



# El voto doble por lealtad para el accionista de una sociedad cotizada

**José Luis Blanco Pérez**

*Abogado*

*Colaborador en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación.  
(Instituto de España)*

[joseluisblanco@icam.es](mailto:joseluisblanco@icam.es) | <https://orcid.org/0000-0003-2861-7005>

Este trabajo ha sido finalista en el **Premio «Estudios Financieros» 2021** en la modalidad de **Derecho Civil y Mercantil**.

El jurado ha estado compuesto por: don Antonio Ortí Vallejo, doña Dolores Bardají Gálvez, don Pablo Ignacio Fernández Carballo-Calero, don Carlos Gómez Asensio, doña Sara González Sánchez, doña Pilar Gutiérrez Santiago, don Alfonso Martínez Echevarría y García de Dueñas y doña Linda Navarro Matamoros.

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

## Extracto

En abril de 2021, el Boletín Oficial del Estado publicaba la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de sociedades de capital. Esta ley establece medidas para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, y, para la consecución de tal fin, introduce una novedad significativa para las sociedades cotizadas: permite el reconocimiento de votos adicionales por lealtad al accionista a condición de que este las mantenga por un periodo mínimo de tiempo.

En el presente trabajo analizaremos el régimen jurídico de las «acciones de lealtad» contemplado en esta novedosa reforma legislativa, que supone, cuando menos, una medida que ha contribuido a avivar el debate acerca de la vigencia actual del principio de proporcionalidad «una acción, un voto».

**Palabras clave:** acciones de lealtad; capital social; sociedades anónimas cotizadas; cortoplacismo; gobierno corporativo.

Fecha de entrada: 04-05-2021 / Fecha de aceptación: 10-09-2021

**Cómo citar:** Blanco Pérez, J. L. (2022). El voto doble por lealtad para el accionista de una sociedad cotizada. *Revista CEFLegal*, 253, 5-42.



# Double voting share for the loyal shareholder of a listed company

José Luis Blanco Pérez

## Abstract

In April 2021, the Official State Gazette published Regulation 5/2021, April 12<sup>th</sup>, amending the Capital Companies Act and other financial and mercantile regulatory texts. This regulation lays down measures for the encouragement of long-term shareholder engagement in listed companies and, in order to achieve so, this regulation introduces a novelty for listed companies by offering the opportunity to issue «loyalty shares» that reward shareholders with additional voting rights under the condition the shareholder holds shares for a certain period of time.

This paper aims at analyzing the proposed legal framework as regards loyalty shares, introduced as a novelty mechanism in the Spanish corporate law. «Loyalty shares» are a matter of contention in Europe because of it is disrupting the principle of fair and equal treatment of all shareholders «one share, one vote».

**Keywords:** loyalty shares; share capital; listed companies; corporate short-termism; corporate governance.

**Citation:** Blanco Pérez, J. L. (2022). El voto doble por lealtad para el accionista de una sociedad cotizada. *Revista CEFLegal*, 253, 5-42.



## Sumario

1. Introducción
  2. Acciones, acciones de voto plural y «acciones de lealtad»
  3. Marco normativo
    - 3.1. Principios generales a la luz de la Ley de sociedades de capital
    - 3.2. Directiva Europea 2017/828 para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas
    - 3.3. La plasmación del voto adicional por lealtad en la Ley de sociedades de capital
  4. Breves apuntes de derecho comparado
    - 4.1. Italia
    - 4.2. Francia
  5. Una de cal y otra de arena: ventajas y desventajas
    - 5.1. Ventajas
    - 5.2. Desventajas
  6. Conclusiones
- Referencias bibliográficas



Some are more equal than others.

George Orwell

## 1. Introducción

La Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de sociedades de capital (en lo sucesivo, la Ley o la Ley 5/2021), publicada en el Boletín Oficial del Estado de 13 de abril de 2021, tiene por objeto el de transponer al ordenamiento jurídico español la Directiva Europea 828/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

El preámbulo de la directiva y de la Ley es testigo de la preocupación del legislador y del interés en desincentivar estrategias de inversión cortoplacistas que contrastan con lo que podríamos considerar objetivo fundamental de un buen gobierno corporativo: maximizar el valor de la empresa en el largo plazo, creando valor de forma sostenible. El objetivo que ambas normas persiguen es la búsqueda de incentivos para lograr un activismo responsable.

