría absoluta (cincuenta por ciento más uno) cuando el quórum asistencia del capital suscrito con

derecho a voto sea del cincuenta por ciento o más, o mayoría de dos tercios cuando el quórum de asistencia sea de entre el veinticinco y el cincuenta.

Ver Texto

(57) Así lo defiende Fernández Torres, Isabel (2021), op. cit.

Ver Texto

(58) Algo esto compartido por Fernández Torres, Isabel (2021), op. cit.

Ver Texto

(59) Así, García-Cruces Gonzalez, José Antonio (2021), ob. cit., p. 549.

Ver Texto

(60) Así lo entiende Fernández Torres, Isabel (2021), op. cit.

Ver Texto

(61) Incluso podríamos preguntarnos, coincidiendo con algún comentarista, por qué no se ha utilizado para certificar la permanencia de un accionista durante el plazo requerido la propia institución del registro contable que de forma constitutiva regula la suscripción o adquisición de las anotaciones en cuenta representativas de las cotizadas, lo que habría evitado costes y supuesto el aprovechamiento inteligente de una figura ya existente, que podría perfectamente haber asumido la nueva función creada con la implementación de las acciones de lealtad; así lo señala García Valdecasas, José Ángel (2019), op. cit.

Ver Texto

(62) La alusión del precepto al accionista «privilegiado» con el voto doble ha sido considerada por algún comentarista como una *«denominación errónea por asemejarse a una clase de acciones con privilegios»* (así, Villacorta Hernández, Miguel Ángel (2022), op. cit., p. 60). Pensamos que, aunque no le falte algo de razón pues el adjetivo «privilegiado» habitualmente ha estado ligado a la operatividad de las «clases de acciones», en puridad no hay un error en la utilización del término, pues realmente el accionista beneficiado por el voto doble es un «privilegiado». En definitiva, hay que entender la expresión en el contexto en el que se ha realizado y no buscarle otro sentido o razón.

Ver Texto

(63) García-Cruces Gonzalez, José Antonio (2021), ob. cit., p. 550, apunta con buen criterio que *«la extensión material de la ventaja va más allá de lo que simplemente pudiera sugerir la terminología legal»*.

Ver Texto

(64) Literalmente, García Valdecasas, José Ángel (2019), op. cit.

Ver Texto

(65) Así lo señala García Valdecasas, José Ángel (2019), op. cit.

Ver Texto

(66) A tales efectos se ha promulgado la Circular 2/2022, de 26 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas, de operaciones del emisor sobre acciones propias, y creadores de mercado, publicada en el «BOE» núm. 136, de 8 de junio de 2022, en cuyo Preámbulo recuerda que al incorporar la Ley 5/2021, de 12 de abril a nuestro derecho societario las denominadas «acciones con voto por lealtad» estos derechos de voto doble por lealtad deben tenerse en cuenta a efectos de la obligación de comunicación de participaciones significativas, lo cual hace necesario modificar el modelo I de notificación de participaciones significativas de la Circular 8/2015, de 22 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que resulta sustituida por la recién aprobada.

Ver Texto

(67) Véase <https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Guia-para-Salir-a-Bolsa-2022.pdf>.

Ver Texto

(68) Realiza esta clasificación Fernández Torres, Isabel (2021), op. cit.

- (69)** Téngase en cuenta, a estos efectos, que el artículo 527 septies, apartado 6, dispone que 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.

Ver Texto

- (70)** El precepto concluye estableciendo que 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 a la CNMV, lo que no se ha producido.

Ver Texto

- (71)** En tal sentido, García-Cruces González, José Antonio (2021), ob. cit., p. 549.

Ver Texto

- (72)** Expresión utilizada por García de Enterría, Javier (2021), op. cit.

Ver Texto

- (73)** No obstante, para esta excepción el legislador ha establecido un régimen particular en los supuestos en los que el transmitente sea un accionista de control, debiendo, de darse ese caso, someterse a votación la condición de accionista con voto doble en los términos que se determinen estatutariamente. En suma, cuando quien transmita las acciones de lealtad, a través de las vías dispuestas en el precepto (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) sea un accionista de control, la excepción que dispone que el voto doble por lealtad beneficiará también al adquirente del número de acciones al que esté asociado el voto doble no funcionará automáticamente, imponiendo la LSC que se someta a votación, entendemos, la perpetuación, o no, del voto doble al adquirente, en los términos que los estatutos dispongan.

