



Universidad de Valladolid

Facultad de Derecho

Grado en Derecho

Las acciones de lealtad

Presentado por:

David Sordo Iribarren

Tutelado por:

María del Mar Bustillo Saiz

Valladolid, 30 de junio de 2021

LAS ACCIONES DE LEALTAD

RESUMEN:

En los últimos años hemos podido venir constatando un cambio en la tendencia especulativa de los inversores, los cuales ahora tratan de buscar un beneficio puramente económico en detrimento del crecimiento a largo plazo y la sostenibilidad de la sociedad.

Con motivo de ello los ordenamientos jurídicos de determinados países –siendo España el más reciente y el que merece nuestra atención– han buscado fórmulas para paliar esos efectos y reincorporar el fomento del accionariado en la marcha de la sociedad y con ello la creación de valor a largo plazo, siendo el mecanismo por excelencia las acciones de lealtad, también conocidas por loyalty shares, que van a suponer el eje vertebrador del presente trabajo.

En cualquier caso lo que persigue esta medida es a muy grandes rasgos conferir un derecho de doble voto a aquellos accionistas que hayan mantenido sus acciones inscritas durante un plazo mínimo de dos años. Cuestión distinta será ver si el encaje nacional de las acciones de lealtad está en confrontación con los principios configuradores de la sociedad, especialmente con la regla de una acción, un voto, que ha gozado de un amplio recorrido histórico y de muchos partidarios.

De esta manera en estas páginas vamos a tratar de dar un análisis exhaustivo de la regulación ofrecida por el legislador nacional, y buscar su justificación empírica en los ordenamientos que ya han abordado esta cuestión con anterioridad. En la misma línea se persigue hacer una valoración de su conveniencia económica y ver qué beneficios puede reportar en nuestro país, así como qué medidas serían necesarias en caso de que produzca algún menoscabo.

PALABRAS CLAVE:

Largoplacismo, valor, accionariado, periodo, proporcionalidad, voto, derecho, beneficio, gobierno corporativo, acciones de lealtad, sociedad cotizada.

ABSTRACT:

In recent years we have been able to observe a change in the speculative trend of investors, who are now trying to seek a purely economic benefit to the detriment of long-term growth and the sustainability of society.

For this reason, the legal systems of certain countries –Spain being the most recent and the one that deserves our attention– have sought formulas to mitigate these effects and reincorporate the promotion of shareholders in the running of society and with it the creation of value to long-term, the mechanism par excellence being loyalty actions, also known as loyalty shares, which will be the backbone of this work.

In any case, what this measure pursues is to confer a right very broadly to double vote to those shareholders who have kept their registered shares for a minimum period of two years. It will be a different question to see if the national fit of loyalty actions is in confrontation with the shaping principles of society, especially with the rule of one action, one vote, which has enjoyed a long history and many supporters.

In this way, in these pages we are going to try to give an exhaustive analysis of the regulation offered by the national legislator and seek its empirical justification in the legal systems that have already addressed this issue previously. Along the same lines, the aim is to assess its economic convenience and see what benefits it can bring in our country, as well as what measures would be necessary in the event of any impairment.

KEY WORDS:

Long-termism, value, shareholders, period, proportionality, vote, right, benefit, corporate governance, loyalty shares, listed company.

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN.

1.1 Propósito del trabajo

1.2 Contextualización del tema y justificación. Estado de la cuestión.

1.3 Metodología

1.4 Estructura.

II. CONCEPTO DE LAS ACCIONES DE LEALTAD Y SU IMPLICACIÓN PRÁCTICA.

2.1 Activismo especulativo y contexto social.

2.2 Introducción y breve aproximación al concepto de las loyalty shares.

2.3 Derecho de voto doble por lealtad, aproximación a la reforma de la ley de sociedades de capital

2.3.1 Características generales

2.3.2 El voto adicional por lealtad como excepción a las prohibiciones en materia de privilegio y derecho de voto

2.3.3 Naturaleza y finalidad.

2.4 La inscripción en el libro registro de socios.

2.4.1 El periodo mínimo de lealtad.

2.4.2 La inscripción en el Libro registro.

2.5 La incorporación a los estatutos sociales del voto doble por lealtad.

2.5.1 Mayorías necesarias para su aprobación.

2.5.2 El cómputo del voto por lealtad.

2.6 Derechos de voto dobles y régimen de las ofertas públicas de adquisición.

2.7 Especial mención al marco europeo: 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

2.8 Ventajas y desventajas de las loyalty shares en nuestro ordenamiento jurídico.

2.8.1 Efectos positivos de la incorporación de las loyalty shares

2.8.2 Efectos negativos de la incorporación de las loyalty shares.

3. NATURALEZA DE LA SOCIEDAD COTIZADA ESPAÑOLA.

3.1 Principio de proporcionalidad.

3.1.1. Estructura de voto y conflicto de intereses.

3.1.2. Estructura de voto y mercado de control societario.

3.1.3 Estructura de voto y decisiones financieras.

3.2 Mecanismos de desviación del principio de proporcionalidad.

3.3 Principio de igualdad de trato.

4. LAS ACCIONES DE LEALTAD EN EL DERECHO COMPARADO.

4.1 El doble voto en Francia: La Loi Florange.

4.2 El voto maggiorato o reforzado en Italia: El Decreto Competitività

5. CONCLUSIONES.

6. BIBLIOGRAFÍA.

1. INTRODUCCIÓN.

1.1 PROPÓSITO DEL TRABAJO

Tradicionalmente en nuestro sistema económico –concretamente dentro del Derecho Societario– se ha venido manifestando la imperatividad del principio de proporcionalidad, entendiéndolo como la relación directa que existe entre el capital aportado y el voto. No obstante, en los últimos años se ha fraguado el debate acerca de la conveniencia de desviarse de este principio, todo ello con el objetivo de asegurar una gestión empresarial más eficiente y eficaz, logrando con ello una participación más activa de los inversores. Los instrumentos o los medios que permiten alcanzar estos objetivos de desviación son los denominados “mecanismos de control”, y entre dichas medidas podemos apreciar: las limitaciones de las que goza el derecho al voto, las controvertidas acciones de voto múltiple (arts. 96.2 y 188.2 LSC) y las que más nos interesan, las acciones de lealtad.

Así en este trabajo lo que pretendemos hacer es analizar desde un punto de vista teórico-práctico, la inclusión de las loyalty shares en nuestro ordenamiento jurídico y estudiar la viabilidad y conveniencia de las mismas, así como determinar qué efectos pueden tener en las sociedades y cuál es el impacto que tienen en aras de frenar el cortoplacismo y fomentar la implicación a largo plazo.

1.2 CONTEXTUALIZACIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN. ESTADO DE LA CUESTIÓN.

Actualmente la tendencia de proporcionalidad entre el capital y el voto surgió y se propagó a raíz de una iniciativa de la Comisión Europea¹ que tuvo su posterior plasmación en la Directiva 2004/25/CE relativa a las ofertas públicas de adquisición², sin embargo, actualmente estamos experimentando una predisposición a eliminar o desviar este

¹ COMISIÓN EUROPEA, “Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids”, Bruselas, 2002, pp. 3 y ss.

² Directiva 2004/25/CE relativa a las ofertas públicas de adquisición. La Directiva introdujo la “regla de la neutralización” de los mecanismos de control

principio, siendo el principal argumento para ello el fomentar la implicación de los accionistas en la sociedad, y especialmente garantizar su permanencia en la empresa en el largo plazo, lo que llevaría aparejado una respuesta más efectiva y eficaz de la sociedad, permitiendo cumplir con unas políticas más sólidas tendentes al futuro. No obstante esta cuestión no es nueva, y ya se venía fraguando en la Unión Europea con el Plan de Acción de 2003 al señalar que la permanencia de los accionistas en una sociedad a largo plazo y su vinculación podría conseguirse mediante la introducción de las acciones de voto plural y en particular de las loyalty shares³, cuestión que en aquel momento pasó de largo, pero que asentará las bases para la posterior Directiva (UE) 2017/828 que como ya veremos fue la encargada de materializar esta realidad en nuestro ordenamiento jurídico.

Esta confrontación del principio de proporcionalidad tiene su reflejo tanto en la doctrina⁴, como en determinados países europeos, pues determinadas figuras abogan por mantener una postura más relajada, entendiendo que este principio tiene carácter dispositivo al estar por encima de mismo el principio de autonomía de la voluntad⁵, así es frecuente encontrarnos con determinados mecanismos que producen una disociación entre los derechos de propiedad y los de control que ostentan los accionistas, estos son los llamados CEM's –control enhancing mechanisms–, es decir, mecanismos de control reforzados. Es precisamente en este ámbito donde surge la idea de las loyalty shares, que se encargan de conferir un mayor derecho de voto siempre que se haya permanecido en la empresa por un periodo de tiempo ininterrumpido y que está fijado en los estatutos –como norma general será un periodo mínimo de dos años, ampliable estatutariamente, pero no puede ser inferior– que se conoce como loyalty period.

³ COMISIÓN EUROPEA, “Plan de acción: derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo. Comunicado de 12 de diciembre de 2012

⁴ Así, en Europa algunos autores mantienen una postura a favor del principio de proporcionalidad: PAJUSTE, A., “Determinants and consequences of the unification of dual-class shares”, ECB Working Paper, n. 465, 2005. Mientras que, otros mantienen la defensa de los mecanismos de desviación: GANDÍA, E., “El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Legge núm. 91, de 24 de junio”, *op. Cit.* p 189

⁵ FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017, *op cit.* pp. 24.

Así, si nos situamos en el panorama español actualmente la Ley de Sociedades de Capital contempla expresamente fórmulas encargadas de limitar el ejercicio del derecho al voto en las sociedades anónimas, cuestión distinta es la existencia de una figura que otorgue mayores derechos que a otros, de tal manera que en nuestro ordenamiento jurídico el art 96.2 LSC expresamente establece que no podrán emitirse acciones de qué forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia, precisamente por esto revisten tanta importancia y tanta controversia las acciones de lealtad, pues suponen un quebranto directo de este principio que nos vamos a encargar de analizar de forma exhaustiva.

1.3 METODOLOGÍA.

Para la elaboración del presente trabajo se ha tenido en cuenta determinados autores, tanto nacionales como extranjeros, que han abordado el tema de las acciones de lealtad desde un punto de vista económico-legislativo. Especialmente han sido de utilidad artículos realizados en revistas de cierta relevancia nacional tales como: “Revista de derecho bancario y bursátil” o “Revista del derecho de sociedades” etc., que persiguen recoger tanto los análisis como la opinión de la doctrina.

Pese a tratarse de un análisis legislativo, se ha intentado ofrecer una perspectiva empírica, tratando de determinar si nos encontramos ante una medida necesaria, o por el contrario, si constituye un menoscabo del derecho societario y en dicho caso tratar de ofrecer alternativas que hagan viable un sistema que fomente el largoplacismo, y que en cierta medida permita una creación de valor.

Para mayor precisión al tratarse de una medida de escasa duración en el ordenamiento jurídico español se ha atendido en gran medida a la legislación de otros sistemas cuya inclusión se dio con anterioridad, tal es el caso del derecho francés o el italiano, que si bien tendremos ocasión de analizar en los epígrafes siguientes.

De la misma manera para poder comprender el alcance directo de la inclusión de las acciones de lealtad, se ha tratado de ofrecer una visión generalista de los principios que integran la sociedad cotizada, y la desvirtuación de los mismos, a través de estudios e informes elaborados tanto por organismos oficiales como ajenos, con ello lo que se

persigue es dotar al trabajo de un enfoque empírico que refleje la realidad social imperante en la actualidad.

1.4 ESTRUCTURA

A la hora de realizar el presente trabajo hemos optado por enfocarlo desde tres grandes puntos, así nos vamos a encontrar con:

- Concepto de las acciones de lealtad. Aquí hemos querido ofrecer una análisis exhaustivo del modo en el que han sido incorporadas las loyalty shares en nuestro ordenamiento jurídico, pasando por el contexto y la fundamentación que encuentra en la Directiva 2017/828. Del mismo modo hemos querido ofrecer desde un punto de vista crítico que beneficios y perjuicios generan en nuestra legislación para posteriormente desprender qué conclusiones hemos de sacar acerca de esta medida.
- En segundo lugar hemos contemplado hacer una mención al funcionamiento interno de la sociedad cotizada y su naturaleza, pues como bien iremos viendo en el primer apartado, las acciones de lealtad han sido criticadas –entre otras cosas– por romper el principio de proporcionalidad, también conocido por una acción-un voto. Así desde este punto de vista es importante tener en cuenta cómo se adoptan las decisiones dentro de la sociedad y la influencia que pueden acarrear este tipo de medidas de doble voto. Siguiendo esta idea, algunos autores sopesan que ya antes de la incorporación de esta medida las sociedades ya contaban con mecanismos que se encargan de desvirtuar el principio de proporcionalidad⁶, por tanto, nos encargaremos de analizar las más utilizadas en el sistema societario español. Y en último lugar estudiaremos otro principio de regulación de la sociedad, como es el principio de igualdad de trato.

⁶ GANDÍA PÉREZ, E. “*Acciones de voto plural y loyalty shares. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia*” Revista de derecho mercantil nº300/2016 pp. 92.

- En tercer lugar, y como bien sabemos, la inclusión de las loyalty shares en España es de una muy reciente inclusión, por tanto a nivel práctico pocas conclusiones fácticas se pueden desprender, es por ello, por lo que hemos optado por destacar, aunque sea de forma sucinta, algunas cuestiones en lo referente al ámbito práctico de otros países que ya habían incluido estas medidas de voto doble en sus sistemas societarios, así es el caso de países europeos tales como Francia –pionero en esta materia– con su Loi Florange e Italia con su voto maggiorato

2. CONCEPTO DE LAS ACCIONES DE LEALTAD.

2.1 ACTIVISMO ESPECULATIVO Y CONTEXTO SOCIAL.

Lo primero de todo es entender el contexto en el que nos encontramos para poder comprender el motivo de que se propugnen esta serie de medidas y opinar desde un punto de vista crítico si la adopción de las mismas es o no beneficioso para las empresas y sobre todo para el accionariado.

Recientemente ha surgido la preocupación, tanto social como política, de la adopción de determinadas medidas de inversión cortoplacistas, movidas por un interés puramente especulativo, y que tiene su trascendencia en la empresa a la hora de crear valor en el largo plazo. Esta preocupación lleva fraguándose desde el comienzo de la crisis producida en 2008⁷ y que como era de esperar ha tenido su correspondiente impacto en la legislación en aras de regular esta situación.

