



Mejoras legislativas de las acciones de lealtad

Miguel Ángel Villacorta Hernández

Profesor de la Universidad Complutense de Madrid
Doctor en Derecho por la Universidad Carlos III de Madrid (España)
mianvi@ucm.es | <https://orcid.org/0000-0003-2515-2126>

Este trabajo ha sido **finalista** del **Premio Estudios Financieros 2023** en la modalidad de **Derecho Civil y Mercantil**.

El jurado ha estado compuesto por: don José Ramón Navarro Miranda, doña Marlen Estévez Sanz, doña Esther de Félix Parrondo, don Ramón Fernández Aceytuno Sáenz de Santamaría, doña Esther Muñiz Espada y don Pedro Portellano Díez.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

Extracto

La Ley 5/2021, de 12 de abril de 2021, reguló por primera vez en España las acciones de lealtad. Tras el primer apartado, que analiza la incorporación de la figura, en el segundo y tercer apartados se realiza el análisis del tratamiento mercantil realizado anteriormente en Francia e Italia, mientras que el cuarto se centra en el establecido en España. El apartado quinto desarrolla las motivaciones expresadas por las tres legislaciones para introducir esta figura. El sexto y séptimo apartados analizan, respectivamente, las ventajas y desventajas de la figura para emisores, inversores y sociedad en general. El apartado octavo incluye propuestas de mejora legislativa de la figura consecuencia del estudio realizado a lo largo del trabajo.

Palabras clave: acciones de lealtad; voto doble; dividendo de lealtad.

Recibido: 03-05-2023 / Aceptado: 08-09-2023 / Publicado (en avance *online*): 18-07-2024

Cómo citar: Villacorta Hernández, M. Á. (2024). Mejoras legislativas de las acciones de lealtad. *CEFLegal. Revista Práctica de Derecho*, 283-384. <https://doi.org/10.51302/cefllegal.2024.19017>



Legislative improvements of loyalty actions

Miguel Ángel Villacorta Hernández

This paper has won **finalist** prize **Financial Studies 2023 Award** in the category of **Civil and Commercial Law**.

The jury members were: Mr. José Ramón Navarro Miranda, Mrs. Marlen Estévez Sanz, Mrs. Esther de Félix Parrondo, Mr. Ramón Fernández Aceytuno Sáenz de Santamaría, Mrs. Esther Muñoz Espada and Mr. Pedro Portellano Díez.

The entries are submitted under a pseudonym and the selection process guarantees the anonymity of the authors.

Abstract

Law 5/2021, of April 12, 2021, regulated loyalty shares for the first time in Spain. After the first section that analyzes the incorporation of the figure, the second and third sections analyze the treatment previously carried out in France and Italy, while the fourth focuses on that established in Spain. The fifth section develops the motivations expressed by the three legislations to introduce this figure. The sixth and seventh sections respectively analyze the advantages and disadvantages of the figure for issuers, investors and society in general. The eighth section includes proposals for legislative improvement of the figure as a result of the study carried out throughout the work.

Keywords: loyalty shares; double vote; loyalty dividend.

Received: 03-05-2023 / Accepted: 08-09-2023 / Published (online preview): 18-07-2024

Citation: Villacorta Hernández, M. Á. (2024). Mejoras legislativas de las acciones de lealtad. *CEFLegal. Revista Práctica de Derecho*, 283-384. <https://doi.org/10.51302/cefllegal.2024.19017>



Sumario

1. Incorporación de las acciones de lealtad al ordenamiento español
2. Regulación de las acciones de lealtad en Italia
 - 2.1. Multiplicidad de voto de las sociedades no cotizadas
 - 2.2. Regulación de las acciones con diferenciación en el derecho de voto en Italia
3. Regulación de las acciones de lealtad en Francia
 - 3.1. Dividendo de lealtad
 - 3.2. Regulación de las acciones con diferenciación en el derecho de voto en Francia
4. Regulación de las acciones de lealtad en España
 - 4.1. Naturaleza de las acciones
 - 4.2. Requisitos para la emisión
 - 4.3. Previsión estatutaria
 - 4.4. Procedimiento para su aprobación
 - 4.5. Renovación o extinción
 - 4.6. Procedimiento para su eliminación
 - 4.7. Computo del voto doble por lealtad
 - 4.8. Libro registro especial de acciones con voto doble
 - 4.9. Voto doble por lealtad en sociedades que soliciten la admisión a negociación en un mercado regulado
 - 4.10. Cómputo y acreditación del periodo de lealtad
 - 4.11. Transmisiones de las acciones por el accionista con voto doble
5. Motivaciones de cada una de las legislaciones
 - 5.1. Motivaciones de la regulación italiana
 - 5.2. Motivaciones de la regulación francesa
 - 5.3. Motivación de la regulación española
6. Ventajas de las acciones de lealtad
7. Desventajas de las acciones de lealtad
 - 7.1. Inexistente problema de cortoplacismo
 - 7.2. No es necesariamente positivo dar más poder a los accionistas de control
 - 7.3. Falta de efectividad de las acciones de lealtad para involucrar más a los accionistas
 - 7.4. Existen medidas alternativas más eficaces para involucrar más a los accionistas



8. Conclusiones: propuestas de mejora legislativa

- 8.1. Necesidad de realizar estudios previos a la legislación
- 8.2. Ampliar la posibilidad de emitir acciones de lealtad a las empresas no cotizadas basado en la finalidad financiera
- 8.3. Incorporación legislativa de acciones con voto plural basado en un cambio de paradigma
- 8.4. Establecimiento de medidas alternativas para intentar evitar el cortoplacismo de los inversores
- 8.5. Posibilidad de emitir acciones de lealtad privilegiadas basadas en los condicionantes para que las empresas españolas las emitan masivamente
- 8.6. Mejora en la redacción del procedimiento para su aprobación

Referencias bibliográficas

1. Incorporación de las acciones de lealtad al ordenamiento español

La Ley 5/2021, de 12 de abril (basada en el Anteproyecto de ley de 24 de mayo de 2019), modifica el texto refundido de Ley de sociedades de capital (LSC) y otras normas financieras, para adaptarlas a la normativa europea en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las cotizadas. En concreto, tiene por objeto transponer parcialmente al ordenamiento jurídico español la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE¹.

Entre otros aspectos, la Ley 5/2021 incorpora por primera vez² una nueva figura: las acciones de lealtad³, similares a las *loyalty shares*, *time-phased voting rights*, *tenured voting rights*, *droits de vote doublé* o *maggiorazione del voto* utilizadas en la práctica internacional.

Desde que entró en vigor, el 13 de abril de 2021, las sociedades cotizadas pueden incluir en sus estatutos sociales la emisión de acciones de lealtad con voto doble; el voto doble será asignado a todas las acciones que haya mantenido su titular ininterrumpidamente durante el plazo legalmente establecido (un periodo de tiempo mínimo de dos años, aunque se permite que estatutariamente se aumenten ese plazo, pero no que se disminuya).

Las acciones de lealtad atribuyen el doble de votos que las acciones que no cumplan que un mismo accionista haya sido titular ininterrumpidamente durante el plazo legalmente establecido. Este hecho rompe el «principio de proporcionalidad», «de igualdad entre acción y voto» o de «una acción un voto», que consiste en que a una misma participación en el capital de una compañía se le debe atribuir los mismos derechos de voto.

¹ Dicha directiva fijó como fecha límite para su transposición el 10 de junio de 2019, lo que, en el caso de España, se incumplió en casi dos años.

² Las acciones de lealtad se intentaron introducir tímidamente con ocasión de la revisión de la directiva sobre derechos de los accionistas, a través de una enmienda a la Propuesta de 2015. Cuando el texto fue finalmente aprobado, no fue recogido.

³ La Ley 5/2021 optó por introducirlas aunque no era obligatoria la introducción de la figura al transponer la directiva.

Todas las legislaciones mercantiles, incluida la española, tienen previsto desde el inicio de su regulación el «principio de proporcionalidad», de forma que el capital suscrito por cada accionista da la medida de sus derechos en la gestión de la sociedad, en el reparto de los dividendos y finalmente en la cuota de liquidación. No obstante, la admisión de emisiones de acciones que rompan la regla de «una acción, un voto» está admitida en estos momentos internacionalmente: en el derecho anglosajón su emisión es permitida sin restricciones conforme el enfoque contractualista del derecho societario, mientras que las legislaciones del derecho continental han ido incorporando progresivamente clases de acciones con diferenciación en el derecho de voto (sobre todo las acciones sin voto).

El legislador español expresamente establece, en el apartado VIII del preámbulo de la Ley 5/2021, que el régimen es similar al que tenían establecido desde hace años dos países: Francia e Italia⁴. Por esta razón, en los dos apartados siguientes se analizan ambas legislaciones.

2. Regulación de las acciones de lealtad en Italia

A través del *Decreto-Legge* núm. 91, de 24 de junio de 2014, *Capo III: disposizioni urgenti per le imprese*, artículo 20 (conocido como *Decreto Competitività*) se modificaron los artículos 2351 *Codice Civile* y 127 *Testo Unico della Finanza*. Con esta reforma se dispuso un régimen legal para la emisión de acciones de lealtad en las sociedades cotizadas.

Aunque los códigos de 1865 y 1882 nunca limitaron este tipo de fórmulas, su prohibición expresa en 1942 había eliminado la posibilidad de implantarlas⁵. Con la reforma del año 2014, el artículo 127 *Testo Unico della Finanza* configuró un tipo de acciones ordinarias que conceden un derecho de voto adicional a su titular tras haber sido poseídas y registradas durante un plazo mínimo de dos años.

El artículo 127 *quinquies.5 Testo Unico della Finanza* establece que no constituyen una categoría especial, por lo que los acuerdos que les afecten no requieren su aprobación en una junta separada.

La ventaja que confieren es subjetiva, es decir, unido al socio, por lo que la cesión del título supone la desaparición del privilegio⁶. No obstante, la pérdida del derecho solamen-

⁴ Aunque la Ley 5/2021 no lo toma como referencia, también existe regulación de la figura en los Países Bajos y Bélgica, menos flexibles que italiana y francesa. La legislación neerlandesa, además de prever la posibilidad de emitir acciones de lealtad, permite a las compañías emitir «acciones prioritarias». Este tipo de títulos otorga facultades especiales de todo tipo a los socios, lo que les permite vetar modificaciones estatutarias, nombrar varios consejeros ejecutivos en el órgano de administración o tener derechos de voto múltiples. Ello «convierte a estas acciones en una buena medida anti-OPA». *Vid.* Alfaro Águila-Real (2010, p. 483). Para analizar la legislación belga de 2019 consultar Peñas Moyano (2022, p. 4).

⁵ *Vid.* Ventrucchio (2015, p. 7).

⁶ *Vid.* Gandía Pérez (2016a, p. 189).

te tendrá lugar en los casos de transmisión, pero no en los de sucesión, fusión o escisión del socio que ostenta la titularidad de las acciones. Por ejemplo, el derecho prevalece en aquellos casos en que un accionista que goza del doble voto se fusiona con otra compañía; si los estatutos de la entidad emisora no han dispuesto otra cosa, la sociedad resultante de la fusión poseerá las acciones de lealtad⁷. Lo mismo ocurre si se trata de una sucesión *mortis causa*⁸. Cuestión distinta será si la compañía emisora de las acciones de lealtad –no uno de sus socios– forma parte de un proceso de fusión o absorción; para este supuesto, la ley prevé la extinción del privilegio de los accionistas de las sociedades participantes al incorporarse a la entidad de nueva creación, salvo que se hubiese dispuesto lo contrario en el proyecto de fusión⁹.

El acuerdo que introduzca en los estatutos las acciones de lealtad debe ser aprobado en una junta extraordinaria por al menos dos tercios del capital representado, tanto en primera como en segunda convocatoria¹⁰.

Los socios no beneficiados por el voto doble no tienen un derecho de separación¹¹, siendo esta previsión objeto de discusión entre los académicos. El principal argumento en contra se basa en que supone una alteración del régimen general establecido en el *Codice*, en virtud del cual se reconoce el derecho de separación en caso de modificaciones del derecho de voto¹². Sin embargo, la previsión también ha sido justificada, alegándose que la alteración de los derechos políticos no es tal, puesto que para obtener el voto privilegiado simplemente deberán poseerse las acciones durante el plazo establecido¹³.

Por último, existe la obligación de formular una oferta pública de adquisición si como resultado del incremento de los derechos de voto pasa a ostentarse un porcentaje superior al 30 % de los mismos¹⁴. No obstante, cabe la renuncia a los votos concedidos por las acciones de lealtad, renuncia que en todo caso tendrá la cualidad de irrevocable¹⁵.