La introducción de la figura «acciones de lealtad» no es, empero, consecuencia directa de la transposición de esta directiva de mínimos, sino de una medida introducida *motu proprio* por el Gobierno de la nación, que modifica la Ley de sociedades de capital (en lo sucesivo, LSC) y la normativa de ofertas públicas de adquisición, con la necesidad de competir con jurisdicciones de nuestro entorno, ofrecer una mayor flexibilidad societaria; y el deseo de hacer el mercado de valores más «atractivo».

En este trabajo introduciremos al lector en el concepto básico de acción y, en concreto, de las acciones de voto plural y de las equívocas «acciones de lealtad». Seguidamente, comentaremos el articulado de la reforma introducida a la LSC en materia de acciones de lealtad. Asimismo, analizaremos los ordenamientos jurídicos italiano y francés, donde ya

existía una regulación semejante en materia de acciones de doble voto. Por último, valoraremos si esta reforma es deseable o no desde el punto de vista dogmático y empírico, si encuentra su justificación en otras políticas o estrategias corporativas; y si los esperados beneficios de este mecanismo, flexibilidad y libertad contractual sopesan, suficientemente, los costes y los efectos colaterales que esta reforma traerá consigo.

## 2. Acciones, acciones de voto plural y «acciones de lealtad»

La acción *per se* constituye una parte alícuota del capital social de una sociedad mercantil; tiene un importe aritmético, submúltiplo de la cifra del capital, y su valor nominal está estatutariamente expresado en euros. La fijación del valor nominal de las acciones es libre. Las acciones pueden representarse tanto por títulos como mediante anotaciones en cuenta, y tienen la consideración de valores negociables.

La acción es la máxima expresión de la condición de socio. En otras palabras, la condición de accionista va unida a la titularidad de la acción. Las acciones son expresión de esa condición jurídica y atribuyen por ello los derechos reconocidos en la Ley y en los estatutos sociales de la compañía. Estos derechos pueden agruparse en dos categorías: los derechos de naturaleza económico-patrimonial y los derechos de carácter esencialmente político y funcional.

Los derechos de control en las sociedades mercantiles se asignan en relación con propiedad y control o riesgo-poder; así, para tener el control de la sociedad el accionista debe acometer una gran inversión en la sociedad. Esta inversión es eficiente en la medida en que la persona que más interés tiene en la sociedad es la que más ha invertido en ella, se juega su propio dinero. «Una acción, un voto» constituye un principio democrático, pero, en su concepción, está más próximo a un modelo plutocrático, en la que el accionista que posee un número mayor de acciones tiene un mayor número de votos.

Es una concepción estricta a la par que utópica, puesto que siempre han existido mecanismos de mejora que disocian inversión y control, que permiten controlar las decisiones empresariales reduciendo la inversión. Las acciones de voto plural son solo un ejemplo. Bajo el derecho español, solo se permite la emisión de participaciones sociales de voto plural en las sociedades de responsabilidad limitada, no así en las sociedades anónimas, donde se sigue la regla de la proporción «una acción, un voto»<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Es de destacar la Sentencia del Tribunal Supremo de 30 de abril de 1999 (rec. núm. 2664/1994 [NCJ047159]), que admite la validez de una cláusula estatutaria conforme a la cual cada dos acciones darán derecho a un voto, considerando que está amparada por la regla que permite exigir la tenencia de un número mínimo de acciones para asistir a la junta general. La sentencia afirma que: «Ha de hacerse constar, al igual que ya hicimos al desestimar el motivo anterior, que la posibilidad de establecer dicha

Las acciones de lealtad, en cambio, no son una suerte de acciones privilegiadas, sino un instrumento que se enmarca dentro de lo que podríamos denominar políticas de fidelización, que se traducen en la atribución por la sociedad de ciertas ventajas en la posición jurídica del accionista beneficiario (dividendos adicionales, incentivos fiscales o derechos de voto adicionales). Estas ventajas se conceden a modo de recompensa al comportamiento del socio «leal», entendiéndose por este al comprometido con la estabilidad y no-enajenación de su cartera accionarial durante un periodo de tiempo mínimo predeterminado, esto es, el denominado periodo mínimo de lealtad.