Todo esta idea se basa en un cambio del clásico activismo accionarial, pues tradicionalmente, los inversores –especialmente los institucionales– cuando actuaban dentro de la empresa a través de su participación con el capital, trataban de influir en la toma de decisiones de la misma. No obstante, esta intervención era insuficiente para conseguir los resultados esperados. Precisamente por esto, podemos definir el activismo accionarial como “*las acciones de un accionista o de un grupo de accionistas con el objetivo de generar cambios en una sociedad cotizada sin intentar obtener el control*”⁸

Así hemos de manifestar un informe llevado a cabo por el Institutional Shareholders Services junto con Shearman & Sterling LLP y el European Corporate Governance Institute de 2007⁹ donde se reflejaba la negativa opinión de los inversores institucionales en lo referente a la adopción de mecanismos de control reforzado. Esto se pone de manifiesto debido al gran peso del que gozan estos instrumentos en la toma de decisiones,

⁷ DELVOIE, J. y CLOTTENS, C., “*Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares*”, Law and Financial Markets Review, vol. 9, n. 1, 2015, p. 19.

⁸ PACCES, A.M., “*Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*”, ECGI Law Working Paper, n. 353/2017, *op. cit.* p. 3.

⁹ ISS, SHEARMAN & STERLING LLP y ECGI, Report on the Proportionality Principle in the European Union, *op. cit.*, p. 6

y que tienen su influencia directa en el funcionamiento interno de las empresas. Así, este informe deja constancia de que aproximadamente un 58% de los inversores a la hora de invertir sí que tienen en cuenta que las empresas han adoptado mecanismos de control, siendo las acciones de voto plural una de las medidas que más influencia tiene en la toma de estas decisiones financieras.

Pero en el contexto actual han desarrollado una influencia vital los hedge funds, en el desarrollo del llamado “entrepreneurial shareholder activism”, así se rompe con la tradición clásica de intentar participar en la sociedad y se empieza a intentar lograr un beneficio a través de la gestión de la sociedad¹⁰. Aquí lo que se hace es adquirir una gran parte del activo de las empresas, con el objetivo de que les reporten un determinado beneficio económico a la hora de vender sus acciones, es decir, nos encontramos con un ánimo puramente especulativo, en el que el inversor lo que trata es de adquirir un conjunto de acciones de la empresa, para posteriormente venderlas a un precio mayor y beneficiarse con la operación.

Debido al gran peso que esta tendencia puede provocar en la estructura del gobierno corporativo de las empresas, el legislador ha tenido un gran interés en regular esta situación, puesto que si partimos de la idea del carácter especulativo de la inversión de los hedge funds en el corto plazo, ésta tiene una implicación directa en la manera de gestionar la creación a largo plazo para los accionistas y, por ende, la ineficacia del gobierno corporativo.

No obstante, hay autores que sostienen que el activismo especulativo de los hedge funds, puede ser un medio efectivo para regular el gobierno corporativo, así este activismo verá reforzada su participación o influencia en aquellas sociedades que tengan una estructura del capital concentrada.¹¹ Hemos de señalar un análisis realizado por la OCDE, donde se

¹⁰ PACCES, A.M., “*Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*”, ECGI Law Working Paper, n. 353/2017, *op. cit.* p. 3.

¹¹ BOOTSMA, B., “*An Eclectic Approach to Loyalty-Promoting Instruments in Corporate Law: Revisiting Hirschman's Model of Exit, Voice, and Loyalty*”, *Erasmus Law Review*, vol. 6, n. 2, 2013, p. 115

citaba que en 2013 los inversores institucionales eran los titulares del 90% de las acciones de Reino Unido.¹²

Siguiendo esta línea se han realizado multitud de estudios e informes que avalan la trascendencia del activismo accionario de los inversores institucionales y su tendencia cortoplacista, así podemos destacar a modo enunciativo:

- Un informe realizado por el Instituto Aspen en 2009, donde se establecían los problemas que podía llegar a generar esta corriente cortoplacista. Y en el que se llegaba a la conclusión de que era necesario que se introdujeran determinados mecanismos encaminados a lograr un crecimiento sostenible de la sociedad en el largo plazo.¹³
- En Reino Unido se elaboró un informe donde se expresaba que el cortoplacismo suponía un problema para los mercados de valores. Y se proponían unas medidas para poder hacer frente.¹⁴

Del mismo modo, en el marco comunitario se ha tenido presente esta creciente idea de alcanzar beneficios en el corto plazo, dejando al margen el valor que conlleva la sostenibilidad en el largo plazo. Es por esto por lo que en 2012 se lanzó una Comunicación de la Unión Europea, que llevaba por rúbrica “*Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo –un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas–*”¹⁵ donde se proponían una serie de medidas encaminadas a lograr la implicación de los accionistas en el largo plazo.

¹² ISAKSSON, M. y Çelik, S., “*Who cares? Corporate Governance in Today’s Equity Markets*”, OECD Working Papers, n. 8, 2013, p. 16.

¹³ THE ASPEN INSTITUTE, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, de diciembre de 2009.

¹⁴ KAY, J., *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report*, de julio de 2012.

¹⁵ 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),

Todos estos planteamientos han llevado a determinados autores a entender la creación de un nuevo paradigma del Derecho societario, el denominado capitalismo sostenible o capitalismo responsable¹⁶, con ello lo que se pretende es superar la mencionada regla de maximización del valor para los accionistas. En definitiva, podemos afirmar que los elementos que van a definir el nuevo entramado del Derecho societario van a ser:

- La sostenibilidad.
- La lucha contra el cortoplacismo favoreciendo la implicación de los accionistas y el desarrollo de políticas largoplacistas pensadas en el mejor interés de la sociedad.¹⁷

Es este ante el panorama en el que nos encontramos, y el motivo por el que el legislador español a la hora de introducir la modificación de la LSC, con la correspondiente introducción de las loyalty shares, ha tenido en cuenta de un lado introducir medidas que desincentiven el cortoplacismo, y del otro, lograr una mayor participación de los accionistas en la toma de decisiones de la sociedad.

2.2. INTRODUCCIÓN Y BREVE APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE LAS LOYALTY SHARES.

Todo el entramado jurídico que se está configurando actualmente en España referente a las loyalty shares surge con objeto de frenar el activismo especulativo, que como tendremos ocasión de analizar reporta una serie de perjuicios –y beneficios– en nuestro sistema económico, y con motivo de ello se aprobó la Directiva (UE) 2017/828 sobre la implicación a largo plazo de los accionistas y que modifica la Directiva 2007/36/CE. Para poder lograr estos propósitos aquí comprendidos, determinados países han optado por acoger las acciones de lealtad.

¹⁶ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La viabilidad de las ‘acciones de lealtad’ (‘loyalty shares’) en nuestro derecho de sociedades”, Revista de derecho bancario y bursátil, n.º 152, 2018, pp. 9 a 64.

¹⁷ FERNÁNDEZ TORRES, I. “El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital” Revista de derecho bancario y bursátil n.º161/2021 op cit. pp. 11 a 54

Así en nuestro caso el pasado día 12 de abril de 2021 se aprobó la Ley 5/2021, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital, y que tiene por objeto fomentar la implicación en el largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas y con ello transponer el contenido de la Directiva 2017/828. De tal manera el proyecto opta por introducir la figura de las ya conocidas acciones de lealtad, que ya habían sido introducidas anteriormente en otros países tales como Italia, Francia y recientemente Bélgica.

Antes de adentrarnos en la materia es preceptivo establecer una serie de conceptos básicos para posteriormente profundizar en los mismos, así resulta conveniente empezar definiendo a muy grandes rasgos que son las “acciones de lealtad” o las “loyalty shares”. Pudiendo definir las como un mecanismo que ha tenido su fundamento en luchar contra el cortoplacismo y fomentar la implicación de los accionistas en la toma de decisiones de la sociedad.

Para poder lograr este objetivo se parte de la idea de “premiar” a determinados accionistas que cumplan una serie de requisitos, que con carácter general será la permanencia en la sociedad por un periodo mínimo e ininterrumpido de dos años. Al cumplir los requisitos impuestos estatutariamente, –por tanto se deja al arbitrio de la sociedad el cumplimiento y las condiciones de los mismos– se concederá una mayor representación en la Junta General, es decir, se tendrá mayor peso e influencia en la sociedad fomentando así tanto la permanencia en la misma, como la implicación de los accionistas/inversores. No obstante, esta medida está cargada de controversia y existen opiniones dispares tanto dentro de nuestra propia doctrina, como en otros ordenamientos europeos que ya habían aplicado este régimen.

Adelantando materia –aunque sea de forma sucinta– podemos decir que actualmente nuestro ordenamiento jurídico lo que hace es conferir un voto doble que se tendrá en cuenta a efectos de determinar el quórum de las juntas y el cómputo de las mayorías de voto, no obstante, en este caso y como bien tendremos ocasión de ver, las reglas estatutarias van a jugar un papel fundamental pudiendo establecer disposiciones en contra. Por otro lado, en lo que refiere a la aprobación del voto por lealtad,¹⁸ el acuerdo necesariamente ha de ser adoptado con unos determinados requisitos de quórum y

¹⁸ LÓPEZ DE OCHOA, A. *Vid* “*Acciones de lealtad: ¿Qué son y a quiénes benefician?*”

mayoría de votos especialmente exigentes, con ello se pretende proteger la figura del accionista minoritario.

Una vez expuesto todo lo anterior decir que como resultado de esto se produce un quebranto directo del principio de proporcionalidad, principio que ha venido articulando la organización institucional de las sociedades, cuestión que analizaremos más adelante en profundidad.

2.3 DERECHO DE VOTO DOBLE POR LEALTAD, APROXIMACIÓN A LA REFORMA DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL.

2.3.1. Características generales.

Recogido en el título “acciones con voto por lealtad”, la subsección 4.^a del 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, concretamente en los artículos 527 ter a 527 undecies, se encarga de regular las ya mencionadas acciones de lealtad. Si bien es cierto, que la regulación dista demasiado del Anteproyecto de mayo de 2019, se encarga de incorporar una serie de modificaciones técnicas llevadas a cabo de la mano por la Comisión General de Codificación, que han hecho una redacción más profusa y mejorada.

Entre las mejores reflejadas aparece en primer lugar la propia denominación de la misma, pues el art 527 ter de la LSC, las recoge como “previsión estatutaria de acciones con voto adicional doble por lealtad”, mientras que el anteproyecto hacía alusión a concepto muy impreciso, un derecho de voto adicional. Así nuestro texto legal se encarga de recoger un derecho adicional doble, pudiendo definirlo como el doble de los votos que corresponden a cada una de las acciones en función de su valor nominal (art 527 ter)¹⁹. Podemos configurarlo como un derecho de voto en sentido estricto, es decir, se trata de un voto adicional doble asociado a cada acción y que irá en función de su valor nominal, pues

¹⁹ FERNÁNDEZ TORRES, I. “*El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital*” Revista de derecho bancario y bursátil n°161/2021 op cit. pp. 11 a 54

pueden existir acciones dentro de la propia sociedad que posean distinto valor nominal, y como consecuencia directa de ello atribuirán un número distinto de votos.

De la misma manera, la inclusión de esta figura en las sociedades reviste un carácter facultativo, es precisamente por este motivo por el que los estatutos gozan de tal importancia, debiendo contenerse en ellos la previsión estatutaria. Todo esto significa que nos encontramos ante un sistema Opt-in –al igual que Italia, y en contraposición con el derecho francés²⁰–. De tal manera que aquellas sociedades cotizadas que opten por incluirlo en sus estatutos, deberán adoptarlo de acuerdo con los requisitos de mayorías y quórum recogidos en el art 527 quáter, donde nos recoge que para la inclusión de las mismas, será necesario que en sede de la Junta General se recoja el voto favorable de, al menos, el sesenta por ciento del capital presente en la junta si asisten accionistas que representen el cincuenta por ciento del capital con derecho a voto, y si en la misma concurriera con accionistas que representen el veinticinco por ciento del voto, será necesario setenta y cinco por ciento. Otro aspecto que conviene destacar de cara a la regulación que ha hecho el legislador al introducir las loyalty shares es la gran capacidad que se le han otorgado a las empresas para establecer los límites, pues lo por lo que se ha optado ha sido establecer el suelo mínimo inquebrantable dando posibilidad a las empresas para que lo aumenten a su conveniencia.

Actualmente para poder optar a dicho privilegio o ventaja ha de haberse mostrado leal a la sociedad, habiendo permanecido en la misma durante un periodo mínimo de dos años, que se comenzará a computar desde la inscripción de las acciones en el libro registro. Esto implica –como bien plantea Ignacio Fernández²¹– que los actos de lealtad anteriores a la inclusión de la medida no son objeto de atención, sino que únicamente se centra en acciones futuras

²⁰ Actualmente el sistema que se contempla en el sistema francés goza de un régimen opt-out, con ello la Loi Florange lo que pretende es institucionalizar el voto doble para el caso de que se den una serie de circunstancias, entre las que se encuentra, que no haya previsión estatutaria en contra, por tanto es de inclusión automática. Por el contrario el sistema italiano se asemeja a nuestro derecho societario, entendiéndose que ha de ser necesaria previsión estatutaria de la misma.

²¹ FERNÁNDEZ LARREA, I., “*El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: las ‘acciones de lealtad’*”, La Ley Mercantil, n.º 75, diciembre 2020.

2.3.2 El voto adicional por lealtad como excepción a las prohibiciones en materia de privilegio y derecho de voto

Esta reforma parte de lo contemplado en el art 527 ter LSC, al introducir la imperante excepción a la prohibición contenida en el art 188 LSC referente a la emisión de acciones de voto plural, sin la cual esta figura de las acciones de lealtad no sería posible en sede de anónimas, pues la Ley es tajante al respecto, al entender que no es posible emitir acciones que de forma directa o indirecta²² alteren la proporcionalidad²³. En definitiva la propia Ley de Sociedades de Capital prohíbe no sólo la emisión de acciones de voto plural sino cualesquiera modalidades que impliquen la ruptura del mencionado principio²⁴, sin perjuicio de las derogaciones expresamente contempladas en texto legal²⁵.