Cuando se realizó la reforma fue considerada por el legislador y la doctrina como una manera de hacer más atractiva la legislación, en un contexto de progresión de los sistemas jurídicos europeos hacia una mayor libertad contractual y de incremento de los mecanis-

⁷ Vid. Ventrizzo (2015, p. 14).

⁸ Vid. art. 127 quinquies.3 a) *Testo Unico della Finanza*.

⁹ Vid. art. 127 quinquies.4 *Testo Unico della Finanza*.

¹⁰ Vid. arts. 2368 y 2369 *Codice Civile*.

¹¹ Vid. art. 127 quinquies.6 *Testo Unico della Finanza*.

¹² Vid. Guizzi (2015), Giampaolino (2015) y Gandía Pérez (2016b, p. 190).

¹³ Vid. Marchetti (2014) y Ventrizzo (2015, p. 14).

¹⁴ Vid. artículo 107 *Testo Unico della Finanza*.

¹⁵ Vid. artículo 127 quinquies.1 *Testo Unico della Finanza*.

mos de control a disposición de los accionistas¹⁶. Sin embargo, parte de la doctrina criticó fuertemente la reforma de 2014, llegando a calificarla como «inofensiva aunque discutible»¹⁷.

Los intentos de mejora posteriores fueron decepcionantes, teniendo que volver a la reforma de 2014 por ser más adecuada. La principal fue la realizada mediante la modificación del artículo 20.1 bis del *Decreto Competitività*. En ella, la mayoría requerida para la aprobación de la modificación estatutaria pasó de ser cualificada de dos tercios a simple, con lo que el peso de los accionistas minoritarios en la votación del acuerdo menguaba considerablemente. La escasa protección proporcionada a las minorías quedó patente en el Informe «Eumedion»¹⁸ elaborado por académicos, inversores institucionales y empresas de asesoramiento financiero, en total 144 personas físicas y jurídicas. Los firmantes de este informe solicitaron a las autoridades la restitución de la mayoría cualificada¹⁹. Finalmente, el régimen previsto para la deliberación de acuerdos en junta extraordinaria fue repuesto, permaneciendo la mayoría cualificada de dos tercios como requisito para la implantación de las acciones de lealtad.

2.1. Multiplicidad de voto de las sociedades no cotizadas

A continuación se analizan dos medidas alternativas establecidas en diferentes momentos del tiempo por el legislador italiano para complementar a las acciones de lealtad, que suponen alteraciones de la regla «una acción, un voto».

En Italia, las acciones de lealtad están referidas exclusivamente a sociedades cotizadas, existiendo dos tipos de figuras distintas, ajenas a ellas: la multiplicidad de votos de las empresas no cotizadas y las clases de acciones.

Las acciones de lealtad solamente están permitidas en las sociedades cotizadas. En Italia también está regulada una figura similar para las sociedades no cotizadas. La Ley n.º 216, de 11 de agosto, reconoce a las sociedades no cotizadas la posibilidad de emitir acciones con voto múltiple, entre más de un voto y menos de tres votos (art. 2351 *Código Civil*). Esta ley instaura para las sociedades no cotizadas un régimen de voto múltiple muy potente (susceptible de otorgar el triple de votos por título), permitiendo configurar un título «con características muy similares al de las acciones de lealtad» (Gandía Pérez, 2016b, p. 188).

¹⁶ Vid. Ventoruzzo (2015, p. 4).

¹⁷ Vid. Enriques (26 de diciembre de 2014).

¹⁸ <https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/letters/2015-02-statement-on-italian-multiple-voting-rights.pdf>

¹⁹ En el informe, los ponentes hacen referencia a las barreras administrativas que dificultan a los accionistas minoritarios la obtención del voto doble, a la necesidad de atraer capitales extranjeros para la recuperación de la economía, y solicitan una vuelta a la protección de las minorías establecida en el *Testo Unico della Finanza*.

2.2. Regulación de las acciones con diferenciación en el derecho de voto en Italia

Las acciones con privilegios en el voto fueron emitidas por empresas italianas antes del 1942, aunque no existía regulación expresa al respecto²⁰.

El *Codice Civile* de 1942 permite crear clases de acciones con un contenido diverso, no solo en el ámbito de los derechos patrimoniales del accionista, sino también, aunque con muchas más cautelas, en el plano de los derechos administrativos²¹. El texto opta por prohibir la emisión de nuevas²² acciones de voto plural, sin embargo, introduce las acciones de voto limitado (*Codice Civile*, art. 2351.2). Esta particular clase de acciones, privilegiadas en derechos patrimoniales pero con un derecho de voto limitado²³, se considera un medio de financiación contrapuesto a las acciones ordinarias con características de instrumento de control.

El debate sobre la reforma de la sociedad anónima en Italia en la década de 1970, respecto a la introducción de las acciones sin voto, dio lugar a prolongadas discusiones doctrinales²⁴. Al final triunfa la opinión mayoritaria, que considera a la emisión de acciones sin voto como una solución al absentismo accionarial, lo cual culmina con la introducción, en 1974, de las *azioni di risparmio*: acciones sin voto pero con un dividendo mayor que las ordinarias. Estas acciones fueron reformadas en 1998, obteniendo un estatuto jurídico más flexible cuando la sociedad emisora tiene la condición de cotizada²⁵ (el mismo año y la misma regulación que la española).

El Dlgs 24-2-2003, aprobado el 10 de enero de 2003 (derivado de la Comisión Mirone), permite a la sociedad anónima recurrir a una tipología amplia de instrumentos financieros, ya no restringidos al binomio acciones-obligaciones, sino extendida a acciones sin voto, acciones sin voto limitado a asuntos determinados y acciones con derecho de voto subor-

²⁰ Las primeras emisiones de acciones privilegiadas, realizadas por empresas italianas, fueron realizadas en el año 1884. *Vid.* Gasperoni (1950, p. 162).

²¹ *Vid.* Mossa (1948, p. 161).

²² Exclusivamente pueden conservarse las existentes antes del 27 de febrero de 1942 o las emitidas con ocasión de un aumento de capital acordado con anterioridad a la entrada en vigor del libro V, el 21 de abril de 1942 (*Codice Civile*, art. 212).

²³ Las acciones no pueden denominarse «sin voto» porque sí tienen voto en la adopción de las decisiones más importantes en la asamblea extraordinaria. Por ello, es más adecuado denominarlas con voto limitado.

²⁴ Estas discusiones doctrinales están «recogidas en los trabajos parlamentarios y en los diferentes proyectos presentados: Proyecto Villabruna, La Malfa e Lombardi, Alpino, Ferioli e Trombetta». *Vid.* Scotti (1966, p. 275).

²⁵ *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, al sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996* (Decreto Legislativo [Dlgs] de 24 febrero de 1998, n.º 58) arts. 145-147, art. 2346.6, art. 2349.2, art. 2351.

dinado²⁶. A pesar de que permite cualquiera de las limitaciones de voto, prohíbe las acciones de voto plural (art. 2351 *Codice Civile*).

Los artículos 145 *Testo Unico della Finanza* y 2351.2.º *Codice Civile* configuran el tratamiento vigente en la actualidad, donde se permite la emisión de acciones sin voto por un importe inferior a la mitad del capital social, tanto en sociedades cotizadas como en no cotizadas (al igual que las acciones de lealtad), sin permitir la emisión de acciones con privilegios en el derecho de voto.

3. Regulación de las acciones de lealtad en Francia

Desde 1933, la *Loi du 13 novembre, réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions* (art. 1.1.º) dispone que, mediante la previsión estatutaria correspondiente, se atribuya un derecho de voto doble a aquellas acciones inscritas a nombre de un mismo socio durante al menos dos años. Esta misma línea se mantuvo en la Ley de sociedades mercantiles de 1966 y en la reforma del *Code de commerce* de 2000.

La legislación vigente, Ley 2014-384 de 29 de marzo, conocida como *Loi Florange*, modifica la L225-123 *Code de commerce*. El artículo 7 de la *Loi Florange* confiere, de manera automática, doble voto a todas las acciones que han sido poseídas y registradas (Delvoie y Clottens, 2015, p. 21) ininterrumpidamente durante al menos dos años²⁷ por un mismo socio, salvo cláusula estatutaria en contrario establecida a partir de la entrada en vigor de la ley²⁸ (2 de abril de 2014). Únicamente es de aplicación en aquellas compañías cuyos valores se encuentren admitidos a negociación en un mercado secundario.

La ley obliga a los socios a lanzar una oferta pública de adquisición, pero introduce un supuesto de exención. La dispensa es de aplicación a todo socio que detente un porcentaje superior al 30 % de los derechos de voto como resultado de la concesión automática de las acciones de lealtad.

El *Code de commerce* no prevé supuestos de ejercicio del derecho de separación de los socios en la sociedad anónima. Eso sí, la empresa puede configurar estatutariamente

²⁶ Vid. Mattei (2023 p. 616). Con esta reforma se ha pasado de un sistema cerrado de clases de acciones a uno abierto. Vid. Pisano Massamormile (2003) y Notari (2003).

²⁷ Se ha debatido si establecer un periodo superior a dos años para conceder el voto doble es contrario al propósito de la norma. Pese a que el *Conseil Constitutionnel* se ha pronunciado sobre algunos aspectos de la ley, no ha hecho ninguna mención relativa a esta cuestión. Parece que, del sentido literal del precepto, se desprende que el periodo de duración puede ser «al menos» dos años (art. L. 225-213 *Code de Commerce*, párr. 1.º). Vid. ANSA (2014, p. 2).

²⁸ Autorité des Marchés Financiers (AMF): Rapport de l'Etat actionnaire, 2022, p. 181.

causas de separación de los socios²⁹, para lo cual deberá constituirse como una sociedad de capital variable (arts. L231-1 a 231-8 *Code de commerce*).

Al igual que ocurre en Italia, el privilegio del doble voto se extingue con la transmisión de los títulos, a excepción de los casos de sucesión por causa de muerte y de modificaciones estructurales –salvo previsión estatutaria en contrario– (art. L. 225-124 *Code de commerce*).

La diferencia con el régimen italiano estriba en que el sistema se ha diseñado para que la adhesión al régimen de concesión de acciones de doble voto sea automática.

A la luz de esta normativa, muchas compañías han optado por prever las acciones de lealtad en sus estatutos³⁰, pero debe tenerse en cuenta que muchas compañías ya contenían la previsión en sus estatutos. En 2013 –el año previo a la reforma– más de la mitad de las sociedades cotizadas en Francia otorgaban derechos de voto doble³¹.

El régimen francés ha sido objeto de numerosas críticas, pues ha sido considerado como excesivamente proteccionista (Conac, 2014, p. 265)³². Igualmente, se sostiene que realmente no constituye un beneficio para los socios minoritarios, ya que los trámites derivados del registro de las acciones son un obstáculo que dificulta la obtención del privilegio³³.

3.1. Dividendo de lealtad

Entre las medidas complementarias a las acciones de lealtad destaca, por un lado, el dividendo de lealtad y, por el otro, la utilización de clases de acciones con diferenciación en el derecho de voto que suponen alteraciones de la regla «una acción, un voto».

La legislación francesa dispone de otro instrumento para incentivar la fidelidad de los inversores: el dividendo de lealtad –*dividende majoré* o *prime de fidélité*–, regulado en el artículo L. 232-14 *Code de commerce*.

²⁹ Ello ha sido objeto de crítica por la doctrina. Cf. Georges (2005).

³⁰ Vid. APE (2022, p. 20).

³¹ Ernst & Young, *Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises*, 2013. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013/\\$FILE/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013/$FILE/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013.pdf)

³² También los organismos oficiales se han posicionado a favor del principio «una acción-un voto»: Chambre de Commerce et D'industrie de Paris, «Une action = une voix – Faut-il imposer une égalité entre participation au capital et détention du pouvoir?», *Norguet Report*, 2007. <http://www.etudes.ccip.fr/rapport/53-une-action-une-voix>

³³ Vid. Blackrock, «Key Considerations in the Debate on Differentiated Voting Rights», *Corporate Governance and Responsible Investment*, 2015. <https://www.blackrock.com/corporate/en-za/literature/white-paper/blackrock-the-debate-on-differentiated-voting-rights.pdf>

Si la sociedad lo prevé en sus estatutos –para cuya modificación se requiere también mayoría cualificada de dos tercios–, podrá otorgarse un dividendo adicional a aquellas acciones registradas a nombre de un mismo socio durante al menos dos años, cuyo importe deberá ser inferior al 10 % del dividendo ordinario. Los accionistas de las sociedades cotizadas podrán poseer un número de acciones con dividendo de lealtad que no supere el 0,5 % del capital social.