La lealtad es uno de los elementos que dan sentido al contrato de sociedad y un pilar de conducta exigible al accionista en el ejercicio de sus derechos. En el derecho societario en general se afirma categóricamente que al accionista le es exigible fidelidad o lealtad, que se sustancia en dar prioridad en su actuación a la tutela del interés social. El deber de lealtad se incardina en las exigencias de la buena fe (arts. 7 y 1.258 del Código Civil); de hecho, es una concreción del deber de buena fe en el derecho societario (Olivencia, 1972 y Sáez Lacave, 2016).

La fidelidad en las acciones de lealtad se mide, empero, por el tiempo en que el accionista permanece en el accionariado de la compañía. Las mal llamadas acciones de lealtad (en inglés, *loyalty shares*) son meramente acciones con doble voto, es decir, atribuyen un derecho de voto adicional a los accionistas estables que permanezcan en el accionariado por un periodo mínimo de tiempo. La finalidad de las acciones de lealtad consiste en reforzar el peso de los llamados accionistas estables e incentivar su permanencia en la sociedad, con la idea de que las compañías sean gestionadas con la vista puesta en una gestión y administración a largo plazo y de que mantengan un negocio sostenible en el tiempo.

Las acciones de voto plural y las acciones de lealtad son instrumentos que cumplen funciones distintas (Alborch Bataller, 1977). Con las acciones de voto plural, lo que se pretende es, fundamentalmente, incentivar la «cotización» de las sociedades cerradas, permitiendo al socio o socios fundadores de la sociedad limitada retener el control con una participación minoritaria. Otra de las ventajas que presentan las acciones de voto plural es que, a través de ellas, el socio dominante puede liberar recursos y emplearlos en nuevos proyectos, reduciendo, así, su exposición al riesgo específico de la empresa y aumentando la liquidez de los títulos. Además, la concentración de poder en manos de un único accionista o de un grupo minoritario dota a la estructura accionarial de mayor estabilidad, haciendo que los administradores puedan concentrarse en maximizar el valor de la empresa a largo plazo.

La estabilidad en la gestión y la creación de valor sostenida en el tiempo es lo que también persiguen las acciones de doble voto o «acciones de lealtad». Si bien, con las accio-

---

exigencia se halla expresamente reconocida en el artículo 105.1 de la vigente Ley de Sociedades Anónimas, en cuanto preceptúa que los estatutos podrán exigir con carácter general a todas las acciones un número mínimo de títulos para poder asistir a la Junta general y, por ende, para poder votar en la misma».

nes de lealtad, como mecanismo de fidelización del accionariado, es posible concentrar el poder de decisión en torno a aquellos socios que hayan demostrado un mayor compromiso con el proyecto empresarial, reduciendo el peso de aquellos otros que actúen guiados por intereses meramente especulativos.

La *raison d'être* de la reforma planteada es suplir esa falta de acciones de voto plural para el régimen de las sociedades anónimas, evitando las consecuencias de concentración excesiva de poder en manos de unos accionistas minoritarios y de una eventual esterilización del mercado de control societario. Las acciones de lealtad son un instrumento más «inofensivo» (Mosca, 2019), que incorporan este privilegio de doble voto, pero que desaparece con la cesión o transmisión de la acción.

### 3. Marco normativo

#### 3.1. Principios generales a la luz de la Ley de sociedades de capital

En las sociedades anónimas, el principio general es la proporcionalidad estricta entre la participación en el capital y el derecho de voto. Es un verdadero principio configurador del tipo de la anónima, que se proclama en dos preceptos distintos, que tienen una formulación prácticamente literal. Principio que se ve mermado por la posibilidad de existir acciones sin voto, o limitaciones a un máximo de derechos de voto. Además, el texto refundido de la LSC establece la posibilidad de que sociedades de responsabilidad limitada emitan participaciones de voto plural, pero no así en sociedades anónimas, que establece la prohibición de privilegios en materia de voto de las acciones (art. 96.2 LSC):

2. No podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia.

En este mismo sentido, el apartado 2 del artículo 188 de la LSC:

1. En la sociedad de responsabilidad limitada, salvo disposición contraria de los estatutos sociales, cada participación social concede a su titular el derecho a emitir un voto.
2. En la sociedad anónima no será válida la creación de acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto.