Por tanto la solución necesariamente ha de basarse en la conciliación entre la participación económica y la influencia política. Inclusive aunque el principio no sea absoluto, pues el propio texto legal plantea excepciones, como son las acciones sin voto del art 98 LSC.

2.3.3 Naturaleza y finalidad.

En esta misma línea, el art 527 ter realiza una consideración al afirmar, que no nos encontramos ante una categoría especial de acciones como bien recoge el art 94 LSC.

Con ello lo que se pretende evitar es despejar las dudas que pudieran surgir en lo referente a los derechos en ellas incorporado, pues, estas acciones o privilegios están asociados a

²² Así el alto Tribunal ha entendido como ejemplo de ello el voto dirimente al presidente de la Junta (STS de 5 de noviembre de 1990)

²³ SÁNCHEZ CALERO, J., “*La limitación del número máximo de votos correspondientes a un mismo accionista (con especial referencia a los bancos privados y al mercado de valores)*”, Revista de derecho bancario y bursátil, n.º 11/41, 1991, pp. 271 y ss.

²⁴ FERNÁNDEZ TORRES, I. “*El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital*” Revista de derecho bancario y bursátil n.º161/2021 op. cit. pp. 11 a 54

²⁵ Cuestión distinta se plantea en las sociedades limitadas, pues este problema no contempla los mismos problemas, así el art 188.1 LSC, recoge un sistema de desigualdad en el derecho de voto, permitiendo así la emisión de acciones de voto plural.

la condición de titular, es decir tiene un marcado carácter subjetivo al vincularse directamente con el propietario de la acción.

Así se configuran como títulos que gozan de idénticos derechos y obligaciones, es decir, no nos encontramos ante títulos que per se otorguen un derecho de voto sino que se trata de títulos que confieren ese privilegio por el mero cumplimiento de un periodo de permanencia en la sociedad, denominado periodo de lealtad, y que en nuestro ordenamiento jurídico se trata de 2 años. Por eso algunos autores entienden que cuando los derechos aparecen vinculados a la condición de persona, no podemos hablar de categoría de acciones, es precisamente por esto por lo que entendemos que el voto reforzado no es una infracción de la prohibición del voto plural. Es decir, el derecho aparece vinculado al cumplimiento de elementos inherentes a la propia esfera personal, y no al cumplimiento de determinadas circunstancias.

Por tanto, siendo congruente con esta afirmación, en caso de transmisión de las acciones de voto doble, la ley es rotunda, y establece que en caso de transmitirse las acciones –ya sea de modo total o parcial, incluso con carácter gratuito– supondrá la extinción de las mismas. No obstante el voto doble por lealtad beneficiará también al adquirente de las acciones, siempre y cuando la transmisión adolezca de alguna de las siguientes causas y salvo que exista alguna disposición estatutaria en contra. –Así esta medida pretende reforzar el carácter intuitu personae de las acciones con derecho de voto doble por lealtad–

- Sucesión mortis causa, atribución de acciones al cónyuge en caso de disolución y liquidación de la sociedad de gananciales, disolución de comunidad de bienes u otras formas de comunidad conyugal, como la donación entre cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o entre ascendientes y descendientes, excepto cuando se trate de accionistas de control, en cuyo caso se someterá a votación la condición de accionista con voto doble en los términos que se determinen estatutariamente.
- Cualquier modificación estructural de las previstas en la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Ya se trate de la sociedad titular de las acciones con voto doble, a la sociedad emisora de las acciones de lealtad siempre que, en este caso, la sociedad resultante prevea en sus propios estatutos las acciones con voto doble

- Transmisión entre sociedades del mismo grupo

La regulación de las acciones de lealtad señala en su art 527 ter, que este voto adicional por lealtad será de aplicación a aquellas acciones asignadas con motivo de una ampliación de capital, siempre y cuando sea en relación con las acciones de lealtad que ya se posea. Por tanto en relación con esto, lo que se establece es que en aras de determinar el cómputo del periodo de lealtad, se entenderá que las acciones con derecho de voto doble que se hayan asignado por una ampliación de capital tendrán la misma antigüedad que las que hayan dado lugar a la asignación.

De la misma manera se establece la posibilidad de la existencia de un “beneficiario último” de las acciones, a este respecto el propio art 497 bis LSC los define como la *“persona por cuenta de quien actúe la entidad intermediaria legitimada como accionista”*²⁶. Es en esta misma línea con la que el art 527 undecies establece que para el caso de la existencia de un beneficiario último de las acciones, únicamente será necesario acreditar la titularidad ininterrumpida del periodo marcado en el art 527 ter LSC (2 años) con respecto del beneficiario último, siendo causa de extinción cualquier cambio de beneficiario, con las salvedades antes establecidas del art 527 decies.

En contraposición con lo que venía recogiendo el Anteproyecto, aquí nos encontramos con que el art 527 octies LSC incorpora el régimen especial de aquellas sociedades que quieran solicitar la admisión a cotización de sus acciones en un mercado. Esta idea se basa en la necesidad de hacer que las sociedades sean menos dependientes del crédito bancario, de la misma manera los socios fundadores podrán retener un cierto margen de control societario a través de la inclusión de las loyalty shares. Así este privilegio va a comenzar a computarse desde la admisión a cotización y para el caso de que exista previsión estatutaria de la misma y se haya creado el registro. Esta cuestión sí que ha sido más debatida por el legislador italiano, ya tendremos ocasión de analizarlo en el epígrafe dedicado al derecho comparado.

²⁶ GARCIA MARTINEZ, L. M., *“El reto de la identificación accionarial, el beneficiario último: A propósito de la transposición de la Directiva (UE) 2017/828”* p 174

2.4 LA INSCRIPCIÓN EN EL LIBRO REGISTRO DE SOCIOS.

2.4.1 El periodo mínimo de lealtad.

Según se desprende del propio art 527 ter LSC, el derecho de voto doble está condicionado al cumplimiento de un periodo de permanencia ininterrumpida de un mínimo de dos años. Se trata de un lapso, denominado periodo de lealtad, que se configura como un periodo mínimo de obligado cumplimiento que no puede ser reducido en ningún caso por los estatutos, por tanto constituye el suelo mínimo.

Cuestión distinta es que la regulación de las acciones de lealtad prevé que sean los propios estatutos los que contemplen un plazo superior al marcado, todo ello atendiendo a las circunstancias, y la idiosincrasia del accionariado perteneciente a las entidades en particular. Pero el problema surge al entender que no existe un plazo máximo impuesto legalmente, por tanto ¿Hasta dónde se puede llegar? Pues resulta más que evidente que en caso de que dicho periodo se ampliará en exceso quedaría desvirtuada la finalidad propia del derecho de voto doble, desincentivando así a los inversores que se encuentren interesados en la medida entendiendo que se trata de un plazo excesivo. En cualquier caso hemos de estar a lo previsto en el art 527 sexies LSC, en virtud del cual, se contempla la posibilidad de eliminar la previsión estatutaria que contiene la inclusión de las acciones de lealtad, pudiendo acordarse en cualquier momento. Cuestión distinta, es que si desde su aprobación ha transcurrido un plazo mínimo de diez años, para poder eliminarlo no se tendrá en cuenta en el cómputo de quórum los derechos de voto doble. Por tanto el legislador a la hora de regularlo establece una limitación en aras de suprimir el derecho de voto doble por lealtad, pero no impide, en modo alguno, que la vigencia del derecho de voto doble se prolongue más allá sin perjuicio de que pueda desincentivar la inscripción de las acciones²⁷. Así a mi modo de ver hubiera sido preciso que se hubiera incluido un plazo máximo al igual que se establece un mínimo.

En cualquier caso, lo que resulta ineludible es que el plazo que prevean los estatutos puede modificarse posteriormente, ya sea para aumentarlo o para reducirlo, respetando siempre el periodo mínimo de dos años. De la misma manera una conclusión que extraemos

²⁷ FERNÁNDEZ TORRES, I. “El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital” Revista de derecho bancario y bursátil n°161/2021. Op cit. pp. 11 a 54

directamente del precepto enunciado es que el periodo de lealtad comenzará a computarse a partir de la fecha de inscripción en el libro registro especial –cuestión que abordaremos ahora, pues en la práctica resultan numerosos problemas–.

2.4.2 La inscripción en el libro registro.

Un aspecto que resulta fundamental para obtener el privilegio que otorgan las acciones de lealtad y que el anteproyecto dejó en un segundo plano fue la inscripción en el Registro, dicha dejadez fue objeto de críticas por parte de la doctrina que dieron como resultado que actualmente haya adquirido la importancia que se merece quedando plasmado en el art 527 septies. Es necesario antes de adentrarnos en materia hacer una mención a la importancia que adquiere el Registro, pues a mayores de dotar de información al mercado –ya que ofrece la perspectiva en que está repartido el poder de los votos– también tendrá una cierta relevancia en el panorama interno, especialmente para comprender la posición que ocupa el accionista en la sociedad y con ello evitar que el derecho de voto doble adquiera un carácter de asombro en una toma de control.

En lo que nos respecta, el art 527 septies LSC recoge el “Libro registro especial de acciones con voto doble” configurándose su creación como una obligación propia de la sociedad. Pese a su ausencia legislativa, se entiende que es un requisito precedente –o que al menos debe acompañar– a la previsión estatutaria que adopta las figura de las acciones de lealtad. Por tanto, la ausencia de tal determinación puede suscitar determinados problemas al entender que es necesaria una comunicación directa entre el registro especial de acciones con voto doble, con el registro de anotaciones en cuenta, todo ello con la finalidad de que la transmisión de las acciones se produzca de forma efectiva. Cuestión que actualmente carece de desarrollo normativo, pues el texto legal únicamente dispone la necesidad de que exista una coordinación entre ambos registros, pero no dota de los elementos jurídico-societarios necesarios para alcanzarla.

Esta cuestión, que aparentemente es técnica, tiene su influencia directa en los mercados al entender que determinadas decisiones financieras han de sopesar qué sistema es el que más se adecua a dicha coordinación, sin que ello suponga un quebranto de las garantías.

De la misma manera, tanto el registro como la comunicación constituyen actos de carácter personal que tienen cabida en el Reglamento (UE) 2016/679 de Protección de datos, así lo establece el art 527 septies. 6 LSC.

En cualquier caso será necesario hacer constar una serie de datos pertenecientes a los accionistas, que son los recogidos por el art 497.1 TRLSC, siendo estos:

- Su nombre y datos de contacto, incluidos la dirección, el correo electrónico, y si se tratase de una persona jurídica, su identificador único
- El número de acciones de las que es titular.
- En caso de requerirlo la sociedad, se podrán incluir, la clase de las acciones, y la fecha a partir de la cual es titular.

Como bien hemos dicho, todos estos datos estarán protegidos por el Reglamento (UE) 2016/679 de Protección de datos, constituyéndose así como datos de carácter mínimo, es decir, estos son los datos necesarios que han de incluirse, pero nada prohíbe que se comprendan datos adicionales, siempre y cuando estén amparados por el principio de minimización²⁸

2.5. LA INCORPORACIÓN A LOS ESTATUTOS SOCIALES DEL VOTO DOBLE POR LEALTAD.

2.5.1 Mayorías necesarias para su aprobación.

Si hacemos un análisis del art 527 quáter LSC, podemos apreciar que en él se contemplan las mayorías necesarias para adoptar la previsión estatutaria que incorpore las acciones con derecho de voto doble por lealtad. En cualquier caso, a mi modo de ver plantea una regulación muy escueta pues no se contempla mención alguna en lo referente a si ha de ser en 1ª o 2ª convocatoria, de todas formas la propia redacción del texto alude a los requisitos necesarios para cada convocatoria.

²⁸ Este principio actúa sobre la base de los datos, haciendo necesario que estos sean adecuados, pertinentes y limitados, en atención a la finalidad con la que van a ser tratados.

Así lo primero que ha de llamarnos la atención es que el art 527 quáter LSC refuerza el marcado carácter de la mayoría necesaria para la inclusión de las loyalty shares.

- Si comparecen accionistas –ya sea mediante representación o mediante presencia física– que representen al menos el cincuenta por ciento del capital con derecho a voto, será necesaria una mayoría del sesenta por ciento.
- Si por el contrario comparecen un veinticinco por ciento o más –sin llegar al cincuenta por ciento– será necesario el voto favorable de al menos el setenta y cinco por ciento.
- En cualquiera de los dos casos el propio precepto establece que los estatutos podrán acordar una mayoría más específica aumentando el número de la misma, y además podrán reforzar los quórum de constitución de la Junta.

Como bien decíamos al principio, la regulación que se ha dado es vaga e imprecisa, motivo de ello es que el legislador no ha optado por reforzar el quórum de asistencia, lo que tiene su implicación directa en un perjuicio para el accionista minoritario, pues resulta evidente que en sede de cotizadas, alcanzar el quórum en la segunda convocatoria, es sencillo, lo que hace que en caso de reforzarlo previa incorporación en los estatutos se respeten en mayor medida los derechos del accionariado minoritario.

La otra cara de la moneda son los requisitos necesarios para su eliminación, en cuyo caso ya podemos anticipar que se trata de un régimen más flexible que no precisa de mayorías tan exigentes. Prueba de ello es el art 527 sexies LSC, que remite al régimen general del art 201.2 LSC, que viene a manifestar lo siguiente:

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

En cualquier caso y como ya hemos anticipado en epígrafes anteriores, si desde su aprobación ha transcurrido un plazo mínimo de diez años, para poder eliminarlo no se tendrá en cuenta en el cómputo de los quórum ni las mayorías, los derechos de voto doble

Un detalle que necesariamente nos ha de llamar la atención es que el proyecto –en contraste con el Anteproyecto– no recoge una sunset provision. La finalidad de esta cláusula contenida en el Anteproyecto no es otra que la de actuar como un mecanismo que contemple una duración limitada o bien el final del privilegio del derecho de doble voto. Esta cláusula inserta en el art 527 sexies del Anteproyecto se basaba en la idea de que en un primer momento la incorporación de las acciones de lealtad puede reportar beneficios en las sociedades, –tales como fomentar la salida a bolsa– pero una vez ha transcurrido un determinado tiempo, los beneficios comenzarían a reducirse viendo necesario acudir a mecanismos distintos que permitan alinear los intereses de los inversores externos con los de los fundadores.²⁹.