Esta previsión legal genera bastantes dudas interpretativas, por su escueta redacción, poco o nada clara. Parece que lo que se quiere decir es que cada vez que se dé un supuesto de transmisión en el que el transmitente de las acciones de lealtad sea accionista de control se vote, en el modo dispuesto por los estatutos, si el adquirente disfrutará del voto doble de las acciones adquiridas, o sin embargo no. Consideramos que el accionista de control que procede a la transmisión en virtud de las causas mencionadas tendría el derecho de participar en esa votación referida y además de utilizar su voto doble adicional, salvo que los estatutos hubiesen dispuesto otra cosa.

Ver Texto

- (74)** Es decir, el adquirente ya no podría volver a hacer lo mismo con sus acciones de lealtad, con todas ellas, habiendo sido ya suficientemente premiado con haber podido adquirir, porque le interesaba, el paquete accionarial del anterior transmitente conservando el voto doble.

Ver Texto

- (75)** Recordemos que según el artículo 128 LMV quedará obligado a formular a precio equitativo una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones quien alcance el control en una cotizada, disponiendo a su vez el artículo 131.1 LMV que una persona tiene el control cuando alcance directa o indirectamente un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento.

Ver Texto

- (76)** Literalmente, Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., p. 180.

Ver Texto

- (77)** García de Enterría, Javier (2021), op. cit., quien recordemos habla de un voto «*variable y elástico*», señala ejemplos al respecto focalizando en la OPA, y así escribe que como consecuencia de ese carácter variable y elástico del voto «*los derechos de voto dobles por lealtad han de tenerse en cuenta en todo caso a efectos tanto de la obligación legal de formular una OPA como del deber de comunicación de participaciones significativas que rigen en las sociedades cotizadas (art. 527 quinquies.2 LSC). Porque con las acciones de lealtad el número de derechos de voto de un accionista, y por extensión sus obligaciones bajo ambos regímenes, dependerán no solo de las compras o ventas de acciones que voluntariamente realice, sino también de otras circunstancias ajenas a su control, como sería en particular la atribución o pérdida de*

votos dobles por los demás accionistas de la sociedad. En materia de OPAs, por ejemplo, la consecuencia es que tendrá que formular una OPA obligatoria quien adquiriera una participación inferior al 30% del capital, pero supere este porcentaje de los derechos de voto por disponer de votos dobles, o que por el contrario pueda eludir la OPA el accionista que supere la barrera del 30% del capital cuando sin embargo disponga de un porcentaje inferior de los derechos de voto, por la existencia de otros socios con votos dobles por lealtad».

[Ver Texto](#)

(78) En tal sentido, Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., p. 180.

[Ver Texto](#)

(79) Lo que hace que, por ejemplo, Fernández Torres, Isabel (2021), op. cit. abogue por dedicar una mayor reflexión a la cuestión de la coordinación entre los regímenes de las acciones de lealtad y de OPAs, lo que probablemente exigiría de un mayor desarrollo normativo.

[Ver Texto](#)

(80) Contrariamente a la CNMV, que como ya dijimos siempre se mostró a favor de la introducción en nuestro Derecho de las acciones de lealtad, el Banco de España vio más inconvenientes que ventajas en la aplicación a la banca de tales acciones, pues era de la opinión de que, dadas sus posibles implicaciones en el contexto de recapitalización, dichas acciones podrían dificultar la entrada de nuevos accionistas si ello fuera necesario.

[Ver Texto](#)

(81) País que las creó (contexto de producción) y que ha constituido el modelo de referencia para las restantes jurisdicciones que las han acogido (contextos de recepción).

[Ver Texto](#)

(82) Ya antes de la promulgación de la reforma se presentaba como uno de los grandes objetivos de la futura nueva legislación sobre las acciones de lealtad dificultar la toma de control de las grandes compañías cotizadas europeas por fondos internacionales oponiéndoles bloques de acciones minoritarios titulares de tales acciones. Aunque por los detractores de la figura de las acciones de lealtad eso también ha sido visto como un impedimento a la inversión extranjera.