Por tanto, el artículo 96.2 y el 188.2 de la LSC efectúan una condena sin paliativos a la posibilidad de emitir acciones de voto plural en las sociedades anónimas (García de Enterría,

2015). Estas acciones no solo son aquellas que, teniendo el mismo valor nominal, están dotadas de un mayor número de votos, sino, aunque sea igual el número de votos conferidos por cada acción, siempre que unas confieran en proporción a su valor nominal un derecho de voto superior al conferido por otras estaremos en presencia de un supuesto indirecto de voto plural (Resolución de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública, de 14 de octubre de 1999)<sup>2</sup>. Deben reputarse ilícitas, en consecuencia, todas las posibles combinaciones que, rompiendo esa proporción, establezcan directa o indirectamente un voto plural a favor de determinadas acciones (Resolución de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública, de 1 de julio de 1993, declarando inadmisibles una cláusula estatutaria que preveía la correlación entre el derecho de voto y el capital desembolsado por la rotundidad del principio acogido por el ex artículo 50.2 de la LSA, y de 26 de octubre de 2005, que rechaza una cláusula estatutaria atribuyendo eficacia decisoria en caso de empate en la junta al grupo de votos que reúna una mayoría de socios)<sup>3</sup>.

Pues bien, en materia de sociedades anónimas, este principio de proporcionalidad tan estricto solo admite dos matizaciones o excepciones. Por un lado, el de las acciones sin voto que, desde un punto de vista económico, son más parecidos a un título de deuda. Los propios economistas tratan a las *non voting shares* como un instrumento de pura deuda, ya que sus tenedores son inversores que solo buscan una rentabilidad económica y no dan ningún tipo de valor a la capacidad de intervención en la gestión de la sociedad.

Al margen de esta, la otra gran excepción al principio de proporcionalidad es la relativa a las limitaciones estatutarias del número máximo de votos que puede emitir un socio. En España esta cuestión ha estado precisamente sometida a un vaivén legislativo en los últimos años.

Esta limitación podría configurarse de muchas formas, especialmente en sociedades cerradas, donde hay maniobra para la ingeniería contractual, en el sentido de limitarlo a un porcentaje absoluto de votos, a un porcentaje de votos en la junta general, de hacer un voto escalonado decreciente, en función del *quorum*, o lo que se quiera. Lo cierto es que en el mundo de las sociedades cotizadas la configuración es generalmente la misma: se establece un límite por referencia a un porcentaje del capital, que en la práctica lo más habitual es que sea de un 10 %, a partir del cual se priva del derecho de voto al accionista. Con lo cual, por debajo de ese límite funciona el principio de proporcionalidad entre capital y voto

---

<sup>2</sup> En similares términos, la Resolución de 2 de septiembre de 2016, de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública, en el recurso interpuesto contra la nota de calificación del registrador mercantil y de bienes muebles de Burgos en relación con una escritura de ampliación de capital.

<sup>3</sup> La DGSJyFP ha declarado, en aplicación de esta regla propia de las sociedades anónimas, que no pueden configurarse acciones de voto plural, ni atribuir al presidente de la junta general de socios voto dirimente (Resolución de 5 de noviembre de 1990).



–con el 9 % se vota por el 9 %–, pero teniendo un 11 % se vota por el 10 %. Así, se deja de tener voto a partir del 10 % –en argot, voto «capado» al 10 %–.

Estas limitaciones del derecho de voto también se caracterizan por tener un carácter subjetivo. A diferencia de las acciones sin voto, no implican que se esté modificando el régimen ordinario de las acciones afectadas. La limitación del voto se aplica en la medida en que un accionista pasa de ese determinado umbral. Evidentemente, si las acciones que pasan del límite son transmitidas, se aplica el régimen ordinario. Es una limitación que se aplica desde un punto de vista subjetivo al accionista que se sitúa por encima de ese límite, de modo que no se adhiere, desde el punto estructural u objetivo, a la acción. Sería una justificación falaz sostener que su introducción está motivada como un instrumento de defensa de la minoría accionarial, cuando lo que se busca efectivamente es que, en sociedades de capital disperso, se pueda mantener el control evitando a posibles accionistas díscolos o incómodos<sup>4</sup>.

Aunque la regla de «una acción, un voto» tiene sus excepciones (acciones sin voto, art. 98 y ss. LSC; cláusulas limitativas del derecho de voto, art. 527 LSC). Los efectos de esas modalidades son similares a las acciones con voto plural y acciones de lealtad, en el sentido de que estos mecanismos alteran la proporcionalidad entre el derecho de voto y el *cash-flow*, o entre el control accionarial y la inversión. En cualquier caso, bajo la normativa actual y en sede de sociedades anónimas, no existe la posibilidad de emitir acciones con voto plural ni tampoco hay previsión para la adopción estatutaria de las acciones de lealtad.