Lo que ha de quedarnos claro después de toda la exposición es que los estatutos de la sociedad van a ser de vital importancia para la configuración de las acciones de lealtad, así siempre que se respete la ley y los principios configuradores del derecho podremos entender que nos encontramos ante una manifestación directa de la autonomía de la voluntad de las sociedades. Es esta idea la que más ha cargado de polémica la figura del derecho de voto doble, pues se pueden permitir acciones limítrofes en el marco legal que desvirtuarían el sentido de esta medida ejecutando medidas en favor del accionariado minoritario, o limitando la participación de los accionistas extranjeros... Esta polémica ha sido discutida también en ordenamientos jurídicos de nuestro entorno como tendremos ocasión de ver.

2.5.2 El cómputo del voto por lealtad.

En este caso hemos de atender al art 527 quinquies LSC, el cual consagra que, los votos dobles por lealtad tendrán cabida para determinar el quórum de las juntas de accionistas, así como el cómputo de las mayorías necesarias para poder adoptar una decisión, todo ello salvo que exista previsión estatutaria en contra. En esta línea el texto legal nos dice a los efectos previstos en los art 193 y 194 referentes al quórum de constitución de la

²⁹ LAMANDINI, M., “*Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*” p 490.

Junta general, que se calculará atendiendo a la integridad de los votos correspondientes al capital suscrito con derecho al voto, ello incluye por tanto a los votos dobles por lealtad. En cualquier caso lo aquí expuesto deberá atender a lo que establezcan los estatutos, pudiendo inclusive llegar a limitarse el derecho de voto doble para la adopción de determinadas medidas.

Lo que sí resulta conveniente destacar, es que, se deberá hacer constar en la lista de asistentes el número de acciones que se posean, y de la misma manera se expresará el número correspondiente de votos que vayan ligado a esas acciones. Lo que se pretende con esta medida no es más que implicar al accionariado en la vida societaria, entendiendo que el privilegio consistente en la atribución del voto doble tiene un papel relevante en el cómputo del cálculo del capital que asiste a la Junta.

En esta misma línea el texto hace una aclaración al afirmar que en caso de que los estatutos sociales hayan prefijado un número máximo de votos que pudiera tener un mismo accionista, dicha limitación también será de aplicación para aquellos accionistas que estén en posesión del derecho de voto doble.

En último lugar aparece la mención referida a que los votos dobles por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de la obligación de comunicación de participaciones significativas, lo cual genera incertidumbre en lo referente al alcance de dicha comunicación, si esta debe circunscribirse a un ámbito societario, o si por el contrario se podrá extender a cualquier texto legal.

2.6 DERECHOS DE VOTO DOBLES Y RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.

Como cabe esperar la adopción de las acciones de lealtad exige, tanto por una cuestión puramente legislativa y regulatoria, como por dotar de seguridad jurídica al tráfico mercantil, la coordinación o adaptación a la normativa reglamentaria aplicable a la formulación de ofertas públicas de adquisición de valores³⁰. Todo ello se basa en que

³⁰ FERNÁNDEZ TORRES, I. “*El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital*” Revista de derecho bancario y bursátil nº161/2021. Op cit. pp. 11 a 54

dicha normativa no contiene una previsión específica de la ruptura del principio de proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto, como bien contenía el anteproyecto de la misma, así únicamente se nos hace una remisión generalista a toda la norma referente a las ofertas públicas de adquisición. De tal manera la Ley 5/2021, de 12 de abril, propone una modificación del art 131.3 de LMV, en virtud del cual se añade que en caso de que algún accionista alcanzara el treinta por ciento o más de los derechos de voto como consecuencia directa de la atribución del derecho de doble voto, este no podrá ejercer los derechos políticos en la base en que excedan del citado porcentaje, a no ser que se formulase una oferta pública de adquisición –en el plazo máximo de 3 meses empezados a computar desde la fecha en que se hubiese sobrepasado el umbral– encaminada a la adquisición de la integridad del capital social. No obstante, se estará exento de formular la OPA en caso de que enajene o se renuncie a los derechos políticos excedentes del 30% mencionado, no pudiendo en ninguno de los dos casos ejercer los derechos políticos sobrantes, de la misma manera también podrá exonerarse en caso de obtener una dispensa por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En cualquier caso y con independencia de que hubiera sido preceptivo haber incorporado el citado art 131.3 LMV en la propia redacción de las acciones de lealtad en la LSC para dotarlo de claridad, algunos autores entienden, que la regulación que se ha dado no es suficiente para satisfacer los problemas que pueden darse en la coordinación con ambas figuras. A modo enunciativo podemos señalar una serie de situaciones en las que no será necesaria la formulación de una OPA, inclusive en aquellos casos en que se sobrepasa el umbral del 30%, como es el caso contemplado en el art 4.2 RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, que recoge que la CNMV podrá dispensar de la obligación de formular una OPA a quien supere dicho umbral, siempre y cuando exista otro socio con una participación superior, pues se entiende que no nos encontramos ante una adquisición de control³¹. De la misma manera podrá dispensarse también cuando el control se alcance de una forma involuntaria, cuando el objetivo de la adquisición tenga un mero carácter industrial o empresarial.

³¹ Vid. RECALDE, A., “*Régimen jurídico de las OPAS: concepto, función económica y privilegios de la ordenación*”, en Derecho de OPAS. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p. 51

En definitiva, en materia de ofertas públicas de adquisición existen una variedad de supuestos que dan a entender la complejidad de la materia y la escasa regulación que se ha dado desde el punto de vista de las acciones de lealtad haciendo que sea una cuestión de escasa sencillez, en base a la gran casuística de situaciones con la que podemos encontrarnos. Pero la cuestión sigue suscitando problemas en los ordenamientos jurídicos de nuestro entorno, tal es el caso que en ciertos casos como el italiano o francés se hayan introducido medidas correctoras, con el objeto de solventar los inconvenientes que pueden surgir de la incorporación del derecho de voto doble.

Por un lado en el derecho italiano el art 49.1.d.bis) del Reglamento de la Consob, recoge una excepción de formular una OPA en aquellos casos en que se haya superado el umbral marcado de manera involuntaria. En este caso ha de valorarse el número total de derechos de voto que se posean, en relación con el umbral o los límites marcados por art 106 TUF, así para el caso de superarse deberá formularse una oferta pública de adquisición. Es decir, en caso de adquirirse un conjunto de acciones, que en atención al número total de acciones emitidas, no alcance el umbral marcado, pero que por el contrario sus derechos sí que lo superen no se tendrá obligación de formular una OPA.

De la misma manera nos encontramos con el ya mencionado Decreto Competitività de 2014, donde se recoge la cláusula de neutralidad del voto reforzado en caso de oferta pública de adquisición, pudiendo acarrear tanto beneficios como perjuicios, pues deja en una situación de vulnerabilidad al socio titular de las acciones con doble derecho de voto³², pero lo que trata de evitar es que se den situaciones ineficientes tendentes a evitar la formulación de una OPA. Así se prevé que mediante previsión estatutaria puede acordarse que la neutralidad no opere en la Junta General en la adopción de medidas defensivas frente a una OPA , e inclusive, que una vez que se haya formulado la oferta, se puedan modificar las condiciones estatutarias que permiten nombrar o revocar a los administradores. Todo esto subyace bajo la idea de que una vez se hayan alcanzado los

³² LAMANDINI, M. “Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto” op cit. pp. 121 y ss

umbrales marcados en la propia ley debería ser necesario lanzar una OPA, con independencia de cómo o porqué se ha llegado a ese resultado.³³

Por el contrario Francia no ha optado por seguir un modelo con unas medidas específicas y determinadas, sino que parte de la idea de que han de aplicarse normas de carácter general, en concreto, la conocida como cláusula “grand-père” –introducida por la Ley de 22 de octubre de 2010– así en la línea de las OPAs se plantea la posibilidad de que aquellas personas que ostenten aproximadamente entre el 30% y un tercio de los derechos de voto durante los dos años posteriores a la inclusión de la ley reguladora de las acciones de lealtad podrán solicitar la suspensión temporal de la norma que obliga a lanzar una OPA por superar el umbral marcado, no obstante esta medida va a estar condicionada que la doctrina ha venido manifestando como oscura e incierta. De cualquier manera el carácter autónomo que atribuye a las normas del voto doble puede acabar perjudicando a los accionistas estables, pues pueden verse en la tesitura de tener que convertir sus acciones nominativas en títulos al portador, todo ello con idea de evitar tener que formular una OPA de manera involuntaria.

2.7 ESPECIAL MENCIÓN AL MARCO EUROPEO: 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

Como bien hemos dicho el motivo de aprobar las acciones de lealtad en España está basado en transponer la Directiva 2017/282 de 17 de mayo, sobre fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas³⁴ en nuestro ordenamiento jurídico. Y es que más allá de la necesaria y tardía transposición de la Directiva, la norma incorpora cambios

³³ FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017. Op cit. p. 96.

³⁴ 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.

normativos de calado que rebasan el ámbito de mercado en la Directiva, en concreto, la inclusión de las acciones de lealtad.

El objetivo principal de esta reforma no es otro que el de fomentar la inversión a largo plazo y la implicación de los accionistas. Preocupan, en definitiva, las estrategias de inversión cortoplacistas que contrastan con lo que podríamos considerar objetivo fundamental de un buen gobierno corporativo: el desarrollo de políticas a largo plazo que mantengan un negocio sostenible en el tiempo. Se parte de la idea de que el cortoplacismo destruye valor y que ello se traduce, en consecuencia, en una gran influencia negativa en el buen gobierno de la sociedad. Frente a ello se busca el desarrollo de estrategias que operen con un amplio margen de maniobra garantizando el funcionamiento de un negocio sostenible a lo largo del tiempo³⁵.

Es precisamente ante esta idea por lo que se desarrolla la Directiva 2017/828 de fomento a largo plazo de los accionistas que trata de reforzar el activismo. Sí partimos de esta premisa, se entiende que la gestión y las decisiones de los administradores irán encaminadas a impulsar las actuaciones de los activistas y con ello impulsar los resultados derivados del largo plazo.

Teniendo en cuenta todas estas consideraciones vamos a centrar nuestro análisis exclusivamente en la regulación que se les ha dado a las loyalty shares por parte de las autoridades europeas y el recorrido jurídico de la misma. Así las loyalty shares se configuran como un elemento que se barajó incorporar en la Directiva 2017/828 y que sin embargo desaparecieron en la fase de propuestas de enmiendas aprobadas en 2015³⁶,

³⁵ FERNÁNDEZ TORRES, I. “*El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital*” Revista de derecho bancario y bursátil nº161/2021. Op cit. pp. 11 a 54

³⁶ Enmiendas aprobadas por el Parlamento Europeo el 8 de julio de 2015 sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 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 y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial. HOPT, K.J., “*Corporate Governance in Europe: a critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*” 12 *New York University Journal of Law & Business*, 139 (2015)

pese a que la propia Comisión de Asuntos Jurídicos encargada de modificar la Directiva 2007/36 en su artículo 3 sexies bis contemplase:

“Art. 3 sexies bis: Apoyo a la participación a largo plazo.

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 periodo 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

El problema se suscita con que a pesar de la previsión legal que en un primer momento se venía fraguando, está posteriormente desapareció con las enmiendas aprobadas por el Parlamento Europeo el 8 de julio de 2015, y como es de esperar también desaparecieron en la Directiva.

En definitiva, podemos decir que pese a que el inicio de la actuación del legislador nacional era armonizar el Derecho societario europeo, todo ello con el fin de lograr un mejor ejercicio del gobierno corporativo, el resultado final al que se ha acabado llegando discrepa enormemente de los planteamientos originarios. Esto se produce en base a que el legislador europeo, pese a reafirmar el carácter esencial de alcanzar el largo plazo, entiende que la inclusión de dicho mecanismo ha de recaer en la autonomía de cada Estado y así lo plasma en el considerando 55.

2.8 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS LOYALTY SHARES.

La pregunta de la que hemos de partir es ¿Se ha de premiar la lealtad?³⁷, el problema que surge al responder a esta pregunta es determinar si esta medida reporta más beneficios que perjuicios, pues a mi modo de ver es una práctica acertada, pero con ciertos matices, ya que en la práctica resulta ineficaz y puede acarrear más perjuicios que beneficios.

Pese a ser una medida de inclusión muy reciente, ya determinadas empresas han optado por comprobar el funcionamiento de las acciones de lealtad, ejemplo de ello ha sido Iberdrola que en 2016 ya organizó mesas redondas para determinar las ventajas y desventajas de las acciones de lealtad³⁸

2.8.1 Efectos positivos de la incorporación de las loyalty shares.

Partiendo de lo básico el principal efecto positivo que van a reportar estas acciones es el mero hecho de tener el doble de representación en la junta general y por tanto gozar de un voto múltiple. Precisamente a través de la adopción de estas medidas lo que se persigue es favorecer la estabilidad del accionariado y con ello hacer partícipe a la empresa para la elaboración de medidas o políticas más sólidas en el largo plazo, así esta medida lo que trata de potenciar es la creación de valor dentro de la empresa, contribuyendo al interés social³⁹.

No obstante y pese a la multitud de beneficios que reportan las loyalty shares, algunos autores entienden que los objetivos que se pretenden alcanzar a través de esta medida, tendrían una mayor efectividad si se redujesen a la vez determinadas cargas fiscales o si por el contrario se penalizará a aquellos inversores que no mantengan su inversión en el

³⁷ ARAGÓN ALONSO, I. (2020) *Loyalty shares*: ¿Se ha de premiar la lealtad?

³⁸ Vid IBERDROLA, Memoria anual sobre la aplicación de la política de involucración de accionistas y de la política de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto, Junta General de Accionistas 2016 Disponible en: https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/corporativos/docs/jga16_MemoriaAplicacion.pdf

³⁹ FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017. Op cit. pp. 33

largo plazo, a mi modo de ver esto puede constituir un arma de doble filo, pues si bien es cierto que premiar a los accionistas que conserven sus acciones es una herramienta muy acertada, tanto de cara a los inversores minoristas, pues tendrán mayores ventajas al invertir en esa determinada empresa con respecto al resto, también es muy interesante de cara a los grandes inversores o incluso para los hedge funds, que tienen un único afán especulativo. No obstante, el hecho de penalizar por “salirse” de la sociedad me parece del todo irracional pues lo único que se está consiguiendo es que los inversores vean ese escenario como hostil, buscando así otras opciones. Del mismo modo me parece que esta medida ha de venir acompañada con una respuesta estatal que busque fomentar la participación y la inversión de las empresas en aquellos Estados que prioricen este tipo de medidas.