[Ver Texto](#)

(83) Recordemos otra vez el caso de Fiat en Italia, que con su cambio de sede a Holanda forzó la introducción de las acciones de lealtad en aquel país.

[Ver Texto](#)

(84) Reproducimos la expresión de Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), p. 94.

[Ver Texto](#)

(85) La doctrina menciona medios como las participaciones cruzadas, las estructuras piramidales, etc.; así, Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), p. 94, Blanco Pérez, José.Luis (2022), op. cit., p. 35 o Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., p. 183.

[Ver Texto](#)

(86) Para una exposición de las ventajas de las acciones de lealtad, puede consultarse, por ejemplo, Blanco Pérez, José Luis (2022), op. cit., pp. 33 a 35, Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., pp. 182 y 183 o Villacorta Hernández, Miguel Ángel (2022), op. cit., pp. 65 a 67.

[Ver Texto](#)

(87) Así, véase Blanco Pérez, José Luis (2022), op. cit., pp. 35 y 36, Villacorta Hernández, Miguel Ángel (2022), op. cit., p. 68 o Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., p. 185.

[Ver Texto](#)

(88) Así, Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), p. 94.

[Ver Texto](#)

(89) Lo afirma, Arroyo Vendrell, Tatiana (2022), op. cit., p. 184.

Ver Texto

(90) Como se ha recordado, la «apatía o pasividad racional» *«se produce cuando el coste que tiene para el accionista conseguir o analizar la información societaria para emitir su voto de forma fundamentada es superior a los beneficios que de ello se extraen, tanto más cuando su capacidad de influencia en la sociedad es muy reducida»*, recuerda Villacorta Hernández, Miguel Ángel (2022), op. cit., p. 70, quien también señala, siguiendo a Gurrea Martínez, Aurelio (2019), op. cit., que las tres razones que provocan esa apatía en los accionistas minoritarios son: su participación escasa, el que estén diversificados y los elevados costes para coordinarse con otros accionistas, todo lo cual dificulta que sus decisiones sean influyentes.

Ver Texto

(91) Así, García-Cruces González, José Antonio (2021), ob. cit., p. 548, nota 137.

Ver Texto

(92) Literalmente, García de Enterría, Javier (2021), op. cit.

Ver Texto

(93) Literalmente, Gutiérrez Urtiaga, María y Sáez Lacave, Maribel (2020), p. 94.

Ver Texto

(94) Así, García-Cruces González, José Antonio (2021), ob. cit., p. 548, nota 137.

Recordemos además que se ha destacado por la doctrina española que la demostración de la abusividad del acuerdo social de adopción de las acciones de lealtad vía artículo 204.1 LSC no resultará nunca nada fácil, teniendo en cuenta que dicho acuerdo social se adopta por mayorías muy reforzadas, que todos los accionistas pueden optar al voto doble adicional cumplidos los requisitos exigidos y que la finalidad de combatir el cortoplacismo e incentivar la estabilidad del socio en la entidad es sin duda una «necesidad razonable» que se presenta siempre como muy atractiva para el buen funcionamiento de la sociedad (así, véase Palá Laguna, Reyes (2020), «Recurso a las acciones de lealtad por motivos espurios y abuso de derecho: reflexiones a propósito del caso Mediaset», Gómez-Acebo & Pombo, https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2020/12/Recurso_acciones_de_lealtad.pdf).

Ver Texto

(95) Todas estas críticas a las acciones de lealtad proyectadas ya fueron apuntadas por Gurrea Martínez, Aurelio (2019), op. cit., y le hicieron escribir que *«el legislador no debería permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas, al no resultar necesarias ni eficaces para el cumplimiento de los fines que pretende el Gobierno, y, además, generar diversos perjuicios para el atractivo de las empresas y el mercado de valores en España»*.

Ver Texto

(96) Precisamente algún autor ha calificado la figura de las acciones de lealtad como una medida inútil, dada la «apatía racional» de los minoritarios, y considera que el establecimiento de un «dividendo mejorado» como instrumento de fidelización habría sido mejor solución (así, García-Cruces González, José Antonio (2021), ob. cit., p. 548, nota 137). Otros, por su parte, contrarios radicalmente a la introducción de las acciones de lealtad para las cotizadas españolas, consideran que el disponer «incentivos fiscales» a la permanencia del accionista en la entidad sería algo mucho más atinado que el premio del voto doble adicional (así, Gurrea Martínez, Aurelio (2019), op. cit.).