La regulación de este instrumento surgió en 1994 como respuesta a las previsiones que algunas compañías habían introducido en sus estatutos³⁴, pues hasta entonces el legislador no se había pronunciado al respecto³⁵. Pese a que no alcanza la difusión de la que gozan las acciones de lealtad, varias sociedades cotizadas han incorporado estatutariamente el dividendo de lealtad, entre ellas, Air Liquide, Crédit Agricole, GDF Suez, Lafarge y L'Oréal³⁶.

3.2. Regulación de las acciones con diferenciación en el derecho de voto en Francia

La Ley francesa de 9 de julio de 1902 autorizó la emisión de acciones que confirieran privilegios a sus titulares, salvo que los estatutos lo prohibieran directa y expresamente³⁷. Así aparecen reguladas por primera vez las *actions de priorité* o *actions privilégiées*, acciones que disfrutaban de ventajas sobre el resto de acciones: ya sea porque confieren derechos de preferencia sobre los beneficios o el activo social, o bien porque establecen privilegios sobre el voto. Las Leyes de 16 de noviembre de 1903 y 22 de noviembre de 1913 también autorizaron la emisión de acciones que confirieran privilegios económicos o sobre el derecho a voto a sus titulares, salvo que los estatutos lo prohibieran³⁸.

³⁴ Una de las primeras fue Michelin, en 1991, que buscaba premiar la lealtad de sus accionistas tras una época de resultados negativos recurrentes. *Vid.* Bolton y Samama (2013, p. 43).

³⁵ Pese a su falta de regulación, muchos consideraron los dividendos de lealtad legales. *Cf.* Peltier, (1993, pp. 551-553). En la misma línea, el jurista Canard defendía que no se trataba de una clase separada de acciones, puesto que todos los accionistas podían acceder al privilegio, y que por lo tanto no se alteraba el principio de igualdad de trato. Además, explicaba que no tendría que haber obstáculos de carácter técnico distintos de los planteados por las acciones de voto doble, reguladas en Francia con anterioridad. *Vid.* Canard (3 de mayo de 1993).

³⁶ Belinfanti (2014, p. 860) muestra como la compañía Air Liquide –que implantó el dividendo de lealtad en 1993– mantuvo entre 2004-2014 en torno al 40 % del capital social de accionistas minoritarios.

³⁷ La Ley francesa de 9 de julio de 1902 modificó el Código de Comercio, estableciendo que «salvo disposición contraria de los estatutos, la sociedad puede crear acciones privilegiadas, investidas del derecho de participar antes que las otras acciones en la repartición de los beneficios, o en la distribución del activo social».

³⁸ *Vid.* Danos (1922, p. 19) y Cordonnier (1924, p. 5).

Como no existe impedimento legal, durante los años 1925 y 1926, con la caída del franco, se produce una avalancha de acciones de voto plural³⁹; ante esta situación, comienza una continua y acusada censura doctrinal a las acciones de voto plural⁴⁰. A estas críticas responde la Ley de 26 de abril de 1930 que, basándose en el principio de proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto, prohíbe por primera vez la emisión de nuevas acciones de voto plural.

La Ley de 13 de noviembre de 1933 hace extensiva la prohibición a las acciones ya existentes, pues fija un plazo de dos años para la adaptación de aquellas acciones de voto plural que, creadas con anterioridad a 1930, sobrevivían aún en la práctica. La Ley de 13 de noviembre de 1933 prohíbe la existencia de cualquier clase de acciones que implique una desproporción entre el poder de voto y el valor nominal. La única excepción contemplada expresamente es la referida a la posible concesión de un voto doble a los titulares de acciones nominativas de lealtad, siempre y cuando se hubieran realizado dos años antes⁴¹. La Ley 66-537, de 24 de julio de 1966, de sociedades comerciales mantiene la situación anterior⁴².

Las acciones sin voto (*actions a dividende prioritaire sans droit de vote*) no se admiten con carácter general en el derecho francés hasta la Ley de 13 de julio de 1978 relativa a la «orientación al ahorro a la financiación de empresas» (*Loi Monroy*), cuyo régimen fue flexibilizado en 1983 por la Ley de 3 de enero de desarrollo de inversiones y protección del ahorro (arts. 269.1-269.9 *Loi sur les Sociétés Commerciales*).

La situación actual es la misma desde la *Ordonnance n.º 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières*: sí se admite la emisión de acciones sin voto⁴³ pero no las acciones con voto plural.

4. Regulación de las acciones de lealtad en España

La Ley 5/2021 añade al título XIV, capítulo VI, sección 3.ª del Real Decreto legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de Ley de sociedades de capital, una nueva subsección 4.ª: Acciones con voto por lealtad.

³⁹ Vid. Hamel *et al.* (1980, p. 242).

⁴⁰ Vid. Danos (1922, pp. 26-27, 31-34), Thaller (1930, p. 380) y Hamel *et al.* (1980, p. 242).

⁴¹ Vid. Pottier (1934, pp. 30 y 172) y Gaillard (1938, p. 5).

⁴² Artículos 174-176 *Loi sur les Sociétés Commerciales*.

⁴³ El artículo L. 288-11 del *Code de Commerce* francés establece que no se pueden poseer acciones sin voto por encima del 50 % del capital social en sociedades no cotizadas y al 25 % en empresas cotizadas.

4.1. Naturaleza de las acciones

Las acciones de lealtad podrán conferir un voto doble⁴⁴ (ni más ni menos que dos votos por acción, al igual que en Francia, por el contrario no está permitida la alternativa italiana de elegir una capacidad de voto por acción de entre uno o dos votos) siempre que haya sido titular un mismo accionista durante dos años consecutivos ininterrumpidos desde la fecha de inscripción en el libro registro especial de acciones con voto doble, establecido en el artículo 527 septies de la LSC. A estos efectos, por voto doble se entiende el doble de los votos que correspondan a cada una de las acciones en función de su valor nominal. Este plazo de dos años⁴⁵ podrá ser ampliado estatutariamente, aunque nunca disminuido⁴⁶. Quizás, el legislador debería haber establecido un límite máximo, porque la figura se podría desnaturalizar si el plazo de lealtad requerido resultase demasiado largo⁴⁷.

Las acciones asignadas gratuitamente por un incremento de capital liberado tendrán la misma antigüedad que las que han dado derecho a dicha asignación (apartado 3 art. 527, ter LSC y apartado tercero art. 527 decies).

El apartado 4 del artículo 527 ter. de la LSC establece que las acciones de lealtad no son una clase de acciones⁴⁸. La inclusión de este apartado es muy acertada porque la peculiaridad no la posee el título (como en las clases de acciones), sino la condición del accionista por ser titular durante más del plazo establecido.

4.2. Requisitos para la emisión

La reforma únicamente afecta a las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado que esté domiciliado u opere en un Estado

⁴⁴ La Ley 5/2021 denomina voto doble a lo que el anteproyecto denominaba voto adicional.

⁴⁵ La Ley 5/2021 no recogió la enmienda propuesta por el Grupo de Ciudadanos para establecer un periodo de carencia de cinco años para los títulos que comenzaran a cotizar.

⁴⁶ El artículo 527 ter regula la atribución de voto doble por lealtad. Como excepción a lo previsto en los artículos 96.2 y 188.2, los estatutos de la sociedad anónima cotizada podrán modificar la proporción entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto para conferir un voto doble a cada acción de la que haya sido titular un mismo accionista durante dos años consecutivos ininterrumpidos. Los estatutos podrán ampliar pero no disminuir el periodo mínimo de titularidad ininterrumpida.

⁴⁷ Esta idea es compartida por Peñas Moyano (2022, p. 9). También de acuerdo Arroyo Vendrell (2022, pp. 173-174), que recuerda que durante la tramitación legislativa se destacó la necesidad de establecer un plazo máximo, de lo que el legislador ha hecho caso omiso, a pesar de que otras jurisdicciones de nuestro entorno sí lo dispone.

⁴⁸ La mayoría de la doctrina francesa, y española previa a la entrada en vigor de la Ley 5/2021, participan de la idea de que no son clases de acciones. *Vid.* Valuet (2014) y Fernández Torres (2017, p. 76).

miembro de la Unión Europea (art. 527 ter LSC). Por lo tanto, las acciones de lealtad no pueden emitirse por sociedades anónimas no cotizadas, por sociedades de responsabilidad limitada o por cualquier otra tipología jurídica societaria.

4.3. Previsión estatutaria

El legislador español establece que la sociedad anónima cotizada podrá modificar la proporción entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto si establece en los estatutos la posibilidad de emitir acciones con voto privilegiado (no es automático, como en Francia). En España se requiere siempre una decisión expresa de la compañía introduciendo la figura en los estatutos sociales –sistema *opt in*– (como requiere el legislador italiano, al contrario que el francés, que si no establece nada al contrario, es posible emitirla –sistema *opt out*–). Parece un acierto que un mecanismo de control como las acciones de lealtad sea introducido con carácter dispositivo, en vez de obligatorio, puesto que cada compañía posee unas características específicas, y la facultad de decidir la organización de su estructura que más convenga a su modelo de negocio es fundamental para su óptimo desarrollo⁴⁹.

4.4. Procedimiento para su aprobación

La incorporación estatutaria de los deberes de lealtad deberá aprobarse con requisitos de *quorum* y mayoría de votos especialmente exigentes –con la finalidad de proteger al accionista minoritario–, por el contrario, se facilita su supresión, que se podrá acordar con *quorum* y mayorías menos exigentes.

Para que la junta general de accionistas pueda acordar válidamente la inclusión de la previsión estatutaria de voto doble por lealtad será necesario el voto favorable de, al menos, el 60 % del capital presente o representado en la junta si asisten accionistas que representen el 50 % o más del capital total suscrito con derecho a voto, y el voto favorable del 75 % del capital presente o representado si concurren accionistas que representen el 25 % o más del capital, lo que será en todo caso necesario, sin alcanzar el 50 %⁵⁰. Los estatutos sociales podrán elevar estas mayorías y *quorum* previstos (art. 527 quáter LSC), pero nunca disminuirlos.

⁴⁹ Sáez Lacave (2011, p. 11): «La libertad contractual debería amparar la decisión de los socios de elegir la estructura de propiedad y los ajustes de capital que mejor se avengan a sus intereses».

⁵⁰ En el anteproyecto el límite del artículo 527 quater era diferente. Para su aprobación era necesario el voto favorable de al menos dos tercios del capital presente o representado en la junta si asisten accionistas que representen el 50 % o más del capital total suscrito con derecho a voto, y el voto favorable del 80 % del capital presente o representado si concurren accionistas que representen el 25 % o más del capital, lo que será en todo caso necesario, sin alcanzar el 50 %.

Establecer una mayoría reforzada parece una medida adecuada porque los mecanismos de control que depositan gran parte del poder de decisión en manos de un grupo reducido de socios pueden derivar en excesos que dejen a un lado los intereses de los accionistas minoritarios⁵¹. A pesar de que parece una medida pertinente, la forma de materializarla es mejorable.

La redacción de la ley es confusa, pues no distingue entre primera y segunda convocatoria de la junta general. Relacionándolo con el artículo 194 de la LSC, que regula los quorum de asistencia para la constitución de la junta, se infiere que el primer quorum de asistencia se refiere a la primera convocatoria (50 %) y el segundo (25 %) a la segunda. Interpretado esto, se observa que el reforzamiento no se produce en el quorum de asistencia sino en el quorum de votación. Si en los supuestos ordinarios una vez constituida válidamente la junta basta la mayoría simple o absoluta, según los casos, para tomar acuerdo (salvo el caso del art. 201.1 LSC, que exige el 66,66 %), aquí será necesario en primera convocatoria el 60 % de los votos y en segunda convocatoria el 75 % de esos mismos votos.