De cualquier manera, y con independencia del régimen se adopte, algunos autores han venido manifestando que la idea del voto doble puede contribuir a que los socios de control mediante una ampliación de capital puedan aportar nuevos recursos financieros, lo que implicaría operaciones de refinanciación eficientes ⁴⁰ que tendría una influencia directa en la gestión empresarial. Del mismo modo este mecanismo puede ser un medio adecuado para que determinadas sociedades, que cumplan una serie de requisitos de solvencia, se animen a salir a bolsa mientras que los propios fundadores puedan seguir manteniendo el poder de control o de decisión.⁴¹ Además con todo esto se persigue un objetivo colectivo que es contribuir a que los administradores actúen persiguiendo el

⁴⁰ GANDÍA PÉREZ, E. “*Acciones de voto plural y loyalty shares. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia*” Revista de derecho mercantil nº300/2016 p. 92

⁴¹ Esta idea ha generado polémica pues determinados autores sostienen que este argumento no es todo lo eficiente que debería ser, al entender que existen ya en nuestro ordenamiento determinados mecanismos que garantizan la separación entre propiedad y control. *Vid* Informe de CONSOB de 2014

interés social⁴², la estabilidad societaria, la gestión prudente, las políticas largoplacistas⁴³, la tutela de la minoría y la optimización de los mecanismos de mercado.⁴⁴

A mi modo de ver uno de los principales beneficios que reportan las loyalty shares es dotar de un posición más privilegiada a los inversores minoritarios, al no tener que desempeñar un elevado capital para poder gozar de mayor participación en las decisiones sociales, cuestión distinta y que tendremos ocasión de analizar, es que este tipo de inversores presenta un bajo perfil de participación en la empresa, con independencia del capital aportado, pues como reportó el Informe de Gobierno Corporativo de 2015, existe una relación inversamente proporcional entre el nivel de participación en las juntas generales y el porcentaje de capital flotante, pero esta apatía de los accionistas la trataremos más adelante de manera más exhaustiva

De hecho para corroborar esta idea, en 2012 se elaboró un informe, el Informe Gallois⁴⁵, que llegaba a la conclusión de que era un imperativo de las sociedades el trabajar en el equilibrio entre los accionistas y el de otros sectores interesados en el desarrollo y evolución de la sociedad.

2.8.2 Efectos negativos de la incorporación de las loyalty shares.

No obstante la adopción de esta medida ha estado cargada de controversia pues no es una cuestión que únicamente reporte beneficios, sino que es necesario sopesar los aspectos negativos que esta produce para poder hacer un análisis completo y exhaustivo.

⁴² LAMANDINI, M., “*Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*” vid p 250

⁴³ HONTORIA, P. “*Acciones de lealtad: virtudes, defectos e incógnitas*” Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/10/08/legal/1602166639_097414.html

⁴⁴ KAPLAN, S.N. Y STROMBERG, P. “*Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*” 2002 pp 1-35

⁴⁵ GALLOIS, L., “*Pacte pour la compétitivité de l’industrie française*”, La Documentation française, 2012

Así el primer punto negativo que podemos reseñar es el quebranto de la democracia accionarial⁴⁶. En esta misma línea otro punto que ha sido criticado gravemente por la doctrina ha sido el carácter discriminatorio que reviste la reforma afectando tanto a accionistas estables como a aquellas sociedades que hayan incorporado el derecho de voto reforzado antes de la aprobación de la misma.

Como bien hemos dicho al principio de este trabajo, las loyalty shares podemos enmarcarlas dentro de los llamados mecanismos de control reforzado, es decir, los CEM's, esta idea provoca en consecuencia que nos encontremos ante una vulneración del principio de proporcionalidad, cuestión que analizaremos en mayor profundidad en el próximo epígrafe, pero que conviene tener en cuenta en este panorama, no obstante, aunque sea un principio fundamental numerosas sociedades en la actualidad utilizan determinados mecanismos para formular una desviación de este principio, por lo que no podemos valorar esta ruptura como un efecto puramente negativo de la inclusión de estas acciones⁴⁷. Lo que sí que es interesante destacar en esta línea, es que la diferencia entre los mecanismos utilizados por las sociedades y las loyalty shares, es que estas últimas descansan bajo la idea de alterar el principio de proporcionalidad en aras de mejorar la gestión empresarial a largo plazo, y esta idea sí que ha calado tanto en parte de la doctrina extranjera como en los inversores.

Parte de la doctrina norteamericana y parte de la europea sostiene que el establecimiento de las loyalty shares ha de venir acompañado del establecimiento de medidas que tengan por objeto atenuar los riesgos que se puedan derivar del voto reforzado. Y es que la inclusión de este tipo de mecanismos puede suponer una evidente separación entre

⁴⁶ Determinados autores franceses, entre ellos S. Torck, sostienen que no se puede hablar de dicha ruptura, pues ni siquiera existe la democracia accionarial, al entender que La ley al derecho de voto doble francesa exige la adopción de un acuerdo de 2/3 implica que no podamos hablar de este principio,

⁴⁷ E. GANDIA "Acciones de voto plural..." op cit., en esta obra el autor entiende que los efectos que podamos apreciar de la inclusión de las acciones de lealtad no son distintos a los que generan otras desviaciones del principio de proporcionalidad.

propiedad y control , pudiendo incrementar con ello los costes de agencia⁴⁸ y otro tipo de problemas societarios:

- Pérdida de liquidez.
- Bloqueo de operaciones de adquisición.
- Se trata de alcanzar interés y beneficios particulares en perjuicio de los accionistas minoritarios.
- Conflicto de los accionistas mayoritarios con los minoritarios.
- Desincentivación de las políticas que buscan una mejora de las prestaciones o de la actividad desarrollada por la sociedad. A propósito de esta idea, y como hemos venido analizando, las acciones de lealtad se han llegado a valorar como un auténtico mecanismo frente a las ofertas públicas de adquisición hostiles⁴⁹

Todos estos riesgos podrían suprimirse o minimizarse mediante la inclusión de cláusulas estatutarias que se encarguen de limitar los derechos de voto máximos que como sumo podrán corresponder por acción, asimismo se podría fijar un plazo en virtud del cual cuando se superen los derechos de voto no se podrán incrementar más⁵⁰

Del mismo modo las loyalty shares pueden plantear determinados problemas de coordinación, especialmente en el panorama de las OPAs y las normas de transparencia en lo referente a las participaciones relevantes, pero del mismo modo también se pueden ver influenciadas las de fusión. Así podemos encontrarnos con determinados problemas cuando este derecho de voto reforzado no es reconocido en los estatutos de la sociedad absorbente pero sí en los de la absorbida, por tanto, en caso de que la sociedad absorbente sea una sociedad cotizada, tanto los nuevos accionistas como los antiguos, se verán beneficiados del derecho de voto doble en un plazo de dos años, pero ¿Qué sucede con los accionistas de la sociedad absorbida que ya tenían ese derecho? En este caso perderán

⁴⁸ GABRIEL PAEZ, Se trata de aquellos costes derivados del conflicto de intereses principales con el agente, siendo el principal la persona que contrata y el agente es el contratado. Disponible en <https://economipedia.com/definiciones/costo-de-agencia.html>

⁴⁹ Así opina la CNMV al entender que se deberán formular OPAs en determinados casos.

⁵⁰ Esta medida ya ha sido aprobada en el derecho francés, al contemplar en su art. L. 225-125 del Código de Comercio francés

sus beneficios al menos durante el plazo de 2 años interpuesto por la Ley⁵¹. La idea de las OPAs ha sido abordada por CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) en su informe de 2014 afirmando que la idea de una acción-un voto, es en general, la *“la única regla que garantiza el éxito de ofertas de adquisición eficientes”*

En último lugar, en lo que refiere a las normas de transparencia sobre las participaciones significativas, hace que se constituya como imperativo que la adopción de las loyalty shares vaya acompañado de un aumento en el control y el seguimiento de las inversiones que se realicen, especialmente y dado el carácter temporal de esas acciones deberá hacerse hincapié en las fechas de adquisición y venta de aquellos derechos que puedan ir acompañado un derecho de voto reforzado. Por tanto la normativa societaria deberá venir acompañada de una serie de reformas precedentes en el marco financiero.

⁵¹ FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017 vid pp. 94

3. NATURALEZA DE LA SOCIEDAD COTIZADA ESPAÑOLA.

Como bien hemos venido adelantando las acciones de lealtad suponen una ruptura directa con el principio de proporcionalidad y pueden alterar el entramado societario de la empresa. Por tanto es de vital importancia que analicemos el funcionamiento interno de la sociedad cotizada para poder comprender qué beneficios y que problemas reportan las loyalty shares en la misma.

Para poder comenzar con el análisis hemos de partir del art 1 de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante LSC) donde se establece textualmente como sociedades de capital: las sociedades anónimas, las de responsabilidad limitada y las comanditarias por acciones. Por tanto nuestro trabajo necesariamente va a beneficiar –o perjudicar– única y exclusivamente a este tipo societario, comúnmente conocido por sociedades cotizadas, no obstante, pese a haberse modificado la LSC, esta medida está destinada para las Sociedades Anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado. Así nos vamos a encargar de analizar en este apartado la naturaleza de la sociedad anónima.

Podemos comenzar hablando del art 495.1 de la LSC, que ha sido modificado recientemente con la inclusión de la Ley 5/2021 de 12 de abril, el cual nos ofrece el concepto de las sociedades anónimas cotizadas definiéndose como: “Son sociedades cotizadas las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado español”. Con la modificación de este precepto lo que se pretende es dilucidar de un lado el régimen jurídico aplicable para aquellas sociedades que coticen en un mercado regulado español, de aquellas que estén admitidas a negociación en un mercado regulado de otro Estado y cuya regulación ha sido incorporada en el apartado tercero del mismo artículo.

Tradicionalmente se ha venido hablando de dos subtipos societarios de un lado las sociedades anónimas cerradas, las cuales se caracterizaban por contar con un reducido número de socios, y que solía tener carácter familiar, pues al tener ese marcado carácter de hermetismo daba como resultado la dificultad de acceso a la propia sociedad. Y del otro lado aparece la sociedad anónima abierta –pudiendo identificarla como el modelo actual que todos tenemos en mente– que ya contaba con un importante número de socios, que entran a formar parte de la sociedad a través de la aportación de capital que realizan,

dando como resultado que se produjera una disociación entre el control –pues se basa en la participación aportada– y la propiedad, reforzando el marcado carácter intuitu pecuniae.

Toda esta idea que se ha plasmado va a ir dando como resultado que la sociedad anónima cotizada comience a imponerse como uno de los principales tipos societarios para aquellos empresarios que requieran de gran financiación, pues se trata de uno de los mejores instrumentos para atraer a los inversores a la sociedad. Es esta importancia la que hace que goce de gran regulación para establecer la gestión entre la propiedad y el control, entrando en juego principios tales como el de proporcionalidad y el de igualdad de trato.

Así podemos distinguir que de un lado nos encontraremos con la regulación propia de la LSC donde se regulan todos los ámbitos tendentes a la gestión y organización de la sociedad, y del otro lado aparece el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, encargada de la regulación de los aspectos de admisión a negociación de las acciones, así como de representación de las acciones en materia de información o transparencia, siempre bajo la supervisión de la CNMV y presidida fundamentalmente por el principio de transparencia para asegurar el buen funcionamiento de los mercados y la protección al inversor. Por tanto se trata de un régimen dual que en multitud de ocasiones la propia modificación de la LSC llevará aparejado un cambio en el propio TRLMV.

Lo que en cualquier caso ha de quedarnos claro es que para ostentar la condición de socio, necesariamente ha de aportarse una suma de capital, y es en función del capital aportado, en virtud del cual será atribuido el derecho de voto, así el art 93 LSC, dentro del Capítulo II “*los derechos del socio*”, recoge expresamente en su apartado c) que el socio tendrá derecho de asistir y votar en las juntas generales, principio que se configura como un derecho, no como una obligación, es decir, no es preceptivo su cumplimiento, por tanto, nos encontramos ante el contenido mínimo del denominado “poder político del socio en la sociedad de capital”.

3.1 PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD.

Una vez expuesto el funcionamiento interno de las sociedades cotizadas es momento de comprender desde un punto de vista teórico-práctico cual es el comportamiento y

evolución de uno de los principios que opera en la integra mayoría de las sociedades, comprendiendo así el principio de proporcionalidad un pilar básico de las mismas y que puede entrar en confrontación con las loyalty shares.

Este principio descansa bajo la premisa de “una acción equivale a un voto”⁵² permitiendo defender con ello la democracia accionarial dentro de la sociedad, y establecer una relación directa entre propiedad y control, cuestión que puede desempeñar problemas en la práctica.

Así podemos configurar el principio de proporcionalidad como un mecanismo que se encarga de configurar la sociedad, ya sea por su implicación directa en la toma de decisiones de la Junta General, o bien por su atractivo para los grandes inversores permitiéndoles ejercer una gran influencia en la forma de intervención dentro de la sociedad y que irá en proporción a la suma aportada. En definitiva, nos encontramos con un principio histórico que se encarga de regular la sociedad cotizada tal y como la conocemos actualmente y que establece una relación directa entre el riesgo y el poder de decisión. Así en el art 188.2 LSC plantea la imposibilidad de emitir acciones que “*de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto*”, cuestión distinta es que estatutariamente se plantee la posibilidad de introducir mecanismos de desviación de este principio, como pueden ser los pactos parasociales.