### 3.2. Directiva Europea 2017/828 para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas

El 20 de mayo de 2017 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea la Directiva Europea 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE, también denominada «Directiva de derechos de los accionistas».

Esa norma comunitaria persigue fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas europeas y, con ello, el crecimiento y la competitividad de las empresas. Para ello, establece medidas relativas a la identificación de los accionistas, la transmisión de información, la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas, la transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto (*proxy advisors*), la remuneración de los administradores y las operaciones con partes vinculadas.

---

<sup>4</sup> Como en su momento era ACS para Iberdrola, pues tenía un 20 % de capital, pero iba a la junta y no podía votar nada más que con un 10 %.

Las «acciones de lealtad» aparecían recogidas en la propuesta inicial de directiva, pero desaparecieron del texto finalmente aprobado con ocasión de las enmiendas aprobadas por el Parlamento Europeo el 8 de julio de 2015 (COM[2014]013)<sup>5</sup>.

La versión inicial establecía lo siguiente:

*Article 3. Support for long-term shareholding*

*Member States shall put in place a mechanism in order to promote shareholding on a long-term basis and foster long-term shareholders. Member States shall define the qualifying period in order to be considered a long term shareholder, but this period shall not be less than two years.*

*The mechanism referred to in the first subparagraph shall include one or more of the following advantages for long term shareholders:*

- additional voting rights;*
- tax incentives;*
- loyalty dividends;*
- loyalty shares.*

La directiva europea publicada en el DOUE el 20 de mayo de 2017, sin embargo, no incorpora mecanismos de apoyo a los accionistas estables o permanentes en este sentido. No introduce las acciones de lealtad. Si bien, legítimo, no deja de sorprender por ello que el proyecto de ley objeto de estudio haya optado por justificar su transposición en la directiva europea, aplicando la armonización de mínimos, y, a la vez, el Gobierno vaya más allá con la regulación de las acciones de lealtad, y más aún cuando las experiencias comparadas (especialmente, Italia y Francia) no parecen satisfactorias ni concluyentes.

### 3.3. La plasmación del voto adicional por lealtad en la Ley de sociedades de capital

La Ley 5/2021 dedica toda una subsección a las «acciones con voto por lealtad», al que consagra nueve artículos a esta materia. La reforma parte de la introducción de una necesaria excepción a la prohibición de emisión de acciones de voto plural contenida en los artículos 96.2 y 188.2 de la LSC, presupuesto necesario, pues la LSC prohíbe en sede

---

<sup>5</sup> PropuestainicialDirectiva(2015).Páginaweb:<[www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2015-0158\\_EN.html](http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2015-0158_EN.html)>.

de sociedades anónimas la emisión de acciones que directa o indirectamente impliquen la ruptura de la proporcionalidad.

A continuación, analizamos los nueve artículos reguladores de las acciones con voto adicional doble por lealtad:

**Artículo 527 ter.** *Previsión estatutaria de acciones con voto adicional doble por lealtad.*

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

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

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

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

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

Nuestra primera crítica está relacionada con el apartado primero del artículo 527 ter, que establece el *dies a quo* del periodo mínimo de lealtad en el momento en que la sociedad inscribe en el libro registro la solicitud del accionista leal. No sabemos cuánto puede demorarse la compañía en efectuar la inscripción solicitada en el libro registro, no existen plazos legales y, en consecuencia, pueden surgir discrepancias internas entre un accionista y la sociedad.

Por otro lado, sería conveniente que el *dies a quo* del periodo mínimo de lealtad fuera siempre a partir del momento de la adquisición o transmisión de la acción, de manera que, adoptada la cláusula en los estatutos sociales, ese reconocimiento fuera inmediato, y que fuera un instrumento eficaz como medida antiopa. Cuando menos, que la fecha de efectos fuera la misma que la de la solicitud de inscripción por parte del accionista (solución que sí se adopta para la modificación o cancelación de la inscripción de acciones de lealtad, apartado 5.º del artículo 527 septies).

Del apartado cuarto del artículo 527 ter, por su parte, consideramos que su contenido es insuficiente y debería establecer expresamente que las acciones de lealtad no cons-

tituyen una suerte de clase especial de acciones, sino que el voto adicional está ligado a la permanencia, por la tenencia estable de las acciones de un mismo titular, cuyo privilegio se extingue en caso de cesión o transmisión de la acción, salvo en determinadas supuestos. En otras palabras, los derechos de voto adicional no están intrínsecamente aparejados a las acciones en sí mismas, sino que es un atributo del accionista, esto es, a su antigüedad.