La propuesta, tal y como está formulada, es equivocada. Si lo que se pretende reforzando el quorum de votación es proteger al minoritario, evitando que la mayoría adopte el acuerdo en contra de la minoría, no parece que se consiga, pues el quorum de asistencia es el mismo que para la modificación de estatutos u otras temas trascendentales de la sociedad (aumento, reducción capital, transformación, fusión, etc.); la experiencia muestra que las cotizadas alcanzan ese quorum de asistencia en segunda convocatoria con relativa facilidad y, por tanto, una vez conseguida la válida constitución de la junta, no le será excesivamente difícil a la mayoría convencer al accionariado de la conveniencia de la medida como forma de atraer nuevos accionistas o como forma de que los actuales permanezcan en la sociedad⁵². Si de verdad lo que se quería era dificultar la creación de las acciones de lealtad, se debería haber reforzado el quorum de asistencia, aunque el de votación hubiera sido el ordinario. En las sociedades cotizadas donde el capital está muy atomizado hubiera sido difícil conseguir esa asistencia, y en las ya dominadas por un grupo o una familia o núcleo duro de accionistas, si no llegan a esas cifras, también se dificulta la adopción del acuerdo. Tal y como está definido es una medida aparentemente severa sin influencia real; el reforzamiento del artículo no es tal, parece una medida de apariencia para poner un límite sin querer limitar.

Otro tema es intentar atisbar la motivación del legislador para poner dificultades a la emisión de una figura por parte de las empresas del mercado, cuando ha introducido el legislador voluntariamente la figura sin estar obligado a incorporarla.

En nuestra opinión, la legislación, aunque mal redactada, tiene los resultados deseados, porque se debe facilitar la utilización de esta figura, y cada empresa debe decidir emitir las o no según su estrategia corporativa futura.

⁵¹ Vid. Bebchuk (1999).

⁵² Vid. García Valdecasas (2019).

4.5. Renovación o extinción

La empresa, imperativamente, debe proceder a la renovación de la previsión estatutaria del voto doble de las acciones de lealtad a los cinco años desde su aprobación por la junta general de accionistas, y con los mismos requisitos para su creación, establecidos en el artículo 527 quater de la LSC⁵³. De no lograrse tales quorum, o las mayorías reforzadas exigidas, se extinguirán (art. 527 sexies LSC).

4.6. Procedimiento para su eliminación

Las mayorías necesarias para establecer la eliminación de la previsión estatutaria de la figura es mucho más laxa. La eliminación de la previsión estatutaria de voto doble por lealtad podrá acordarse en cualquier momento por la junta general con los quorum y mayorías no reforzados previstos en el artículo 201.2 de la LSC. En el caso de que hubieran transcurrido más de 10 años desde la fecha de aprobación de la previsión estatutaria por la junta general de las acciones con voto doble por lealtad, para su eliminación no se tendrán en cuenta, en el cómputo de quorum y mayorías necesarios, los derechos de voto dobles (art. 527 sexies LSC).

4.7. Computo del voto doble por lealtad

Salvo disposición estatutaria en contrario, los votos dobles por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de determinar el quorum de las juntas de accionistas y del cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos. Según lo establecido en el artículo 527 quinquies de la LSC, el voto doble de lealtad es doblemente privilegiado, pues se tiene en cuenta tanto para fijar los quorum de asistencia como para fijar los quorum de votación. No solo atribuyen un voto doble, que es lo aparentemente pretendía la ley y la directiva, sino que adicionalmente atribuyen un privilegio en cuanto al capital de la sociedad; si se tiene en cuenta para determinar el capital asistente, no solo se le atribuye una ventaja de voto, sino también una ventaja en cuanto al capital, que será el valor nominal de la acción. Esta disposición puede ser modificada en estatutos, aunque es la redacción legal establecida por defecto.

Quizás lo más adecuado es que el voto adicional que se atribuye a la acción de lealtad se limite al acto de votar, pero no se compute para determinar el capital asistente a la junta, pues ello puede desvirtuar la forma de computar el capital social asistente a la junta para la adopción de toda clase de acuerdos. Incluso puede provocar que los accionistas que no dispongan de ese voto de lealtad tengan un mayor desapego de la sociedad, al saber que

⁵³ Este primer párrafo no estaba recogido en el anteproyecto. Se incluye en el informe de la ponencia (Congreso de los Diputados. Boletín Oficial de las Cortes Generales de 3 de marzo de 2021, p. 23).

ni su capital nominal, ni su derecho de voto podrá influir en las votaciones de las juntas generales de las sociedades cotizadas que incorporen este tipo de acciones.

4.8. Libro registro especial de acciones con voto doble

La legislación obliga a la sociedad emisora a crear un libro registro especial de acciones con voto doble por lealtad⁵⁴. Para obtener la atribución del derecho de voto doble, el accionista deberá solicitar su inscripción en el libro registro especial, indicando el número de acciones respecto de las que pretende el reconocimiento del derecho de voto doble, y mantener la titularidad de ese número de acciones ininterrumpidamente durante un periodo mínimo de dos años desde la fecha de inscripción.

El socio que alcance las condiciones para obtener un voto doble en la junta de accionistas deberá comunicar y justificar ante la sociedad, para su debida constancia en el libro registro, cualquier transmisión de acciones que minore el número de votos por lealtad inscritos a su nombre. La sociedad deberá facilitar la información que conste en este libro registro a cualquier accionista que lo solicite. El accionista inscrito en el libro registro especial podrá comunicar a la sociedad en cualquier momento su renuncia total o parcial al voto doble que pueda corresponderle.

El libro registro especial de acciones de voto doble, como los demás obligatorios, deberá ser electrónico, de necesaria legalización en el Registro Mercantil y de carácter público, lo que permitirá conocer tanto los derechos de voto existentes en cada momento como los cambios que puedan sufrir esos derechos⁵⁵.

El artículo 527 septies.3 de la LSC califica a los accionistas que poseen el voto doble como «accionistas privilegiados», denominación errónea que debería ser evitada por dos razones: porque da a entender que es una clase de acciones, cuando no es, y porque se asemeja a la terminología de las emisiones con privilegios en el derecho económicos.

4.9. Voto doble por lealtad en sociedades que soliciten la admisión a negociación en un mercado regulado

Las sociedades que soliciten la admisión a negociación de sus acciones en un mercado regulado podrán incluir en sus estatutos sociales, con efectos desde la fecha de admi-

⁵⁴ La creación del mencionado libro debería disponerse en la misma previsión estatutaria de generación de las acciones de voto doble. *Vid.* Fernández Torres (2021).

⁵⁵ *Vid.* Peñas Moyano (2022, p. 13).

sión a cotización de sus acciones, la atribución de voto doble por lealtad mediante acuerdo adoptado con las mayorías de constitución y votación, creando asimismo el libro registro especial de acciones con voto doble.

Los accionistas que acrediten la titularidad ininterrumpida de acciones durante el periodo mínimo de dos años podrán inscribirse en el libro registro especial con anterioridad a la fecha de admisión a cotización (art. 527 octies LSC). En tal caso, los accionistas que aparezcan inscritos en el libro registro especial tendrán atribuido el doble voto respecto de las acciones a que se refiera la inscripción y desde la fecha misma de admisión a negociación de las acciones.

4.10. Cómputo y acreditación del periodo de lealtad

La solicitud de inscripción en el libro registro especial deberá ir acompañada de un certificado que acredite la titularidad de las acciones expedido por la entidad encargada del registro de anotaciones en cuenta (art. 527 nonies LSC).

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

Las sociedades cotizadas cuyos estatutos contemplen la atribución de voto doble deberán incorporar a su página web información permanentemente actualizada sobre el número de acciones con voto doble existentes en cada momento y aquellas acciones inscritas pendientes de que se cumpla el periodo de lealtad fijado estatutariamente. Igualmente, las sociedades cotizadas cuyos estatutos contemplen la atribución de voto doble deberán notificar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la misma información.

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

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

No obstante, y salvo disposición estatutaria en contrario, el voto doble por lealtad beneficiará también al adquirente del número de acciones al que esté asociado el voto doble

si la transmisión de las acciones se produce por cualquiera de las siguientes causas, siempre y cuando ello se acredite ante la sociedad una de las tres condiciones establecidas en artículo 527 decies de la LSC:

- a) Sucesión *mortis causa*, atribución de acciones al cónyuge en caso de disolución y liquidación de la sociedad de gananciales, disolución de comunidad de bienes u otras formas de comunidad conyugal, como la donación entre cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o entre ascendientes y descendientes, excepto cuando se trate de accionistas de control, en cuyo caso se someterá a votación la condición de accionista con voto doble en los términos que se determinen estatutariamente.
- b) Cualquier modificación estructural, ya se refiera a la sociedad accionista titular de acciones con voto doble, ya se refiera a la sociedad emisora de las acciones de lealtad siempre que, en este último caso, la sociedad resultante de la modificación estructural contemple en sus estatutos las acciones con voto doble.
- c) Transmisión entre sociedades del mismo grupo.

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

5. Motivaciones de cada una de las legislaciones

5.1. Motivaciones de la regulación italiana

La regulación de la figura en Italia intenta satisfacer tres tipos de intereses económico-financieros del gobierno que en ese momento emitió la norma. El primero es el intento del Estado de reducir su participación económica en empresas importantes sin perder el control, como ocurrió en los casos de Enel, Eni y Finmeccanica⁵⁶.

El segundo es el intento del legislador italiano de evitar la huida de grandes grupos empresariales para que no cayeran en manos de inversores extranjeros, como sucedió en el caso de Chrysler-Fiat, cuando su sede se trasladó en 2014 a los Países Bajos, perdiendo la familia Agnelli el control de la sociedad. La compañía italiana Chrysler-Fiat era propiedad de la familia Agnelli, y a través de la sociedad *holding* Exor controlaba muchas otras compañías, entre ellas Ferrari, el grupo The Economist y el club de fútbol Juventus. La familia

⁵⁶ Vid. Gandía Pérez (2016a, nota 32).

Agnelli es un claro exponente del nivel de concentración que presenta el control de las empresas en el mercado italiano⁵⁷. Las voces más críticas con las acciones de lealtad sostienen que el riesgo de fuga de los capitales extranjeros aumenta con el excesivo fortalecimiento de la posición de control de los grupos familiares⁵⁸.

El tercer motivo que parece haber movido al legislador italiano es un afán proteccionista, como puede observarse en el caso MFE (resultado de la fusión de Mediaset Italia y Mediaset España). Las acciones de lealtad en la sociedad MFE permiten, a los actuales accionistas de ambas sociedades, ejercer un poder reforzado por el hecho de haber permanecido durante varios años en su estructura accionarial. Este blindaje beneficiaba notablemente al principal accionista de la compañía, la familia Berlusconi. De acuerdo con los acuerdos de fusión, la familia Berlusconi pasaba a controlar el 35 % del capital de MFE, pero con el doble de derechos de voto: a los cinco años se hacía con más del 50 % de los derechos de voto de la compañía⁵⁹.

⁵⁷ El traslado de la compañía italiana Chrysler-Fiat a Países Bajos en 2014 ha sido calificado como una de las razones de fondo de la enmienda legislativa italiana por Ventoruzzo (2015, p. 3).

⁵⁸ *Vid.* Cariello (2015) y Gandía Pérez (2016, p. 177).

⁵⁹ Vivendi, SA –socio minoritario de Mediaset España, SA– interpuso demanda de impugnación de acuerdos sociales en la que solicitaba la nulidad de todos los acuerdos adoptados en la junta extraordinaria de Mediaset de 4 de septiembre de 2019 relativos a la fusión tripartita transfronteriza entre la sociedad española, Mediaset Italia y la matriz holandesa, solicitando la suspensión cautelar de los referidos acuerdos. El Auto del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Madrid, de 10 de octubre de 2019 estimó parcialmente la demanda y acordó la suspensión cautelar de estos acuerdos. Presentado por Mediaset España recurso de apelación contra este auto, la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28) dictó Auto de 14 de febrero de 2020 por el que confirmaba el Auto del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Madrid. El 6 de febrero de 2020, Mediaset solicita de este juzgado que declare el sobreseimiento parcial de las acciones ejercidas por el socio minoritario relativas al carácter abusivo de los acuerdos relativos a la fusión, debiendo continuarse el procedimiento únicamente respecto de la infracciones de ley invocadas por este socio en su escrito de demanda. Pues bien, en el Auto de 28 de julio de 2020, el magistrado recoge la estructura que se hubiera puesto en funcionamiento de prosperar la fusión; existirán tres clases de acciones especiales de voto múltiple. Las acciones especiales de voto A, con tres derechos de voto, bien por asignación inicial tras la fusión o bien por el transcurso de tres años de permanencia en el accionariado. Las acciones especiales de voto B, con cinco derechos de voto, bien por el transcurso de dos años de permanencia en el accionariado tras la asignación inicial tras la fusión o cinco años de permanencia para nuevos accionistas. Las acciones especiales de voto C, con 10 derechos de voto, bien por el transcurso de cinco años de permanencia en el accionariado tras la asignación inicial tras la fusión u ocho años de permanencia para nuevos accionistas. Si se hubiera ejecutado la fusión, de forma consecutiva, transcurridos dos años desde la tenencia ininterrumpida de las acciones de la clase A, el socio podría acceder a las acciones de la clase B y, tras otros tres años, a las de la clase C. Como se indica en el Auto de la Audiencia Provincial de Madrid número 32/2020, de 14 de febrero, de haberse ejecutado la fusión, la evolución de la estimación del voto a 2 años y 30 días y de 5 años y 30 días, esto es, teniendo en cuenta las acciones especiales de voto B y C, es la siguiente: con las acciones especiales de voto B, Fininvest (sociedad familiar que controla el grupo Mediaset) pasaría a tener el 53,2 %, y con la acciones especiales de voto C, el 56,35 %, frente al 34,56 % y al 36,85 %, respectivamente, de Vivendi. Lo que supondría tener la mayoría absoluta de los votos.