Una de las visiones más críticas de este principio es, la relación directa entre control y propiedad, así nos encontramos con la denominada situación de “mayoría económica” o “mayoría real”⁵³, lo que viene a representar este escenario es que la votación se realiza en función del número de votos, y como bien sabemos, a mayor participación económica mayor representación dentro de la sociedad, por tanto en muchas ocasiones no va a prevalecer la opinión de la mayoría, entendiéndose en un sentido puramente objetivo por el número de personas o “mayoría viril”, sino que aquellos accionistas o socios que gocen de mayor capital invertido en la empresa podrán hacer prevalecer su voto frente al resto. No obstante esta situación puede llegar a moderarse mediante la regulación estatutaria de

⁵² BURKART, M Y LEE, S. “*One share-one vote: the theory*” op cit. pp. 415

⁵³ SÁNCHEZ LINDE, M. “*La proporcionalidad entre votos y capital en la Sociedad Anónima. Reflexiones en torno a la mayoría económica en la Junta de Accionistas*”, pp. 552-581

determinadas figuras, como es el caso de la prohibición de emitir un número máximo de votos para un único accionista, cuestión que reafirma el art 105 LSA

En cualquier caso y como venimos anticipando en el trabajado, las acciones de lealtad suponen un quebranto directo del principio de proporcionalidad, entendiéndolo como una relación proporcionada entre los votos y la participación económica, no obstante, nos encontramos con que ya de por sí y de manera autónoma esta situación puede dar lugar a una serie de problemas o efectos no deseados que han sido objeto de atención por parte de la doctrina desde un triple punto de vista:

3.1.1 Estructura del voto y conflicto de intereses.

Uno de los principales problemas que se ha venido manifestando en el panorama económico es el problema de agencia, que consiste en determinar de la mejor manera posible la forma en la que el accionariado se asegure de que los administradores actúen de una manera eficiente.⁵⁴ Así al respecto la literatura económica entiende que la mejor manera de gestionar esto es a través de la concentración del poder en manos de un único accionista y mediante la adaptación al mercado de control societario.⁵⁵ Pues de un lado si se produjese una concentración de poder en un grupo de accionistas, estos se encargarían de controlar el modo de actuación de los administradores asegurando una gestión eficiente de la misma. Por otro lado, la mera existencia de una situación de mercado de control refuerza la idea de que los administradores han de ser capaces en su labor de gestión de la compañía, pues en último término actuarán motivados por el miedo al despido.⁵⁶ No obstante, toda medida está cargada de controversia y en nuestro caso si se adoptase una estructura que modifique el derecho al voto en función de los derechos de propiedad puede dar como resultado un desequilibrio en los mismos y una ineficacia en la gobernanza. Así, un planteamiento que sostiene el gobierno corporativo es la supresión del poder de los socios en beneficio de los administradores.

⁵⁴ MORALES, A. *vid* “*Los problemas de agencia y las soluciones legales*”

⁵⁵ FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017. *op cit.* pp. 61.

⁵⁶ ROBLES MARTIN, A. *Vid* sindicación de Acciones y mercado de control societario

Expuesto todo lo anterior podemos decir que si se da un sistema no proporcional esto llevaría aparejado un incentivo en la supervisión de los administradores por parte de los accionistas de control ya que con ello lo que se consigue es una reducción de los costes asociados a la obtención de una participación significativa en la sociedad, es decir, los costes derivados de la ausencia de diversificación, de tener un activo potencialmente ilíquido así como los financieros generados por la adquisición de la participación misma. Mientras que en el caso contrario si nos desviamos del principio de proporcionalidad se reducirían dichos costes permitiendo al accionista controlar un porcentaje de derecho de voto mayor de los que proporcionalmente le corresponderían reduciendo al mismo tiempo el riesgo asumido.⁵⁷

3.1.2 Estructura del voto y mercado de control societario.

Sí analizamos este principio desde la óptica del mercado de control societario, es decir, desde la consolidación del control, nos daremos cuenta de que en la práctica la adopción de la proporcionalidad no es el mecanismo más eficaz, ya que como sostienen determinados autores, la proporcionalidad no garantiza la asignación óptima del control, siendo necesario atender a la estructura de propiedad de las sociedades –bien sea de capital disperso o de capital concentrado–, así como al número de posibles adquirentes y el grado de información del oferente para generar valor.

En lo que refiere a nuestro caso, las sociedades de capital disperso, se parte de la idea de que desviarse del principio de proporcionalidad puede favorecer o posibilitar operaciones de control societario mitigando el problema del free riding que tiene su fundamento en la imposibilidad de que los accionistas desarrollen una estrategia de actuación común frente al oferente, haciendo así que actúen de forma individualizada, todo este problema se debe a los elevados costes de coordinación existentes.

Por tanto pese a que la estructura del voto dentro de la sociedad es importante, esta no es vital para la efectividad de la adquisición, lo que si resulta importante es que abogar por un sistema que rompa con la proporcionalidad, puede dar como resultado que los

⁵⁷ FERNÁNDEZ TORRES, I. “*Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*” op. Cit. Pp.63

problemas del free riding se corrijan. Es decir, en caso de sociedades de capital disperso y en las que no existan ofertas de empresas competidoras, que se produzca una desviación del principio de proporcionalidad tendrá repercusión directa en el coste de la operación. De tal manera podemos afirmar que una desviación de la regla de proporcionalidad podría mejorar la eficiencia del mercado de control societario y favorecer el desarrollo de operaciones más ventajosas.

El problema surge cuando sí que existen varios oferentes interesados en adquirir el capital disperso de la sociedad, pues en contradicción con el caso anterior, aquí sí que puede resultar beneficiosa la existencia de la proporcionalidad, ya que lo que trata de perseguir este principio es que la adquisición del control deba recaer sobre el oferente que más valor pueda generar o que pague un precio más alto⁵⁸

Por el contrario, para las sociedades con capital concentrado no podemos hablar de la problemática del free riding en la misma medida, ya que en este caso será frecuente que la cesión de control se lleve a cabo a través de negociaciones bilaterales, ya que resulta imposible adquirir el control sin el conocimiento del socio de control. En estos casos lo que se hará es sustituir el mercado de control por el mercado de bloques de control. De tal manera que en este caso podemos definir el principio de proporcionalidad como ventajoso para la empresa, pues lo que hace será incentivar las ofertas públicas de adquisición que aumenten el valor de la misma en detrimento de aquellas que únicamente generan pérdidas.

3.1.3 Estructura del voto y decisiones financieras.

Uno de los principales problemas a los que ha de hacer frente la sociedad cotizada es a la hora de determinar los mecanismo de financiación de la misma, cuestión que en la práctica es de indudable importancia, y la determinación de un sistema u otro provocará que se produzcan situaciones tan dispares tales como el aumento del número de sociedades cotizadas o que aumenten las decisiones financieras, lo que lleva en último término a adoptar mecanismos que separen la propiedad y el control.

⁵⁸ HARRIS, M. y RAVIV, A. “*Corporate governance: voting rights an majority rules*” Journal of Financial Economics, op cit. pp. 958-992.

No obstante, y pese a lo expuesto, adoptar determinados mecanismos que tengan como objetivo vulnerar el principio de proporcionalidad puede dar como resultado que el accionista de control pueda mantener esa posición privilegiada dentro de la empresa sin haber realizado una inversión tan grande, pues en el caso de la inclusión de las loyalty shares este accionista contará con el doble de votos –dependiendo de lo establecido en los estatutos–, lo que hace que este inversor pueda diversificar sus activos en otras empresas que considere oportunas, reduciendo con ello su riesgo. En definitiva, favorece la liquidez de las acciones al mismo tiempo que el empresario puede obtener más recursos.⁵⁹

3.3 MECANISMOS DE DESVIACIÓN DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD.

Mediante un informe elaborado por la Comisión Europea en 2007⁶⁰ se nos señala que España constituye uno de los países de la Unión Europea que más utiliza de forma habitual determinados mecanismos que vulneran el principio de proporcionalidad. Así queda constatado en dicho Informe que aproximadamente el cuarenta y nueve por ciento de las empresas españolas usan algún mecanismo que altera la democracia accionarial.

Si bien es cierto que el principio de proporcionalidad contiene ciertas excepciones que se plasman en la propia Ley de sociedades de capital. De tal manera, que pese a la multitud de mecanismos existentes que se encargan de desvirtuar el citado principio, únicamente nos vamos a encargar de analizar aquellos que más repercusión acarrearán en la sociedad en base por su gran práctica habitual en las sociedades españolas.

En base a los datos ofrecidos por el Informe encargado por la Comisión en 2007 el treinta y cinco por ciento de las sociedades cotizadas utilizan cláusulas que limitan el derecho de voto mediante previsión estatutaria de la misma, pese a que legalmente es una situación perfectamente válida y por ende no constituye una excepción al principio de proporcionalidad en sentido estricto, sí que va a alterarlo de manera indirecta, limitando

⁵⁹ FERNÁNDEZ TORRES, I., “*Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*,” vid p 66

⁶⁰ El informe elaborado en 2007, concretamente en el Anexo C, se encarga de analizar la implicación de los mecanismos de control reforzado en España

los derechos de voto de aquellas acciones que excedan del límite marcado en los estatutos, todo ello con idea que limitar la influencia de los socios preponderantes en el seno de la Junta General.⁶¹ Dicha previsión estatutaria ha estado fuertemente limitada por las constantes regulaciones que se han dado en esta materia, de tal modo que con la aparición de la Ley de Auditorías, Mercado de Valores y Sociedades Anónimas de 2010, esta medida quedó extinta, acabando con los límites existentes en el derecho de voto de los accionistas. No obstante, esta limitación volverá a aparecer acompañada de la previsión legal contenida en el art 188.3 LSC, donde se dice expresamente que los estatutos de la sociedad anónima podrán fijar el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, habiendo sido interpretado este criterio por la jurisprudencia y afirman que en caso de acordarse deberá responder a una justificación razonable y no discriminatoria⁶². La idea principal que radica detrás de toda esta regulación es la de protegerse frente a una OPA hostil, motivo por el cual ha sido contrariada por los Códigos de Buen Gobierno⁶³. En cualquier caso es necesario mencionar la excepción que se recoge en el art 527 LSC, para el caso de que el oferente exceda del 70% de derechos de voto como consecuencia de una oferta pública de adquisición, salvo que el oferente no haya adoptado medidas de neutralización equivalentes.

Otra limitación que hemos de destacar son las estructuras societarias piramidales, que según el Informe antes citado, ocupan el veinte por ciento de los casos.

También es necesario mencionar los pactos parasociales, que pese a su menor incidencia –del cinco por ciento– han gozado de una regulación específica en la LSC formulada en los art 530 y ss LSC, debiendo someterse así a un régimen de publicidad específico. Su trascendencia radica en que constituyen un mecanismo en virtud del cual puede

⁶¹ FERNÁNDEZ, I., “Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial”, op. cit. pp. 103

⁶² Redacción Editorial. (2020, 22 julio). *Ejercicio y limitaciones del derecho de voto en S.A y S.L*. Economist & Jurist. <https://www.economistjurist.es/noticias-juridicas/ejercicio-y-limitaciones-del-derecho-de-voto-en-s-a-y-s-l>

⁶³ RECALDE CASTELLS, A. “Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capital” pp. 60 y ss

controlarse una sociedad sin necesidad de que la participación individual supere los umbrales que obligan a la formulación de una OPA⁶⁴.

Pese a todo lo expuesto anteriormente, aquí no acaba la cuestión, pues en España se siguen admitiendo determinados mecanismos que desvirtúan el principio de proporcionalidad, pero de acuerdo con los Informes de Buen Gobierno, estos cuentan con una escasa incidencia práctica, de tal manera que a modo enunciativo podemos señalar las acciones sin derechos de voto, pero que tiene atribuidas privilegios económicos, o aquellas medidas que tratan de incrementar los quórum y mayorías, etc.

3.2 PRINCIPIO DE IGUALDAD DE TRATO

Aparece regulado en los art 97 y 514 de la Ley de Sociedades de Capital y se encarga de garantizar la paridad de trato entre los socios que se encuentren en situaciones idénticas, por tanto podemos definir este principio no como un imperativo absoluto, sino como un concepto de igualdad relativo, en cuanto que en una sociedad anónima existen accionistas en situaciones divergentes.⁶⁵

Por tanto si nos basamos en esta idea, la igualdad de trato no establece que no puedan existir en una misma sociedad diferentes tipos de acciones que confieran distintos derechos a los socios, como bien se consagra en el art 94 LSC, donde se nos enuncia que *“Las participaciones sociales y las acciones pueden otorgar derechos diferentes”*

En esta misma línea el art 293 LSC recoge la idea de que es posible conferir un trato discriminatorio a los socios que posean una misma tipología de acciones, previa modificación estatutaria con unos determinados cómputos⁶⁶.

⁶⁴ FERNÁNDEZ TORRES, I., *“Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial, op cit.* pp. 104

⁶⁵ SÁNCHEZ-CALERO, J. “La igualdad de trato de los accionistas: ¿un principio general?, *Revista de Derecho de Sociedades* nº 35, 2010 pp. 19-32

⁶⁶ Para poder adoptar esta medida “discriminatoria” el art 293.1 LSC nos parte de la idea de que será preceptivo que dicha medida sea acordada por la Junta General, debiendo acordarse por la

Para poder entender este principio desde un punto de vista puramente jurídico, en el apartado segundo del mismo precepto, el legislador se encarga de definir qué hemos de entender por trato discriminatorio, así textualmente lo define como: *“se reputará que entraña trato discriminatorio cualquier modificación, que en el plano sustancial, tenga un impacto, económico o político, claramente asimétrico en unas y otras acciones o en sus titulares”*

Si extrapolamos esta situación a las acciones de lealtad, no podemos entender que deba apreciarse este principio, y especialmente que hayan de darse los requisitos para poder aceptar que tengan un trato discriminatorio, en primer lugar debido a que para su mera inclusión en la sociedad ya es preceptivo adoptarlas mediante unas determinadas mayorías –más exigentes que esta–. Y en segundo lugar no podemos entender que supongan una vulneración de este principio, pues se trata de acciones que desde su inclusión en la sociedad hacen que por la mera permanencia del periodo marcado estatutariamente todas las acciones sean susceptibles de obtener dicho privilegio, por lo que no se está haciendo distinción entre unas y otras

Cuestión distinta suscita el planteamiento que lleva a cabo Sánchez-Calero, donde una vez que se haya acordada la modificación estatutaria para introducir las acciones de lealtad, sean estas mismas las que reconozcan un derecho político a un colectivo específico de accionistas que se hayan adquirido este privilegio desde el principio, en contraposición con aquellos cuya inclusión es más reciente. Así este autor entiende que no es sinónimo de igualdad la equivalencia absoluta en los derechos de los socios, sino que esto puede tener su fundamento en la organización eficiente de la sociedad, siendo lo más importante que esa diferencia de trato tenga su razonamiento en una fundamentación legítima.

Según lo expuesto podemos entender que la obtención de este derecho de doble voto en un momento posterior a un determinado colectivo no supone un quebranto del principio de igualdad de trato en la medida en que debe tener un origen y carácter justificado. Teniendo que atender por tanto a unas finalidades en base a la estructura societaria que se haya adoptado.

mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada. Para el caso de que sean varias clases de acciones deberá computarse el acuerdo por separado.