Ver Texto

(97) Antes de la aprobación de la Ley 5/2021 que las introdujo en Derecho español, algún autor consideró que, de llegar a ser una realidad, sería razonable disponer en la regulación de las acciones de lealtad la obligación de limitar de forma simultánea a su creación el número máximo de votos que un mismo accionista puede emitir, para evitar de esta forma el dominio de los grupos de control (así, García Valdecasas, José Ángel (2019), op. cit.).

Ver Texto

(98) Grenergy, empresa de renovables, fue la primera empresa cotizada del mercado español, y hasta ahora la única, que ha incorporado las acciones de lealtad en acuerdo social modificativo de los estatutos adoptado el 29 de junio de 2021, en primera convocatoria. Como decíamos, una incorporación que tenía toda la

seguridad para producirse, ya que el principal accionista y fundador de la compañía, David Ruiz de Andrés, poseía prácticamente un 60 por ciento del capital social.

En el Informe que formuló el consejo de administración de Grenergy Renovables, S.A. justificativo de la modificación de estatutos sociales a que se refería el punto quinto del orden del día de la junta general ordinaria de accionistas convocada para el día 29 de junio de 2021 en primera convocatoria, se decía:

«Las razones principales que apoyan la propuesta parten del estado en que se encuentra la compañía y la estructura de su capital. Grenergy es una sociedad en pleno crecimiento, con aumentos muy relevantes cada año del importe neto de la cifra de negocios, del Ebtida y de los beneficios. Estos crecimientos se basan en una estrategia de la compañía que se viene dando desde su fundación, estrategia diseñada y apoyada por su accionista mayoritario. Además, el negocio que desarrolla es muy exigente en los requerimientos de capital pues la Sociedad debe acompañar el crecimiento con importantes inversiones. Esto aconseja tener la compañía en disposición de realizar operaciones de ampliación de capital u otras operaciones corporativas que le ayuden al crecimiento, manteniendo los elementos que hasta el momento han contribuido a ese crecimiento. El Consejo de Administración considera, en consecuencia, que la adopción de las acciones de lealtad favorecerá esas operaciones corporativas y contribuirá a una mayor predisposición del accionista mayoritario a su dilución en el capital, y al mismo tiempo asegurará la línea de crecimiento que ha seguido hasta el momento. Esta razón es la que principalmente ha llevado y sigue llevando a las compañías a incluir el mecanismo de las acciones de lealtad en los países en los que este instrumento se ha previsto legalmente con resultados generalmente satisfactorios».

Los estatutos de Grenergy incluyen desde entonces un nuevo artículo 9.bis, intitulado «Voto adicional doble por lealtad», con el siguiente contenido:

1.— Se establece el voto doble por lealtad de las acciones conforme a lo establecido en la Ley de Sociedades de Capital.

De esta forma, se confiere un voto doble a cada acción de la que sea titular un mismo accionista durante dos años consecutivos ininterrumpidos desde la fecha de inscripción en el libro registro especial creado al efecto conforme a lo establecido en la Ley de Sociedades de Capital.

2.— Las acciones con voto doble por lealtad no constituirán una clase separada de acciones en el sentido del artículo 94 de la Ley de Sociedades de Capital.

3.— El voto doble por lealtad se tendrá en cuenta a efectos de determinar el quorum de las juntas de accionistas y del cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de los acuerdos.

En la lista de asistentes se hará constar, junto al carácter o representación de cada accionista, el número de acciones con que concurran y el número de votos que correspondan a dichas acciones.

4.— 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.

5.— El voto doble por lealtad se extinguirá como consecuencia de la cesión o transmisión, directa o 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, salvo en los casos establecidos en la Ley en las que este voto doble pueda beneficiar al adquirente.

6.— Se estará a lo establecido en la Ley de Sociedades de Capital en todo lo no regulado en este artículo en relación con el voto doble por lealtad.

Ver Texto