5.2. Motivaciones de la regulación francesa

La regulación llevada a cabo en Francia tiene una doble motivación. La primera es el intento del Estado de reducir su participación económica en empresas relevantes sin perder el control, como ocurrió con Renault⁶⁰. La proteccionista regulación de las acciones de lealtad ha servido al Estado francés para controlar un porcentaje elevado de los derechos de voto de varias compañías en las que participa⁶¹.

En segundo lugar, el legislador francés intenta incrementar la influencia de los accionistas antiguos, frente al poder de los inversores –y fondos– centrados en favorecer políticas cortoplacistas⁶².

5.3. Motivación de la regulación española

Las acciones de lealtad son una fórmula pensada para premiar la permanencia de los accionistas en las empresas⁶³.

El preámbulo de la Ley 5/2021 (apartado I) parte del axioma de que las estrategias de inversión cortoplacistas tienden a afectar negativamente al potencial desarrollo sostenible de las sociedades cotizadas. Por un lado, la presión por generar y distribuir beneficios financieros en el corto plazo presiona a las direcciones de las empresas cotizadas a centrarse excesivamente en los resultados financieros trimestrales. Al centrarse fundamentalmente en maximizar los resultados financieros en el corto o muy corto plazo, las sociedades cotizadas adoptan en numerosas ocasiones estrategias corporativas que solo persiguen revalorizar sus acciones lo antes posible. «Este tipo de estrategias y medidas genera beneficios financieros efímeros, que sin embargo pueden perjudicar la sostenibilidad futura de la sociedad cotizada y de sus accionistas, trabajadores, acreedores y clientes». En el mismo apartado I del preámbulo se establece otro problema, pero siempre desde la motivación de la eliminación del cortoplacis-

⁶⁰ Vid. The Economist: «Shareholders rights in Europe short-term or short-changed?», 2 de mayo de 2015.

⁶¹ A finales de junio de 2015, 28 compañías del CAC 40 poseían derechos de voto doble. La actuación del estado de promocionarlas se encuadra en una política destinada a «promover el crecimiento a largo plazo de compañías en sectores estratégicos para Francia». Vid. APE (2015, p. 20).

⁶² Vid. Rontchevsky y Torck (2014, p. 363).

⁶³ En España, hasta la inclusión de las acciones de lealtad, solo está vigente una emisión de acciones con voto plural, la de Amadeus, con domicilio social fuera de España, aunque con actividad empresarial en nuestro país. La sociedad Amadeus posee 598.000.000 acciones privilegiadas, de un céntimo de euro de valor nominal (clase A), y por 171.443.700 acciones ordinarias, de diez céntimos de euro de valor nominal (clase B). Cada acción confiere a su titular el derecho a un número de votos proporcional a su valor nominal; en consecuencia, cada acción de la clase A dará derecho a un voto, mientras que cada acción de la clase B dará derecho a diez votos (Vid. Amadeus Global Travel Distribution, SA: Estatutos, art. 6).

mo: otro potencial efecto adverso de las estrategias de inversión cortoplacistas radica en que influyen en la sociedad cotizada para que se centre esencialmente en el rendimiento financiero en beneficio exclusivo de sus accionistas. Los demás objetivos no financieros de la sociedad cotizada y los intereses de trabajadores y otros grupos de interés pasan así a un segundo plano de la estrategia corporativa. «Por el contrario, las estrategias de inversión a largo plazo integran de forma natural otros objetivos no financieros, como el bienestar de los trabajadores y la protección del medio ambiente, garantizando la sostenibilidad de las empresas en el largo plazo. Y es que aquellas empresas viables en la sociedad y en el medio ambiente son también más sostenibles económicamente en el medio y largo plazo»⁶⁴.

En consonancia con todo lo anterior, en el apartado VIII del preámbulo se afirma que, al introducir en nuestro derecho societario las acciones de lealtad, el legislador establece «un mecanismo que puede ser utilizado para incentivar a los accionistas a mantener su inversión en la sociedad en el largo plazo y reducir presiones cortoplacistas sobre la gestión de las empresas».

Por tanto, la motivación del legislador al permitir su emisión es única. A través de esta medida, el legislador pretende fomentar la implicación de los accionistas en el gobierno corporativo de las empresas, así como contribuir a la generación de valor a largo plazo, protegiendo a los administradores de posibles presiones de inversores cortoplacistas.

De esta forma, al contrario que los gobiernos italianos y franceses, la regulación de 2021 no tiene ninguna motivación proteccionista de mantener control de empresas antes públicas, ni de proteger la deslocalización de empresas españolas⁶⁵. Existen muchas empresas antes públicas en las que el Estado no ha mantenido el control y otras que han dejado la domiciliación española, e incluso varias como Iberia, que han pasado por los dos estadios, primero pública, luego privada y por último deslocalizada. Las acciones de lealtad podrían haber sido una buena medida para frenar ambas situaciones.

Esta motivación es la que han seguido las dos únicas empresas españolas que han adoptado los acuerdos de emitir acciones de lealtad. Tras dos años de su entrada en vigor, únicamente una empresa cotizada del mercado español ha incorporado la posibilidad de emitir acciones de lealtad en sus estatutos: Grenergy Renovables y Audax Renovables.

Tanto Grenergy como Audax son sociedades anónimas, que cotizan en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid, y están controladas por un accionista: en la primera David Ruiz

⁶⁴ Igualmente, se afirma que este «capitalismo trimestral» (en referencia a la presión por maximizar los resultados financieros en cada uno de los informes financieros trimestrales) tiene efectos sobre el crecimiento económico, el empleo y la productividad del capital: «La crisis financiera de 2008 es, entre otros factores, el resultado de una visión excesivamente cortoplacista de la economía».

⁶⁵ El legislador español no está pensando en garantizarse una parte de control público en privatizaciones ni en deslocalización, pero tampoco en fusiones como la de CaixaBank-Bankia.

de Andrés, que posee el 53 % del capital, mientras que en la segunda José Elías Navarro, el 75%. Las acciones de lealtad permiten a ambos accionistas lanzar ampliaciones de capital o colocaciones en Bolsa sin perder sus poder.

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

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

En cuanto a Audax Renovables, de acuerdo al texto aprobado por la junta de accionistas, otorga dos derechos de voto por cada acción. Y justifica la introducción de esta figura para «fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas». En la convocatoria de la junta aparece que

es un mecanismo con el que se busca proteger a las sociedades cotizadas e impulsar la consecución de objetivos a largo plazo a la vez que desincentiva las inversiones a corto plazo que condicionan la estrategia de crecimiento sostenible y rentabilidad de las sociedades cotizadas a largo plazo. En este sentido, se pretende con su introducción reforzar el peso de los accionistas estables e incentivar su permanencia en la sociedad con la idea de que la sociedad sea gestionada con la vista puesta en el largo plazo y que mantenga un negocio sostenible en el tiempo.

6. Ventajas de las acciones de lealtad

Es posible identificar siete ventajas teóricas de la utilización de las acciones de lealtad: una para atenuar el cortoplacismo, dos de tipo proteccionista y cuatro más de tipo financiero.

La primera ventaja es la pretendida por el legislador español (también por las legislaciones francesa e italiana), pues promueve la estabilidad del accionariado, con el control de grupos de capital consolidados, así como la implantación de políticas más sólidas a largo plazo. El objetivo explicitado por el legislador español (apartado VIII del preámbulo de la Ley 5/2021) es paliar los efectos negativos que en la gestión de las empresas está teniendo la cada vez menor permanencia de los accionistas en el capital. La sensibilidad hacia el tema tiene su origen en la preocupación de las autoridades comunitarias (Introducción Directiva 2017/828, L 132: 3) por el aumento de la gestión de las compañías basada en el corto plazo, provocada por los intereses de determinados grupos inversores que influyen sobre los gestores de las sociedades para obtener beneficios inmediatos a costa de sacrificar el interés a largo plazo del accionariado más tradicional. Con esta medida legislativa se puede incentivar a los accionistas a mantener sus inversiones a largo plazo⁶⁶, y al mismo tiempo contribuir a que los administradores actúen persiguiendo el interés social, la estabilidad societaria, la gestión prudente y las políticas largoplacistas.

Pero esta no es la única ventaja teórica de la utilización de las acciones de lealtad, identificamos otras dos, explicitadas por otras legislaciones europeas, aunque no por la española, ambas de carácter proteccionista:

- Pueden servir a los accionistas de control para reforzar su posición sin coste (pretendida por la legislación francesa e italiana). Los sujetos potencialmente más beneficiados serían el Estado, para mantener su control en compañías públicas privatizadas, y determinadas familias propietarias tradicionales tras la entrada de nuevos inversores en su capital.
- Relacionado con el anterior, intenta proteger el gobierno frente a inversores extranjeros, lo que puede evitar que escapen del país grandes grupos empresariales (pretendida por la legislación italiana).

Además de las analizadas en las legislaciones española, francesa e italiana, existen otras cuatro ventajas teóricas, todas ellas basadas en criterios financieros.

- Incentiva la entrada de nuevos recursos financieros, al incorporar un instrumento de inversión-financiación con características diferentes a los ya existentes. Esta idea se basa en que los títulos de las empresas están en competencia directa con títulos de otras empresas para conseguir fondos y para ser más valorados. Por tanto, está derivada de la innovación financiera y del marketing financiero, para diversificar a los potenciales titulares de acciones. El marketing financiero genera soluciones a problemas del mercado y las empresas que lo componen. Las ac-

⁶⁶ La doctrina defiende que la utilización de la figura favorece la estabilidad accionarial bajo el control de grupos de accionistas consolidados, así como la implantación de políticas sólidas a largo plazo y la consecución del interés social. *Vid. Álvaro et al. (2014).*

ciones de lealtad pueden ser un instrumento fundamental para edificar un equilibrio societario de poderes sin necesidad de emitir clases de acciones sin voto o con privilegios en el derecho de voto (que en muchos países están limitados o prohibidos). En concreto, algunos inversores potenciales elegirán los títulos de una empresa que estatutariamente tenga reconocido el voto doble si mantiene la cartera durante el plazo establecido, respecto a otros títulos, igualmente ofrecidos en el mercado financiero, pero en el que sus emisores no tengan establecido esta disposición estatutaria.

- Fomenta la transparencia e incentiva la salida a Bolsa de sociedades con buenas perspectivas de crecimiento, manteniendo los fundadores el poder de control o de decisión. Esto puede ser especialmente interesante en negocios tecnológicos, en los que la reputación, prestigio y capital intelectual de los promotores constituye el factor clave para el desarrollo empresarial⁶⁷.
- Favorece una mayor estabilidad bursátil, puesto que se reduce la volatilidad de los precios.
- Fomenta la competencia entre las bolsas de valores, al permitir invertir en instrumentos similares anteriormente existentes en otros mercados bursátiles.

7. Desventajas de las acciones de lealtad

A pesar de todas las ventajas teóricas, gran parte de la doctrina se ha posicionado en contra de la incorporación en nuestra legislación de las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas, al no resultar necesarias ni eficaces para el cumplimiento de los fines que pretende el Gobierno, y, además, generar diversos perjuicios para las empresas y el mercado de valores en España⁶⁸.

Para esta doctrina, al permitir que las acciones de lealtad sean adoptadas por las sociedades cotizadas, existe un mayor riesgo de oportunismo de los administradores y socios de control, no solo por los mayores problemas de acción colectiva que afrontan los accionistas minoritarios en una sociedad cotizada, sino también por los menores incentivos que tendrán los socios de control para implementar la solución que resulte más deseable para todos.