Si continuamos analizando el principio de igualdad de trato nos damos cuenta de que los derechos de voto doble por lealtad carecen de un régimen discrecional, pues pueden ser obtenidos por cualquier accionista, debiendo estar contenidos los requisitos para su obtención tanto en la ley, como en los propios estatutos sociales –en caso de diferir de algún plazo o concepto legal– reforzando ese carácter disciplinar y ausente de arbitrariedad.

Del mismo modo otra de las finalidades configuradoras del principio de igualdad de trato es actuar como instrumento limitador de los accionistas mayoritarios, evitando que puedan adoptarse acuerdos en detrimentos de los minoritarios. Es precisamente por esto por lo que se recomienda que la previsión estatutaria que adopte la inclusión de las acciones de lealtad debe contar con la aprobación suficiente de los accionistas minoritarios.

4. LAS ACCIONES DE LEALTAD EN EL DERECHO COMPARADO.

4.1 EL DOBLE VOTO EN FRANCIA. LOI FLORANGE.

Podemos comenzar diciendo que Francia se constituye como uno de los pioneros a nivel europeo de la inclusión de las acciones con derecho de voto múltiple, abarcando desde las acciones de lealtad, hasta los derechos de voto adicionales. Es tal la envergadura de la que dispone Francia en esta materia que según el Informe de la Comisión de 2007, quedó constancia de que aproximadamente, el 57% de las empresas contenían en sus estatutos dichos mecanismos de control reforzado.

En lo que refiere a nuestro trabajo, las acciones de lealtad aparecieron en el panorama francés en 1933 bajo la Ley de 13 de noviembre, que llevaba por rúbrica “*réglementant le droit de vote dans les assemblées d’actionnaires des sociétés par actions*”.⁶⁷ Cuestión distinta es que gracias a la ya citada Loi Florange, se remodelará este sistema confirmando un carácter automático, es decir, se reconoce el derecho de voto para la inmensidad de las sociedades que tengan reconocido la negociación de sus valores en un mercado secundario. De tal manera se establece que para poder proceder a la supresión de este sistema general será necesaria previsión estatutaria de la misma, que deberá ser aprobada en Junta General y además deberá gozar de una mayoría cualificada de dos tercios. No obstante, este régimen general puede suponer ciertos riesgos que se han visto en la práctica para la democracia accionarial.

Esta medida surge de la mano del ya mencionado Informe Gallois, encargado de mejorar la competitividad de las empresas, estableciendo las acciones de lealtad como un mecanismo de control reforzado que fomenta la implicación del accionariado en la sociedad.⁶⁸

Así la regulación que ha optado Francia para establecer las loyalty shares no dista demasiado de los demás ordenamientos a nivel europeo, incluido el nuestro, de tal manera

⁶⁷ Loi du 13 novembre 1933, réglementant le droit de vote dans les assemblées d’actionnaires des sociétés par actions (JORF, núm. 266, de 15 de noviembre de 1933).

⁶⁸ GALLOIS, L., “Pacte pour la compétitivité de l’industrie française”, La Documentation française, 2012

que en el art 1.1 Loi du 13 novembre, reconoce que se atribuirá un derecho de voto doble para las acciones inscritas a nombre de un socio por el periodo mínimo e ininterrumpido de dos años, salvo cláusula estatutaria en contra.

Cuestión distinta es que sucede con aquellas sociedades que ya contasen con la previsión estatutaria de las acciones de lealtad con anterioridad a la entrada en vigor de esta Ley, en este caso no sería necesario realizar ninguna modificación dado el carácter automático de la Ley. El problema surge al hablar de aquellas sociedades que no lo tenían contemplado anteriormente en sus estatutos, aquí sí que sería necesario para poder suprimirlas adoptar un acuerdo en contra de las mismas, que deberá contenerse estatutariamente, para ello será necesario su aprobación en una asamblea extraordinaria, debiendo gozar la misma de una mayoría cualificada de dos tercios.

En esta misma línea tenemos que mencionar que se trata de un derecho puramente subjetivo, esto quiere decir, que aparece vinculado al titular de las acciones, y por tanto este no podrá transmitirse, pues en ese caso se extinguiría el derecho en ellas contenido. No obstante, existen determinados supuestos donde sí que prevalecerá la transmisión de las mismas y no será causa de extinción, así podemos contemplar la sucesión mortis causa y las modificaciones estructurales, del mismo modo estas previsiones podrán contemplarse en los estatutos en aras de suprimirlas.⁶⁹

Como bien hemos recogido en apartados precedentes, Francia goza de la experiencia y de una regulación profusa, lo que hace que ya se hayan implementado determinadas medidas correctoras con la finalidad de evitar o mitigar los riesgos que pueden surgir. Así en el art L 225-125 Cco, se ha establecido la limitación de derechos de voto.⁷⁰ De la misma manera también se previeron en el momento de declaración de esta ley, determinados supuestos para estar exento de tener que formular una oferta pública de adquisición. Esta exoneración se recoge bajo la premisa de que el socio que ostente un porcentaje superior al treinta por ciento de los derechos de voto sea como consecuencia del carácter automático de las acciones de lealtad, pudiendo extenderse este periodo hasta

⁶⁹ Vid. art. L. 225-124 C. com.

⁷⁰ FERNÁNDEZ, I., “*Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*”, op. cit., pp. 90

finales de 2018 y además se establece como requisitos básico que el índice de participación no supere al detentado durante la inclusión de la Loi n1 2014-384⁷¹

En esta misma línea un aspecto que ha sido gravemente criticado por la doctrina es que el propio C. Com, no ha contemplado para este supuesto el ejercicio del derecho de separación de los socios pertenecientes a una sociedad anónima, es precisamente por lo que deberá contemplarse y ser regulado en los propios estatutos sociales. Así se contempla que la sociedad deba especificarse como una SICAV (Sociedad de inversión de capital variable) permitiendo así poder contener en los estatutos dicha previsión del derecho de separación de los socios inversores.

La idea principal que podemos esclarecer de toda esta regulación es que, el régimen francés opta por un sistema automático de vinculación con los loyalty shares, lo que da como resultado que se suprima el elemento de voluntariedad de las mismas. Concretamente el estado francés a la hora de regularlas ha tratado de “promover el crecimiento a largo plazo de las compañías en sectores estratégicos para Francia”⁷²

Al igual que sucede en nuestro ordenamiento jurídico, esta medida ha estado cargada de críticas, al entender que era innecesario pues ya en 2013 –justo un año antes de la inclusión de la Loi Florange– más de la mitad de las empresas integrantes del CAC-40 –Uno de los índices bursátiles más importantes a nivel francés y donde se recogen las 40 empresas más grandes del mismo– arrojaban que ya poseían en su regulación estatutaria la implementación de los derechos de voto doble.⁷³ De la misma manera uno de los aspectos más criticados es que esta regulación peca de ser demasiado proteccionista. Siguiendo esta línea, también ha sido objeto de críticas por parte de las minorías, al entender que se trata de una medida que en la práctica resulta más un agravante para los inversores minoritarios que un beneficio, pues como ya hemos dicho, es necesario que estas acciones estén incluidas en el Registro, es ahí donde se suscita el problema, al tratarse de un obstáculo adicional que dificulta en gran medida la concesión de este

⁷¹ Vid art. 7, V, Loi n° 2014-384.

⁷² Vid “The Government as Shareholder”, 2015, p. 21.

⁷³ FERNÁNDEZ, I., “*Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*”, op. cit., p.75.

privilegio, especialmente a aquellos inversores de otros Estados, pues se encuentran en desventaja con respecto de los inversores nacionales.

Poniéndolo en contexto con las ofertas públicas de adquisición, la medida ha sido vista con rechazo pues si lo que se pretendía es dotar de estabilidad al accionariado, el carácter automático puede precisamente perjudicar a los accionistas estables pues éstos pueden verse obligados a convertir una parte de sus acciones nominativas en títulos al portador con la finalidad de evitar tener que lanzar una OPA⁷⁴. De la misma manera los inversores institucionales, principalmente los extranjeros no se han mostrado muy partícipes del derecho de doble voto, en base a su resistencia a inscribir los títulos de forma nominativa. La consecuencia inmediata de todas estas medidas u oposiciones que se perjudica la estabilidad accionarial

En último lugar hemos de mencionar lo que a mi modo de ver resulta más llamativo y que puede suponer una gran fuente de motivación a los inversores –especialmente de los institucionales– es la previsión del llamado “dividendo mayor” que tiene cabida en el art 232-14 C.Com. Lo que trata de alcanzar esta medida es que aquellos accionistas que hayan poseído inscritas dichas acciones durante el plazo mínimo de dos años, se les reconozca un dividendo adicional con un valor que no podrá exceder del diez por ciento del dividendo común. Una última consideración es que el número de acciones que otorguen el derecho a un aumento de dividendos no podrá superar para un mismo accionista el 0,5% del capital social de la empresa cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado.⁷⁵

Pese a no contar con la misma difusión e impacto que han tenido las acciones de lealtad, lo considera una opción muy viable, pues como bien hemos dicho al principio de la exposición, nos encontramos ante un activismo especulativo, que persigue el interés económico e individual en perjuicio de la sostenibilidad de la empresa.

⁷⁴ FERNÁNDEZ TORRES, I. “*El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital*” Revista de derecho bancario y bursátil nº161/2021. Op cit. pp. 11 a 54

⁷⁵ Le coin des entrepreneurs: Les dividendes majorés: qu’est-ce que c’est et comment ça marche? Disponible en: <https://www.lecoindesentrepreneurs.fr/dividendes-majores/>

4.2 EL VOTO MAGGIORATO O REFORZADO EN ITALIA: EL DECRETO COMPETITIVITÀ

Por otro lado hemos de mencionar a Italia, que presenta un caso peculiar desde sus inicios en esta materia, pues la redacción del Decreto Competitività se vio motivada por el traslado de Chrysler-Fiat a Holanda en 2014, pues en ese momento el régimen jurídico holandés, tenía una mayor flexibilidad en esta materia que el italiano. De esta manera la legislación holandesa se configuraba más atractiva en base a su previsión legal de las loyalty shares, permitiendo que sus sociedades pudieran emitir las denominadas acciones prioritarias, que permitirían entre otras cosas gozar de derechos de voto múltiple, o vetar determinadas modificaciones estatutarias, es precisamente esto lo que lo convierte en un aliciente como medida anti-OPA, pues la titularidad de las mismas se configura de una manera especial, siendo los propios administradores quienes se encargan de controlar este tipo de acciones pero mediante el establecimiento de una fundación.⁷⁶

Por tanto, pese a que el Decreto Competitività incluyó numerosas reformas –entre ellas modificaciones en el Código Civile, y la Ley de Finanzas– podemos resaltar la inclusión de las acciones de lealtad, eso sí, únicamente para las sociedades cotizadas, ya que según el art 127 TUF, queda prohibido la emisión de acciones de voto plural para este tipo societario⁷⁷. Con ello se pretendía favorecer la competitividad de las empresas, y de la misma manera incentivar la participación de los inversores en la sociedad. En esta línea hemos de mencionar el Informe elaborado por la CONSOB en 2014, que establecía que no podía apreciarse ninguna relación directa de los inconvenientes que podían generar los mecanismos de desviación del principio de proporcionalidad en el valor estable de la empresa⁷⁸.

Al igual que sucede en el caso francés, esta reforma no puede catalogarse como innovadora, pues partimos de la base de que ya existen determinados mecanismos de desviación del principio de proporcionalidad, como son las acciones sin voto por un

⁷⁶ ALFARO, J. "El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil" pp.7 a 19

⁷⁷ Decreto Legislativo núm. 58, de 24 de febrero de 1998, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

⁷⁸ GANDÍA PÉREZ, E., "El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Legge núm. 91, de 24 de junio" *op cit.* pp. 178

importe inferior a la mitad del capital social⁷⁹ o por el contrario las acciones con voto limitado.⁸⁰

Adentrándonos en materia, podemos decir que el legislador a la hora de regular este tipo de mecanismo ha optado por un sistema antagónico al francés. Así en el caso italiano, las loyalty shares no actúan como una cláusula general, sino que han de ser las propias sociedades cotizadas las que los incluyan en sus estatutos, debiendo aprobarse en Junta General y con unos requisitos de mayoría cualificada, de al menos dos tercios del capital representado; aunque hubo un periodo durante el cual se exigía únicamente mayoría simple. El resultado de la adopción de mayoría simple, en virtud de la modificación del art 20.1.bis del Decreto Competitività dió como resultado una desprotección de las mayorías bastante acusada por parte tanto de la sociedad como de los inversores institucionales. Este desconcierto provocó que el régimen previsto legalmente para la adopción de la modificación estatutaria volviera al régimen general previsto de mayoría cualificada de dos tercios.

Una vez aprobada la inclusión de las mismas se conferirá un derecho de voto doble para aquellos titulares de las acciones que las hayan mantenido inscritas⁸¹ durante un plazo no inferior a dos años. Al igual que en el caso español aquí se reconoce cierta discrecionalidad a la sociedad, pudiendo establecer un plazo superior para poder gozar de este privilegio, pero no menor, pues la ley establece el suelo de las mismas.

Como bien sabemos, las acciones de lealtad no pueden encuadrarse dentro de una nueva tipología de acciones⁸², puesto que el derecho de voto reforzado forma parte intrínseca del accionista, es decir, se trata de un derecho subjetivo unido al titular de la misma y no de la propia acción en sí. Esto da como resultado un mayor fomento del accionariado por mantenerse en la sociedad, pero por el contrario, en caso de transmisión de estas acciones

⁷⁹ Vid, arts. 145 TUF y 2351.2°

⁸⁰ FERNÁNDEZ, I., “*Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*”, vid, pp. 81.

⁸¹ GANDIA. E. Hace un análisis exhaustivo de las condiciones registrales de los derechos de voto doble “*El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Legge núm. 91, de 24 de junio*” op. cit., pp. 190 y ss.

⁸² Así lo contempla el art 127 quinquies.5 TUF

se pierda el derecho en las mismas. No obstante, hay una serie de supuestos tasados en los que esta transmisión no surtirá el efecto de desaparición, así se contempla expresamente en los casos de fallecimiento, fusión o escisión del socio. En caso de que se produzca alguno de estos supuestos, el derecho prevalecerá. Cuestión distinta es que en este caso, los estatutos tendrán un valor fundamental pudiendo modificar estas condiciones.