Basándose en la experiencia en otros países, parte de la doctrina⁶⁹ afirma que no se ha demostrado que un mecanismo que introduce asimetría en la relación entre propiedad y

⁶⁷ Gandía Pérez (2016a) se refiere a las operaciones de Google y Facebook.

⁶⁸ Los argumentos para intentar evitar que el legislador finalmente incluyera la figura fueron recogidos por Fernández Torres (2017).

⁶⁹ *Vid.* García Valdecasas (2019).

voto, y una alteración de la democracia accionarial, sea instrumento útil para aumentar el dinamismo del mercado o reforzar su transparencia, incluso que sirva para aumentar la implicación del accionista en la gestión de la empresa.

A continuación se amplían los argumentos doctrinales para afirmar la innecesaria incorporación de las acciones de lealtad a la legislación mercantil en España.

7.1. Inexistente problema de cortoplacismo

El principal argumento esgrimido por el legislador español para implementar las acciones de lealtad consiste en promover la maximización a largo plazo del valor de la compañía, evitando así las presiones cortoplacistas. Este argumento está basado en la existencia de un cortoplacismo, que, según la doctrina estadounidense más influyente⁷⁰, es solo una ilusión. Si no parece existir cortoplacismo en Estados Unidos, donde la mayor dispersión del accionariado y la mayor presencia de inversores institucionales provocan que las sociedades cotizadas estén más expuestas a las presiones, todavía con menos motivo existirá cortoplacismo en España.

7.2. No es necesariamente positivo dar más poder a los accionistas de control

La duplicación del voto supondrá una mayor acumulación de poder en los accionistas de control –ya de por sí muy poderosos–, lo que puede favorecer la consecución de los intereses particulares y redundar en una gestión abusiva y negligente. Con esta medida se incrementa el riesgo de atrincheramiento y oportunismo de los socios de control, perjudicando de esta manera la tutela de los accionistas minoritarios y, con ello, el atractivo de las empresas y los mercados de valores.

En consecuencia, no solo existirán menores posibilidades de que un potencial inversor externo proponga cambios que resulten deseables o, si obtuviera el control, implementara una estrategia empresarial potencialmente superior, sino que, además, agravará el riesgo de que los accionistas mayoritarios puedan realizar determinadas conductas oportunistas en perjuicio de los minoritarios⁷¹.

⁷⁰ Vid. Roe (2013 y 2018).

⁷¹ Las prácticas de *tunneling* se producen cuando un accionista mayoritario, o un ejecutivo de alto nivel dentro de la compañía, orienta los activos o negocios de la compañía para conseguir una ganancia personal. Actuaciones como compensaciones excesivas, desvíos en el pago de dividendos, ventas de activos a precios infravalorados, y autopréstamos, son ejemplos de prácticas consideradas como *tunneling*. Vid. Johnson et al. 2000.

Derivado de ello, posibles accionistas minoritarios se pensarán mucho si invertir o no en una compañía española que tenga establecido en estatutos la existencia de acciones de lealtad⁷², máxime, cuando, a diferencia de lo que ocurre en otras jurisdicciones, los accionistas minoritarios de las sociedades españolas: (a) no pueden nombrar en la práctica a ningún consejero (salvo que tengan la mayoría necesaria para hacerlo a través del sistema de representación proporcional, que es algo improbable en una sociedad cotizada), como sí se permite en Italia; (b) no tienen el poder de aprobar transacciones con partes relacionadas, como sí acontece en Israel o Hong Kong; (c) no pueden bloquear el nombramiento de los consejeros independientes aprobados por la junta general, tal y como ocurre en Reino Unido; y (d) no tienen a su disposición los mecanismos de protección de mercado y procesales que existen en Estados Unidos. Por tanto, la implementación de acciones de lealtad provoca un mayor riesgo de oportunismo de las personas que, debido a su posición dentro de los órganos de dirección, gozan del conocimiento de información privilegiada y de las decisiones presentes y futuras de una empresa, perjudicando de esta manera la confianza de los inversores y, con ello, la financiación de empresas y el desarrollo del mercado de valores.

Parte de la doctrina⁷³ considera que dar más poder a los accionistas de control con acciones de lealtad es una medida innecesaria, ineficaz y no contribuye a los objetivos pretendidos por el Gobierno, sino que, de hecho, puede perjudicar la financiación de empresas, el desarrollo del mercado de valores y el gobierno corporativo de las empresas españolas.

De igual forma, también hay autores⁷⁴ que alegan que beneficiar expresamente a los accionistas a largo plazo podría perjudicar el valor de la compañía, sobre todo aquellas que realicen transacciones con acciones propias. Incluso, puede ocurrir que reforzar el poder de los accionistas de control, con la existencia de acciones de lealtad, obstaculice la realización de actividades cortoplacistas beneficiosas para la entidad⁷⁵.

7.3. Falta de efectividad de las acciones de lealtad para involucrar más a los accionistas

Parte de la doctrina considera que las acciones de lealtad no son eficaces para promover la involucración de los accionistas⁷⁶, por lo que esta figura no soluciona el hipotético problema de la pasividad racional de los accionistas minoritarios. La pasividad o apatía racional

⁷² Estos argumentos, y la relación comparativa con otros ordenamientos, son ofrecidos por Gurrea Martínez (13 de junio de 2019).

⁷³ Vid. Gurrea Martínez (13 de mayo de 2016).

⁷⁴ Vid. Fried (2015).

⁷⁵ Vid. Fernández Torres (2017, p. 182).

⁷⁶ Vid. Fernández Torres (2019).

se produce cuando el coste que tiene para el accionista conseguir o analizar la información societaria para emitir su voto de forma fundamentada es superior a los beneficios que de ello se extrae, tanto más cuanto su capacidad de influencia en la sociedad es muy reducida.

Tres son los principales motivos que provocan esta pasividad racional: accionistas con participación escasa en la compañía, accionistas diversificados y altos costes para coordinarse con otros accionistas que dificultan que las decisiones de los accionistas sean influyentes. Como consecuencia de los tres factores anteriores, es frecuente que muchos accionistas minoritarios no participen en el gobierno de la compañía. Los costes de involucrarse –en términos de tiempo, información, asesoramiento y coordinación–, aunque se redujeran por el legislador, serían superiores a los beneficios que podrían obtener los titulares. Por tanto, será racional adoptar una actitud pasiva en el gobierno de la compañía⁷⁷.

En la medida en que las acciones de lealtad favorecen por igual a mayoritarios y minoritarios, y, por tanto, no incrementan el poder relativo de estos últimos, los incentivos de los minoritarios a involucrarse en el gobierno de una compañía no se verán alterados por la implementación de acciones de lealtad. En consecuencia, la adopción de estas acciones constituye un mecanismo poco efectivo para lograr la implicación de los accionistas.

7.4. Existen medidas alternativas más eficaces para involucrar más a los accionistas

Los legisladores europeos y nacionales están preocupados con las estrategias de inversión cortoplacistas, pues contrastan con el objetivo fundamental de un buen gobierno corporativo: el desarrollo de políticas a largo plazo que mantengan un negocio sostenible en el tiempo. No obstante, la sostenibilidad a largo plazo puede promoverse mediante la adopción de otras medidas distintas: (a) actuando sobre la remuneración de los administradores de tal manera que se alineen los intereses de los administradores con los de la sociedad y los socios, (b) fomentando la transparencia informativa y (c) adoptando incentivos fiscales que tengan en cuenta el perfil del inversor y desincentiven la especulación⁷⁸.

Por tanto, si lo que el legislador pretende es fomentar la involucración de los socios en la gestión de la sociedad, quizás hubiera sido más efectivo introducir medidas que favorecieran el control de los socios sobre la gestión y administración social, y no la concesión

⁷⁷ Una alternativa peligrosa es que los inversores minoritarios recurran a asesores de voto (*proxy advisor*), cuyos intereses pueden ser contrarios a los planteamientos largoplacistas de la compañía. Los asesores de voto prestan servicios relativos al ejercicio de voto (emisión de recomendaciones y elaboración de informes), pero también ofrecen otros servicios accesorios (alerta de excesos de participaciones significativas, coordinación de acciones judiciales colectivas y plataforma de delegación de voto).

⁷⁸ Para Fernández Torres (2019).



de mayores derechos de voto por el simple hecho de permanecer en la sociedad durante un determinado periodo de tiempo.

8. Conclusiones: propuestas de mejora legislativa

El objetivo esencial que se persigue con la introducción de las acciones de lealtad es que nuestro régimen societario, y en definitiva nuestro mercado bursátil, ofrezca las mismas opciones de inversión-financiación que permiten otras legislaciones europeas (apartado VIII del preámbulo de la Ley 5/2021).

Este objetivo ha sido conseguido porque el legislador español recoge un régimen similar al que cuentan desde años países como Francia e Italia. Es más, la regulación de las acciones de lealtad en España es una mezcla de la establecida en ambos países para elegir la que el legislador considera más adecuada.

Aunque el régimen que se propone es similar al introducido en Francia e Italia, la regulación de ambos no es idéntica. En Francia, la legislación establece que las empresas pueden emitirlos salvo que la junta de accionistas decida lo contrario. Por su parte, en Italia el mecanismo es el opuesto: existe la posibilidad legal, pero la junta de accionistas debe aprobar expresamente su aplicación. Por otro lado, en Francia el voto es siempre el doble, mientras que en Italia será lo que establezca la empresa entre uno y dos votos. La tabla 1 recoge las diferencias entre la regulación de las acciones de lealtad en las legislaciones española, italiana y francesa.



Tabla 1. Diferencias de la regulación de las acciones de lealtad entre las legislaciones española, italiana y francesa

	Italia	Francia	España
Año de la regulación	2014	2014	2021
Motivación de la legislación	<ul style="list-style-type: none"> Evitar huida de grandes grupos nacionales al extranjero El Estado reduzca participación en empresas sin reducir el control Protección de accionistas antiguos, frente a inversores centrados en favorecer políticas cortoplacistas 	<ul style="list-style-type: none"> El Estado reduzca participación en empresas sin reducir el control Protección de accionistas antiguos, frente a inversores centrados en favorecer políticas cortoplacistas 	<ul style="list-style-type: none"> Mantener la inversión de las sociedades a largo plazo y reducir las presiones cortoplacistas
Utilización previa antes de la incorporación a la legislación	Utilizada por las empresas antes de ser legislada	Utilizada por las empresas antes de ser legislada	No utilizada por las empresas antes de ser legislada (solo dos después)
Ámbito de aplicación	Empresas cotizadas	Empresas cotizadas	Empresas cotizadas
Calificación de las acciones	No son clases de acciones	No son clases de acciones	No son clases de acciones
Previsión estatutaria	Existe la posibilidad legal, pero la junta de accionistas debe aprobar expresamente su aplicación	La legislación establece que las empresas pueden emitir las salvo que la junta de accionistas decida lo contrario	Existe la posibilidad legal, pero solo pueden utilizarlas si se incluye en los estatutos expresamente
Votos concedidos	Entre uno o dos votos	Doble voto	Doble voto
Periodo mínimo de titularidad	Dos años	Dos años	Dos años. Los estatutos pueden aumentar este plazo, pero no disminuirlo



	Italia	Francia	España
Quorum para aprobación	2/3 en primera y segunda convocatoria de la junta de socios	2/3 de la junta de socios	60 % si asisten al menos el 50 %, y el 75 % si asisten al menos el 25%
Excepciones al derecho subjetivo (Salvo previsión estatutaria en contra)	<ul style="list-style-type: none"> • Sucesión • Fusión • Escisión 	<ul style="list-style-type: none"> • Sucesión • Modificaciones estructurales 	<ul style="list-style-type: none"> • Sucesión • Modificaciones estructurales • Transmisión entre sociedades del grupo
Dividendo de lealtad	Prohibido	Permitido	Prohibido
Utilización en sociedades no cotizadas	Permitida	Prohibida	Prohibida
Clases de acciones	Permite acciones sin voto. Prohibe las acciones con voto plural, aunque las empresas sí las utilizaban	Permite acciones sin voto. Prohibe las acciones con voto plural, pero antes sí estaban legalmente permitidas	Permite acciones sin voto. Prohibe las acciones con voto plural, aunque las empresas sí las utilizaban

Fuente: Elaboración propia.

Aunque la legislación española se ha servido de las anteriores para elaborar una norma adecuada, creemos necesario elaborar una serie de propuestas para mejorar la normativa española actual.

8.1. Necesidad de realizar estudios previos a la legislación

En las sociedades de capital concentrado, las acciones de lealtad favorecen que una minoría sea la que controle la sociedad, lo que si no va unido a un fuerte sistema de control de la gestión, puede generar conflictos de interés entre accionistas minoritarios y administradores y, por tanto, la consecución de intereses personales en detrimento del interés general.