Una mención que hemos de hacer y que ya ha sido indicada en apartados precedentes, es la obligación que existe de lanzar una oferta pública de adquisición, pues al verse beneficiado de este doble derecho de voto, puede sobrepasarse el límite máximo establecido en el treinta por ciento.⁸³ Así para paliar estos efectos, el propio ordenamiento contiene la renuncia de los votos que sean objeto de las acciones de lealtad, pero que una vez renunciado se tendrá por irrevocable.⁸⁴

⁸³ Vid ,Art. 107 TUF.

⁸⁴ Vid, Art. 127 quinquies.1 TUF

5.CONCLUSIONES.

A lo largo de este trabajo hemos podido realizar una investigación de la regulación ofrecida por el legislador nacional a la hora de incluir las acciones de lealtad en nuestro derecho societario, así como tratar de ofrecer desde un punto de vista práctico la conveniencia de las mismas. Sí bien es cierto que esta medida puede tener diversas opiniones, este trabajo trata de acercar o reforzar las ideas que se han tenido en cuenta para incluir este instrumento, y por ende tratar de ofrecer una perspectiva de un lado jurídica y de otro económica. De tal manera en este apartado se ha tratado de ofrecer en varios puntos las conclusiones a las que hemos podido llegar y que sirvan para tener una visión general del trabajo realizado:

1. La base de este trabajo no ha sido otra que ofrecer una visión crítica de las acciones de lealtad en nuestro ordenamiento jurídico, siendo estas un mecanismo para premiar a aquellos inversores que se mantengan leales a la sociedad. En cualquier caso lo que resulta evidente es que un exceso de inversión en el corto plazo puede resultar perjudicial para la creación de valor de la propia sociedad, siendo este problema el motivo que ha llevado a diversos países a incluir las acciones de lealtad en su propio ordenamiento. Así se ha podido venir fraguando esta preocupación desde la crisis de 2008.
2. Al margen de esta corriente de inversión especulativa, lo que se está tratando de perseguir es el denominado capitalismo sostenible, que se asienta sobre una doble vertiente, de un lado la sostenibilidad de la empresa y del otro el fomento de los accionistas en las políticas de desarrollo a largo plazo.
3. Por otro lado en lo que refiere a la regulación ofrecida en el panorama nacional y contenida en los artículos 527 ter a 527 indicios, ha venido motivada por la Ley 5/2021 de 12 de abril, que trata de trasponer la Directiva (UE) 2017/828 sobre la implicación a largo plazo de los accionistas. De esta manera lo primero que ha llamado la atención es la denominación que se le ha dado a las acciones de lealtad, definiendo estas como “acciones con voto adicional doble por lealtad”

4. Para la inclusión de las mismas en la sociedad se ha optado por un sistema opt-in, debiendo así contenerse en los propios estatutos de la sociedad y siendo acordada su inclusión con las mayorías y quórum recogidos en el art 527 quáter. Por el lado contrario los requisitos exigidos para su supresión son menos exigentes y aparecen consagrados en el art 527 sexies.
5. En cualquier caso, para poder optar a dicho privilegio será necesario haber mantenido inscritas las acciones durante un periodo de permanencia ininterrumpida de un mínimo de dos años –periodo que podrá ser ampliado por los estatutos, pero no mermado– que comenzará a computarse desde la fecha de inscripción en el libro registro especial y cuya regulación contenida en el art 527 septies aún se encuentra en una fase temprana, pues no dota de los elementos jurídico-societarios para la comunicación necesaria entre el registro especial de acciones con voto doble, con el registro de anotaciones en cuenta.
6. Otro aspecto importante que conviene dilucidar es la propia naturaleza de las acciones de lealtad, afirmándonos el artículo 527 ter que no se trata de una categoría especial de acciones. Con ello lo que se pretende es reforzar el carácter subjetivo de las acciones al vincularse con el propietario de las mismas, haciendo que en caso de transmisión de las acciones se extinga el derecho en ellas contenidas, salvo en los casos expresamente tasados en la propia ley
7. Lo que ha de quedarnos claro es que los estatutos de la sociedad van a ser de vital importancia para la configuración de las acciones de lealtad, así siempre que se respete la ley y los principios configuradores del derecho podremos entender que nos encontramos ante una manifestación directa de la autonomía de la voluntad de las sociedades.
8. También es necesario añadir un epígrafe tendente a esclarecer la vinculación de las acciones de lealtad con las ofertas públicas de adquisición, de tal manera el art 131.3 LMV sostiene que en caso de que algún accionista alcanzara el treinta por ciento o más de los derechos de voto como consecuencia directa de la atribución del derecho de doble voto, este no podrá ejercer los derechos políticos en la base en que excedan del citado porcentaje, a no ser que se formulase una oferta pública de adquisición. No obstante, en materia de ofertas públicas de adquisición existen

una variedad de supuestos que dan a entender la complejidad de la materia y la escasa regulación que se ha dado desde el punto de vista de las acciones de lealtad haciendo que sea una cuestión de escasa sencillez, en base a la gran casuística de situaciones con la que podemos encontrarnos.

9. De forma sucinta podemos señalar que esta reforma también ha traído aparejado un cambio en el art 495.1 LSC donde se nos dice que “son sociedades cotizadas las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado español”. Con la modificación de este precepto lo que se pretende es dilucidar de un lado el régimen jurídico aplicable para aquellas sociedades que coticen en un mercado regulado español, de aquellas que estén admitidas a negociación en un mercado regulado de otro Estado y cuya regulación ha sido incorporada en el apartado tercero del mismo artículo. Lo que si resulta conveniente señalar es que este tipo societario va a tener una régimen dual, de tal manera que de un lado aparece regulado por la propia LSC donde se regulan todos los ámbitos tendentes a la gestión y organización de la sociedad, y del otro lado aparece el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, encargada de la regulación de los aspectos de admisión a negociación de las acciones, así como de representación de las acciones en materia de información o transparencia.

10. La reforma que ha surgido en España para poder introducir las acciones de lealtad ha venido acompañado de cambios en los propios principios reguladores societarios, pues tradicionalmente la sociedad cotizada ha estado íntimamente ligada por el principio de proporcionalidad, entendiéndolo como una acción equivale a un voto, y que con la inclusión de las acciones de lealtad se ha producido un quebranto directo del mismo, aunque como bien hemos visto a lo largo del trabajo ya existían determinados mecanismos encargados a desvirtuar este principio. De la misma manera otro principio que ha presidido la estructura societaria y que tiene importancia en materia de las loyalty shares es el de igualdad de trato, debiendo entenderlo no como un imperativo absoluto, sino como un concepto de igualdad relativa, en cuanto que en una sociedad anónima existen accionistas en situaciones divergentes. Así el art 293 LSC permite conferir un trato discriminatorio a los socios, por tanto no podemos entender que en este caso se produzca una discriminación directa de este principio.

11. En último lugar y a modo enunciativo señalar la regulación ofrecida por los países limítrofes con el nuestro y que han abordado esta medida con anterioridad, así de un lado aparece Francia, que ha optado por un régimen opt-out, con ello la Loi Florange lo que pretende es institucionalizar el voto doble para el caso de que se den una serie de circunstancias, entre las que se encuentra, que no haya previsión estatutaria en contra, por tanto es de inclusión automática. Por el contrario el sistema italiano se asemeja a nuestro derecho societario, entendiéndose que ha de ser necesaria previsión estatutaria de la misma. En cualquiera de los casos estos países han optado por adoptar las acciones de lealtad en base a dos principios: de un lado que la utilización de esta medida por parte de las sociedades en sí mejorará la competitividad de las empresas en el panorama internacional, y de otro que trate de conciliarse como una solución de los problemas existentes en el Derecho societario.

6. BIBLIOGRAFÍA

ALFARO, J. "El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil

ARAGÓN ALONSO, I. (2020) *Loyalty shares*: ¿Se ha de premiar la lealtad?

B. (2019, 27 septiembre). Las acciones de lealtad: un mecanismo para privilegiar al accionista. Business Insider España. <https://www.businessinsider.es/acciones-lealtad-mecanismo-privilegiar-accionista-500303>

BOOTSMA, B., "An Eclectic Approach to Loyalty-Promoting Instruments in Corporate Law: Revisiting Hirschman's Model of Exit, Voice, and Loyalty", *Erasmus Law Review*, vol. 6, n. 2, 2013, p. 115

BURKART, M. y LEE, S., "The One Share-One Vote Debate: A Theoretical Perspective", ECGI Finance Working Paper, n. 176/2007

DEL POZO, M: Las acciones con doble voto llegan a España. Disponible en: <https://www.expansion.com/blogs/peon-de-dama/2021/05/02/las-acciones-con-doble-voto-llegan-a.html#:~:text=Este%20novedoso%20instrumento%2C%20que%20ya,forma%20continuada%20y%2C%20al%20mismo>

DELVOIE, J. y CLOTTENS, C., "Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares", *Law and Financial Markets Review*, vol. 9, n. 1, 2015, p. 19-28

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.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L. *La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades "loyalty shares"* Revista de derecho bancario y bursátil n°152/2018 pp. 9-64

FERNÁNDEZ LARREA, I: Las "acciones de lealtad": Mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas. *La Ley Mercantil*, n.º75, diciembre 2020. Disponible en: <https://hayderecho.expansion.com/2020/09/24/las-acciones-de-lealtad-mecanismo-de-voto-doble-en-las-sociedades-cotizadas/>

FERNÁNDEZ TORRES, I. (2017) *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017

FERNÁNDEZ TORRES, I. *El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital*. Revista de derecho bancario y bursátil nº 161/2021 pp. 11-54

FERNÁNDEZ TORRES, I. *El voto adicional por lealtad: a propósito del Anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades de Capital*, Revista de Derecho del Mercado de Valores nº25/2019 p. 2

GALLOIS, L., “*Pacte pour la compétitivité de l’industrie française*”, La Documentation française, 2012

GANDÍA PÉREZ, E. “*Acciones de voto plural y loyalty shares. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia*” Revista de derecho mercantil nº300/2016 pp. 61-112

GANDÍA PÉREZ, E., “*El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Legge núm. 91, de 24 de junio*” Cuadernos de Derecho y Comercio, nº 65, 2016, pp.173-203.

GARCIA MARTINEZ, L. M., “*El reto de la identificación accionarial, el beneficiario último: A propósito de la transposición de la Directiva (UE) 2017/828*” p 174

GARCÍA MARTÍNEZ, L.M. *Transparencia e implicación accionarial (consideraciones preliminares a la reforma de la Directiva 2007/36/CE)*, Revista de Derecho del Mercado de Valores nº20/2017 pp. 61-70

HERRERO MORANT, R (2019) *Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas. Caracterización y activismo accionarial* pp. 319-323

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

HERRERO MORANT, R. *El activismo accionarial de las entidades de capital-riesgo y algunas notas sobre la normativa europea y nacional*. Anuario de Capital Riesgo 2018 pp. 31-52

HONTORIA, P. “*Acciones de lealtad: virtudes, defectos e incógnitas*” Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/10/08/legal/1602166639_097414.html

HOPT, K.J., “*Corporate Governance in Europe: a critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*”

<http://www.rdmf.es/2020/05/aspectos-mas-relevantes-la-transposicion-la-directiva-ue-2017-828-la-implicacion-largo-plazo-los-accionistas/>

ISAKSSON, M. y Çelik, S., “*Who cares? Corporate Governance in Today's Equity Markets*”, OECD Working Papers, n. 8, 2013, p. 16.

ISS, SHEARMAN & STERLING LLP y ECGI, Report on the Proportionality Principle in the European Union, op. cit., p. 6

KAPLAN, S.N. Y STROMBERG, P. “*Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*” 2002 pp 1-35

KAY, J., *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report*, de julio de 2012.

LAMANDINI, M., “*Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*”

MADRID PARRA, A. “*Cláusulas limitativas del derecho de voto en las sociedades cotizadas*”, Academia Sevillana del Notariado. pp. 15-51

Manuel del Pozo. (2021, 2 mayo). *Las acciones con doble voto llegan a España*. Expansión. <https://www.expansion.com/blogs/peon-de-dama/2021/05/02/las-acciones-con-doble-voto-llegan-a.html#:~:text=Este%20novedoso%20instrumento%2C%20que%20ya,forma%20continuada%20y%2C%20al%20mismo>

MORALES, A. “*Los problemas de agencia y las soluciones legales*” Disponible en: <http://agnitio.pe/articulo/los-problemas-de-agencia-y-las-soluciones-legales/>

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

PACCES, A.M., “*Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*”, ECGI Law Working Paper, n. 353/2017, p. 3.

PAJUSTE, A., “*Determinants and consequences of the unification of dual-class shares*” ECB Working Paper, n. 465, 2005

RECALDE CASTELLS, A. “*Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capital*”, pp. 60 y ss.

El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A.J. *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, 2010, pp. 475-492.

RECALDE CASTELLS, A., “*Régimen jurídico de las OPAs: concepto, función económica y privilegios de la ordenación*”, en *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 27-58

Revista de Derecho del Mercado Financiero: Aspectos más relevantes de la transposición de la Directiva (UE) 2017/828, sobre la implicación a largo plazo de los accionistas. Disponible en: <http://www.rdmf.es/2020/05/aspectos-mas-relevantes-la-transposicion-la-directiva-ue-2017-828-la-implicacion-largo-plazo-los-accionistas/>

ROMERO FERNÁNDEZ, A. *Las proyectadas acciones de lealtad en las sociedades cotizadas*. Revista de derecho bancario y bursátil nº158/2020 pp. 129-158

SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., “*La limitación del número máximo de votos correspondientes a un mismo accionista (con especial referencia a los bancos privados y al mercado de valores)*”, Revista de derecho bancario y bursátil, n.º 11/41, 1991, pp. 271 y ss.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. “*La igualdad de trato de los accionistas: ¿un principio general?*”, Revista de Derecho de Sociedades nº 35/2010 pp. 19-32

SÁNCHEZ LINDE, M. *“La proporcionalidad entre votos y capital en la Sociedad Anónima. Reflexiones en torno a la mayoría económica en la Junta de Accionistas”*
Revista Crítica de Derecho Inmobiliario. pp. 551-584

THE ASPEN INSTITUTE, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, de diciembre de 2009.