El legislador español ha basado su regulación en la idea de que la atribución de un derecho de voto reforzado a accionistas largoplacistas conllevará un mayor nivel de involucración o implicación de los accionistas en la vida societaria. Sin embargo, no hay consenso en los resultados de trabajos empíricos respecto a cuatro temas que son la clave para saber la utilidad de esta figura: la existencia del problema del cortoplacismo, la relación causal entre permanencia en la sociedad y desarrollo de políticas corto o largoplacistas, ni tampoco sobre los beneficios que se derivan para la sociedad de la permanencia en ella de inversores largoplacistas o la relación riesgo/beneficio derivada de la atribución automática de un derecho de voto doble.

Los anteriores aspectos son claves para identificar el mejor modo de incorporar la figura a nuestro ordenamiento, por esta razón, el gobierno español debería haber realizado una serie de estudios previos a la incorporación de la figura. Por ejemplo, hubiera sido conveniente realizar un estudio del mercado empresarial español, donde se analizase el porcentaje de accionistas vinculados con la gestión de la compañía y el posible impacto de la medida en el mercado.

Los resultados de todos estos trabajos empíricos son imprescindibles para identificar los beneficios que se derivan de las acciones de lealtad, porque en caso de no existir, los políticos, legisladores y autores basarán sus actuaciones exclusivamente en opiniones. Tras el trabajo realizado, nuestra opinión (aunque solo es una opinión) es que claramente no siempre se cumplen dos axiomas de los que parte la legislación española. Por un lado, no toda decisión cortoplacista es siempre y necesariamente contraria al interés de la sociedad. Por el otro, la emisión de esta figura no garantiza el compromiso de los accionistas, pues la implicación de cada accionista no solo depende de los derechos de voto, sino que depende de muchos otros factores –de naturaleza económica, social y psicológica–.

8.2. Ampliar la posibilidad de emitir acciones de lealtad a las empresas no cotizadas basado en la finalidad financiera

Es posible identificar tres tipos de ventajas de la utilización de las acciones de lealtad: combatir el cortoplacismo, de tipo proteccionista y de tipo financiero.

Los dos primeros grupos de motivaciones para emitir acciones de lealtad han sido la base de la incorporación a la legislación española, francesa e italiana. La doctrina (con pareceres encontrados) ha analizado teóricamente las ventajas e inconvenientes de incorporar la figura a nuestra legislación, pero siempre centrándose en la eficacia y eficiencia de alcanzar estas motivaciones exclusivamente. Sin embargo, la doctrina no ha analizado la tercera finalidad porque los legisladores no las han explicitado como necesidades a satisfacer con sus regulaciones. En nuestra opinión, las ventajas y desventajas doctrinales sobre las dos primeras finalidades no son concluyentes y, sin embargo, es una medida positiva la incorporación legislativa para que sea posible su emisión por las sociedades cotizadas intentando satisfacer el tercer tipo de finalidades, que consiste en considerarla una alternativa de inversión-financiación interesante.

El primer tipo de finalidades es la única que tuvo en cuenta el legislador español para diseñar el instrumento, y una de las que tuvieron en cuenta la legislación francesa e italiana. La importancia de esta finalidad es que no se limita a ser relevante para inversores y emisores, sino que es trascendental para el tejido empresarial y la sociedad en general. Las acciones de lealtad pueden ser utilizadas para incentivar a los accionistas a mantener su inversión en la sociedad en el largo plazo y a reducir presiones cortoplacistas sobre la gestión de las empresas. Centrarse en la obtención de beneficios a corto puede hacer olvidar las políticas de I+D+i, de protección del medio ambiente y de maximización de beneficios para sus trabajadores. No obstante, este objetivo estará muy atenuado en las sociedades cotizadas que posean una estructura de capital muy diluida y, además, existen dudas de que el problema del cortoplacismo exista.

El segundo tipo de finalidades (perseguidas por la legislación italiana y francesa) es que los administradores o los socios de control pueden recurrir a las acciones de lealtad como mecanismo defensivo frente a las injerencias externas en el gobierno de la empresa, fundamentalmente la recapitalización sin riesgos de la pérdida de control familiar o grupal. Por ejemplo, un núcleo familiar que abra su negocio a inversores capitalistas, o unos fundadores tecnológicos que necesiten financiación externa. Relacionado con esto, la emisión de acciones de lealtad es, para la empresa emisora, una garantía de protección frente a una posible OPA hostil futura, porque el resto de acciones no podrán agruparse para designar a nuevos administradores por el sistema proporcional. Igualmente, existen otras situaciones específicas en las que puede ser adecuada la emisión de acciones de lealtad: procesos de reorganización empresarial, reconversión o industrialización, y conservación del control público de las sociedades estatales.

La tercera es derivada de la innovación financiera y del marketing financiero, en su intento de diversificar a los potenciales titulares de acciones, generando soluciones a problemas del mercado y las empresas que lo componen.

La incorporación de las acciones de lealtad a la legislación española era necesaria, pero no para aumentar la estabilidad e involucración de los accionistas, porque sobre eso hay dudas

que se consiga con la figura, ni para adaptar la legislación comunitaria, porque llega tarde y no era necesario. Con su introducción, nuestro régimen societario y, en definitiva, nuestro mercado bursátil, ofrece las mismas opciones de inversión-financiación que permiten otras legislaciones.

La incorporación de las acciones de lealtad incentiva la entrada de nuevos recursos financieros, al incorporar un instrumento de inversión-financiación con características diferentes a los ya existentes. Esta idea se basa en que los títulos de las empresas están en competencia directa con títulos de otras empresas para conseguir fondos y para ser más valorados. Las acciones de lealtad pueden ser un instrumento fundamental para edificar un determinado equilibrio societario de poderes sin necesidad de emitir clases de acciones sin voto o con privilegios en el derecho de voto (que en muchos países están limitados o prohibidos). En concreto, algunos inversores potenciales elegirán los títulos de una empresa que estatutariamente tenga reconocido el voto doble si mantiene la cartera durante el plazo establecido, respecto a otros títulos similares, igualmente ofrecidos en el mercado financiero, pero que sus emisores no tengan establecido esta disposición estatutaria.

En definitiva, las dudas y reticencias de la incorporación en nuestra legislación de la figura se basan en que no compensan las teóricas ventajas de tipo proteccionista y para atenuar el cortoplacismo, que son las que han sido observadas por los diferentes legisladores, por el contrario, la necesidad y oportunidad de incorporación de la figura en nuestro ordenamiento jurídico se basa en una necesidad de tipo financiero, la cual no ha sido explicitada como motivación expresa por el legislador español, y anteriormente tampoco por los legisladores italianos y franceses.

La inclusión de la motivación financiera lleva aparejada la ampliación de la emisión de acciones de lealtad a las empresas no cotizadas, porque no tiene sentido restringirlo a las cotizadas, pues las no cotizadas requieren una diferenciación para ser un título atractivo a los potenciales inversores.

Tanto en Francia como en España las acciones de lealtad solamente están permitidas en las sociedades cotizadas. Sin embargo, la regulación italiana de las acciones de lealtad está complementada por otra norma que instaura para las sociedades no cotizadas un régimen de voto múltiple muy flexible, de forma que estatutariamente puede establecerse para que posea un privilegio igual al de las acciones de lealtad. Esta medida podría ser incorporada por el legislador español, ya sea ampliando las acciones de lealtad a las empresas no cotizadas, o complementándola con otra legislación específica para las no cotizadas.

8.3. Incorporación legislativa de acciones con voto plural basado en un cambio de paradigma

A lo largo de la investigación se ha podido observar un cambio de paradigma. El principio de proporcionalidad ha dejado de ser la principal preocupación del legislador europeo (y

español por inferencia), para comenzar un paradigma en el que el mejor modo de favorecer el interés de la sociedad es desarrollar políticas largoplacistas, y ello se alcanza con una estimulación del activismo accionario, siempre teniendo en cuenta que es dudoso, tanto que el mejor modo de ayudar a la empresa sea desarrollar políticas largoplacistas, como que el mejor medio para alcanzarlo sea con una estimulación del activismo accionario.

Este cambio de paradigma influye en todas las propuestas del legislador. Para este caso concreto, el legislador parte de que la inclusión de las acciones de lealtad tenía esta utilidad, y por tanto los detractores y los defensores de su consecución han debatido por la idoneidad de la figura para alcanzarlo. Pero la utilidad de la figura es independiente de estas disquisiciones, las acciones de lealtad son un instrumento financiero que amplía el abanico de oferta de productos financieros del mercado.

Teniendo en cuenta el cambio de paradigma, la posibilidad de emitir acciones de lealtad en empresas cotizadas no es contraria al principio de proporcionalidad, donde convive con acciones sin voto en España y acciones con doble voto en sociedades no cotizadas en países europeos cercanos al nuestro. En el nuevo paradigma empieza a tener sentido admitir alternativas hasta ahora no contempladas legislativamente en España, como la posibilidad de emitir acciones con voto plural.

Las acciones con voto privilegiado pueden definirse como las que tienen un derecho de voto superior al de otras, con relación a la cuota del capital que ellas representan⁷⁹. Ambos conceptos son bien diferentes. Las acciones de lealtad son cualquier acción ordinaria (todas las acciones de la empresa son de la misma clase) de la que haya sido titular un mismo accionista ininterrumpidamente durante el plazo legalmente establecido, atribuyéndole una característica única posible: un voto doble. Por su parte, las acciones con voto plural forman una clase de acciones, en la que una parte de las acciones tiene cualquier privilegio en el derecho de voto, incluido el de tener un voto doble o mayor, y el resto de clases de acciones de la empresa no lo tienen.

El artículo 38 de la Ley de sociedades anónimas de 1951 prohibía de forma expresa la creación de acciones de voto plural⁸⁰. Ni antes ni después ninguna legislación mercantil española la ha admitido, aunque voces doctrinales reclamaron la utilidad de esta medida (Pedrol Rius, 1948, p. 2)⁸¹. Dicho esto, analizando las acciones con derecho de voto plural,

⁷⁹ Las acciones con voto privilegiado han recibido un gran número de denominaciones: de voto plural, de voto desigual, de voto acumulativo, de voto múltiple, de voto preferencial, de voto superior, de voto mayor, de dirección, de gestión, de control, de protección, de comando o predominante.

⁸⁰ Garrigues y Uría (1952, pp. 390-391) hacen un recorrido por la doctrina europea en torno a las acciones de voto plural, predominando los autores contrarios a su incorporación y utilización.

⁸¹ El autor las propugnó como instrumento para dar estabilidad a la administración de las sociedades y evitar tomas de control no deseadas. No veía razón suficiente el hecho de que pudiesen utilizarse de forma

es posible observar que ocurre una circunstancia peculiar. El legislador español nunca ha admitido la inclusión de acciones o participaciones con este privilegio, sin embargo, a pesar de no estar permitidas, varias empresas incluyeron una diferenciación de sus acciones con derecho al voto plural. Esto puede observarse en la disposición transitoria séptima de la Ley de sociedades anónimas de 1951, donde se concedía a las sociedades que poseyeran acciones de voto plural reconocidas en sus estatutos, válidamente emitidas, la posibilidad de conservarlas temporalmente durante un plazo máximo de dos años.

Pues bien, ahora es un buen momento para admitir la posibilidad de emitir acciones de voto plural, y que vuelvan a ser utilizadas por empresas españolas, porque hasta ahora el principal argumento para rechazar su implantación es que incumplía la regla «una acción, un voto», profundamente arraigada en el derecho societario español. No obstante, la existencia de acciones sin voto y acciones de lealtad cambia las reglas del juego, porque ambos instrumentos modifican la proporcionalidad entre capital y voto, y cada vez deja de tener sentido que un título con una posible potencialidad y utilidad futura esté prohibida porque no cumple un tradicional dogma teórico ya incumplido por varias figuras.

A pesar de estar prohibidas, parte de la doctrina ha sido partidaria de su inclusión, basándose en que, a efectos prácticos, las alteraciones producidas por las acciones sin voto no serían distintas a las originadas por las acciones de voto plural (Gandía Pérez, 2016b, p. 178). Ahora podemos completar la idea con que ambas figuras son compatibles con las acciones de lealtad, y los presuntos problemas societarios son similares entre las tres.

8.4. Establecimiento de medidas alternativas para intentar evitar el cortoplacismo de los inversores

Las acciones de lealtad no fomentan la involucración de los socios en la gestión de la sociedad. Si el legislador lo pretende, hubiera sido más efectivo introducir medidas que favorecieran el control de los socios sobre la gestión y administración social, y no la concesión de mayores derechos de voto por el simple hecho de permanecer en la sociedad durante un determinado periodo de tiempo.

El legislador debe plantearse establecer tres medidas para involucrar a los accionistas: (a) establecer una remuneración de los administradores que vincule los intereses de los administradores con los de la sociedad y los socios, (b) fomentar la transparencia informativa y (c) adoptar incentivos fiscales que tengan en cuenta el perfil del inversor y desincentiven la especulación.

abusiva para prohibirlas. Además, propuso algunos requisitos para su implantación en España, como restringir el derecho a poseerlas a las personas físicas no extranjeras (p. 15); por otra parte, el Tribunal Supremo las reconoció en su Sentencia de 28 de marzo de 1936 (p. 2).

8.5. Posibilidad de emitir acciones de lealtad privilegiadas basadas en los condicionantes para que las empresas españolas las emitan masivamente

La finalidad financiera de las acciones de lealtad requiere observar el entorno de otra manera: como un medio de incentivos y negociación con los inversores presentes y futuros, dentro de un mercado financiero competitivo donde cada título de una empresa compite con los títulos de otras empresas de ese mismo mercado e incluso de otros.

La introducción de las acciones de lealtad en la legislación española será exitosa si, y solo si, un gran número de empresas emisoras se atreve a modificar sus estatutos para admitirlos (en la actualidad solo dos sociedades se han atrevido) y muchos inversores se animan a mantener las acciones de lealtad para beneficiarse de las ventajas de tener doble voto. Esta será la única medida de su utilidad.

Los socios de control únicamente intentarán modificar los estatutos para permitir la incorporación de las acciones de lealtad en el caso de que sea beneficioso y de interés para todos los accionistas, pues, de lo contrario, se arriesgarían a un fracaso que sería un escenario gravemente perjudicial para sus intereses, tanto para los particulares como para los de la empresa en su conjunto. En el peor de los escenarios el fracaso supondrá desprestigio frente al mercado, una minoración del valor de la empresa, una salida del capital de determinados accionistas o una reducción de la capacidad futura de la compañía para aumentar capital.

Por tanto, los socios de control solo conseguirán adoptar estatutariamente las acciones de lealtad cuando convengan a los inversores de que los posibles costes de estas acciones, en términos de atrincheramiento en el control de la compañía y posible riesgo de oportunismo frente a accionistas minoritarios, serán inferiores a los posibles beneficios asociados a un hipotético favorecimiento de la maximización a largo plazo del valor de la empresa.

El título sería más atractivo cuando esté unido a un privilegio económico. Por tanto, si el legislador considera que la generalización de las acciones de lealtad son beneficiosas para la ciudadanía, el legislador debería regular la posibilidad de emitir una acción de lealtad privilegiada para que no existan dudas sobre su naturaleza como clases de acciones y sus repercusiones sobre el resto de la legislación mercantil.

8.6. Mejora en la redacción del procedimiento para su aprobación

El legislador establece un procedimiento de emisión difícil de cumplir, lo cual no se entiende cuando ha introducido voluntariamente la figura sin estar obligado a incorporarla por parte del regulador comunitario. En nuestra opinión, no debe dificultarse la posibilidad de

la emisión con un acuerdo reforzado, pues cada empresa debe decidir emitir la figura o no según su estrategia corporativa futura.

Sin embargo, es posible que el legislador entienda que establecer una mayoría reforzada es una medida adecuada porque los mecanismos de control que depositan gran parte del poder de decisión en manos de un grupo reducido de socios pueden derivar en excesos que dejen a un lado los intereses de los accionistas minoritarios. En este caso, debería mantener una mayoría reforzada, pero la redacción del artículo debe ser modificada, porque crea incertidumbre.

Aunque la medida fuese pertinente, la forma de redactarse es mejorable. La redacción de la ley es confusa, pues no distingue entre primera y segunda convocatoria de la junta general. Relacionándolo con el artículo 194 de la LSC, que regula los quorum de asistencia para la constitución de la junta, se infiere que el primer quorum de asistencia se refiere a la primera convocatoria (50 %) y el segundo (25 %) a la segunda. Interpretado esto, se observa que el reforzamiento no se produce en el quorum de asistencia, sino en el quorum de votación. Si en los supuestos ordinarios, una vez constituida válidamente la junta, basta la mayoría simple o absoluta, según los casos, para tomar acuerdo, aquí será necesario en primera convocatoria el 60 % de los votos y en segunda convocatoria el 75 % de esos mismos votos.

La propuesta, tal y como está formulada, es equivocada. Si lo que se pretende reforzando el quorum de votación es proteger al minoritario, evitando que la mayoría adopte el acuerdo en contra de la minoría, no parece que se consiga, pues el quorum de asistencia es el mismo que para la modificación de estatutos u otras temas trascendentales de la sociedad (aumento, reducción de capital, transformación, fusión, etc.); la experiencia muestra que las cotizadas alcanzan ese quorum de asistencia en segunda convocatoria con relativa facilidad y, por tanto, una vez conseguida la válida constitución de la junta, no le será excesivamente difícil a la mayoría convencer al accionariado de la conveniencia de la medida, como forma de atraer nuevos accionistas o como forma de que los actuales permanezcan en la sociedad. Si de verdad lo que se quería era dificultar la creación de las acciones de lealtad, se debería haber reforzado el quorum de asistencia, aunque el de votación hubiera sido el ordinario. En las sociedades cotizadas, donde el capital está muy atomizado, hubiera sido difícil conseguir esa asistencia, y en las ya dominadas por un grupo o una familia o núcleo duro de accionistas, si no llegan a esas cifras, también se dificulta la adopción del acuerdo. Tal y como está definido, es una medida aparentemente severa sin influencia real; el reforzamiento del artículo no es tal, parece una medida de apariencia para poner un límite sin querer limitar.

Referencias bibliográficas

- Alfaro Águila-Real, J. (2010). El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil. En J. Juste Mencía y A. J. Recalde Castells (Coords.), *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas en el Derecho español* (pp. 475-492). Tirant lo Blanch.
- Álvaro, S., Ciabella, A., D'Eramo, D. y Linciano, N. (2014). Le deviazioni del principio un azione un voto e le azioni a voto multiplo. *Quaderno Giuridini della Consob*.
- ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions). (2014). Loi visant à reconquérir l'économie réelle: dispositions relatives au droit de vote doublé, aux OPA et aux AGA. Boletín n.º 14-007.
- APE (Agence des Participations de l'État). (2022). The Government as Shareholder.
- Arroyo Vendrell, T. (2022). Las acciones con voto adicional doble por lealtad o acciones de lealtad. En *Implicación a largo plazo de los accionistas en sociedades cotizadas. Comentarios a la Ley 5/2021* (pp. 157-188). Tirant lo Blanch.
- Bebchuk, L. (1999). A rent protection theory of corporate ownership and control. The National Bureau of Economic Research, documento de trabajo n.º 7203.
- Belinfanti, T. (2014). Shareholder Cultivation and New Governance. *Delaware Journal of Corporate Law*, 38.
- Bolton, P. y Samama, F. (2013). Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3).
- Canard, R. (3 de mayo de 1993). La légalité du dividende majoré. *Les Echos*.
- Cariello, V. (2015). *Un formidabile strumento di dominio económico*. Giuffrè.
- Conac, P. H. (2014). Obligation pour les sociétés cotées d'instaurer des droits de vote double sauf vote contraire. *Revue des Sociétés*.
- Cordonnier, P. (1924). L'egalité entre actionnaires avant et depuis la Loi du 22 novembre 1913. *Journal des Sociétés*, 5(62).
- Danos. G. (1922). *Les actions a vote plural*. Université de Paris.
- Delvoie, J. y Clottens, C. (2015). Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares. *Law & Financial Markets Review*, 9(1).
- Enriques, L. (26 de diciembre de 2014). Milleproroghe, l'ultimo tentativo di salvare il potere dei salotti buoni. *Il Fatto Quotidiano*.
- Fernández Torres, I. (2017). *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*. Marcial Pons.
- Fernández Torres, I. (2019). La futura reforma de la ley de sociedades de capital: las «acciones de lealtad». *Derecho Mercantil*.
- Fernández Torres, I. (2021). El voto adicional doble por lealtad: una reforma controvertida. *El Notario del Siglo XXI*, 97.
- Fried, J. M. (2015). The Uneasy case for favoring long-term shareholders. *The Yale Law Journal*, 124(5).
- Gaillard. P. E. (1938). *Comment éluder la suppression des actions á vole privilégié pour la loi de 13 novembre*.
- Gandía Pérez, E. (2016a). 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*, 300.
- Gandía Pérez, E. (2016b). 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*, 65, 173-203.
- García Valdecasas, J. A. (2019). Sobre las futuras acciones de lealtad en la legislación española: Críticas a la posible introducción. *Notarios y Registradores*.
- Garrigues, J. y Uría, R. (1952). *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, tomo I. Instituto de Estudios Políticos.
- Gasperoni, N. (1950). *Las Acciones de las Sociedades Mercantiles*. Editorial Revista de Derecho Privado.
- Georges, E. (2005). *Essai de généralisation d'un Droit de retrait dans la société anonyme*. Editorial Montchrestien.
- Giampaolino, C. F. (2015). Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo. En *Giurisprudenza commerciale* (I, pp. 779-807).
- Guizzi, G. (2015). La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica. *Il Corriere Giuridico*, 2, 153-167.
- Gurrea Martínez, A. (13 de junio 2019). Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas. *Derecho-Expansión*.
- Gurrea Martínez, A. (13 de mayo de 2016). Shareholder activists: A threat for the global economy? *Columbia Law School's blog on corporations and the capital market*, 1-25.
- Hamel, J., Lagaboe, G. y Jauffret, A. (1980). *Droit commercial* (tomo 1, vol. 2). Dalloz.
- Johnson, S., La Porta, R., López de Silanes, F. y Shleifer, A. (2000). Tunnelling. *American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Marchetti, P. (2014). *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*. Presentación hecha en el Consiglio Notarile de Milán, 22 de septiembre de 2014.
- Mattei, U. (2003). La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acústica? *Rivista del Diritto Commerciale*, I.
- Mossa, L. (1948). *Historia del derecho mercantil en los siglos XIX y XX*.
- Notari, M. (2003). Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi. En *Lezioni sulla riforma e modelli statutari*.
- Pedrol Rius, A. (1948). Defensa de las acciones de voto plural. *Revista de Derecho Mercantil*, 15, Civitas.
- Peltier, F. (1993). L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable. *Bulletin Joly Sociétés*.
- Peñas Moyano, B. (2022). Régimen jurídico de las acciones de lealtad y actual virtualidad práctica de su incorporación al Derecho Societario Español. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 31, 1-36.
- Pisano Massamormile, A. (2003). Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi. *Rivista delle Società di Capitali*, 48, 1.268-1.275.
- Pottier, A. (1934). *Les actions a vote plural*.
- Roe, M. J. (2013). Corporate short-termism-in the boardroom and in the courtroom. *Business Lawyer*, 68, 13-18.
- Roe, M. J. (2018). Stock market short-termism's impact. *European Corporate Governance Institute-Law Working Paper*, 26, 18-28.
- Rontchevsky, N. y Torck, M. (2014). L'impact de la Loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées françaises. *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 363.
- Sáez Lacave, M. I. (2011). Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto. *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, 1, 2-48.



Scotti, S. (1966). *La riforma delle società di capitali in Italia*.

Thaller, E. (1930). *Traité élémentaire de droit commercial*.

Valuet, J. P. (2014). Le droit de vote des actionnaires en AG: le droit de vote double. *Droit des sociétés*, 10, étude 17.

Ventoruzzo, M. (2015). The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat. Instituto Europeo de Gobierno Corporativo (ECGI), artículo n.º 288/2015.

Miguel Ángel Villacorta Hernández. Profesor del Departamento de Administración Financiera y Contabilidad de la Universidad Complutense de Madrid. Doctor en Derecho por la Universidad Carlos III de Madrid. Ha publicado en las principales revistas españolas de derecho mercantil, como *Revista Aranzadi de Derecho Patrimonial* y *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Ha recibido galardones en varias ediciones de premios de investigación en temas mercantiles: Premio Estudios Financieros en la modalidad de Derecho Civil y Mercantil y Premio Melchor Almagro Díaz, por trabajos de estudio e investigación sobre cuestiones jurídicas. <https://orcid.org/0000-0003-2515-2126>