Lo anterior supone que no se puedan tener en consideración los límites resultantes del artículo 293 de la LSC, relativo a las modificaciones estatutarias que afecten a los derechos de una clase de acciones, o a los derechos de un grupo determinado de acciones dentro de una misma clase, que exige el acuerdo mayoritario de la clase de acciones afectadas (*class voting*).

**Artículo 527 quáter.** *Mayorías necesarias para su aprobación.*

1. Para que la junta general pueda acordar válidamente la inclusión de la previsión estatutaria de voto doble por lealtad será necesario el voto favorable de, al menos, el sesenta por ciento del capital presente o representado en la junta si asisten accionistas que representen el cincuenta por ciento o más del capital total suscrito con derecho a voto y el voto favorable del setenta y cinco por ciento del capital presente o representado si concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital, lo que será en todo caso necesario, sin alcanzar el cincuenta por ciento.
2. Los estatutos sociales podrán elevar las mayorías y quórumos previstos en el apartado anterior.

Por lo que respecta a la aprobación del voto adicional por lealtad, entendemos que con la finalidad de proteger a los accionistas minoritarios, la Ley prevé en su artículo 527 quáter un *quorum* y una mayoría reforzados para que la junta general pueda acordar válidamente su inclusión en los estatutos sociales de la sociedad cotizada.

Desde este enfoque jurídico, nos parece adecuado que el legislador no recurra a los extremismos: total permisión o absoluta prohibición. Lo más interesante es la configuración de este mecanismo como de *opt-in*, de regla dispositiva, de tal manera que las sociedades cotizadas que quieran incorporarlo deben introducir la correspondiente cláusula estatutaria, para lo cual se exigirán las mayorías previstas en el artículo 527 quáter.

El anteproyecto inicial de 2019 preveía mayorías superiores. Sin embargo, el anteproyecto sometido a consulta pública, y después el proyecto de ley, publicado el 7 de septiembre de 2020, rebaja esas mayorías. En primera convocatoria, se exige un *quorum* de asistencia del 50 % del capital total suscrito y un acuerdo adoptado por una mayoría del 60 % del capital presente o representado (el anteproyecto preveía 2/3, es decir, el 66 % de ese capital). En segunda convocatoria, se exige un *quorum* de asistencia de, al menos, el 25 % del capital

y una mayoría de aprobación del 75 % del capital presente o representado (en el anteproyecto se exigía una mayoría del 80 % del capital)<sup>6</sup>.

Por otro lado, nos preguntamos qué régimen aplica ante una modificación estatutaria de la cláusula de las acciones de lealtad. En el hipotético caso de que el deseo social sea ampliar el periodo mínimo de permanencia y, en consecuencia, debatan una modificación estatutaria en tal sentido, ¿aplicaríamos los requisitos generales de *quorums* de asistencia y mayorías para modificación de estatutos sociales de una sociedad anónima? ¿Aplicaría el cómputo del voto por lealtad en la forma que prescribe el artículo 527 quinquies? ¿Aplicarían las mayorías establecidas para la adopción o supresión de la cláusula estatutaria de acciones de lealtad que en la Ley se regula? ¿Se computarían los derechos de voto adicionales en la delegación de votos a los administradores que regula el artículo 297 de la LSC? Estas cuestiones deben ser abordadas legislativamente, dada su trascendencia formal y material.

#### **Artículo 527 quinquies. Cómputo del voto por lealtad.**

1. Salvo disposición estatutaria en contrario, los votos dobles por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de determinar el quórum de las juntas de accionistas y del cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos. A estos efectos, en las sociedades cotizadas cuyos estatutos contemplen la atribución de voto doble por lealtad, el quórum de constitución de la junta general previsto en los artículos 193 y 194 se calculará sobre el número total de votos correspondientes al capital suscrito con derecho a voto, incluyendo los votos dobles. En la lista de asistentes se hará constar, junto al carácter o representación de cada asistente, el número de acciones con que concurren y el número de votos que corresponden a dichas acciones. Cuando los estatutos fijen con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista conforme a lo establecido en el artículo 527, dicha limitación será aplicable a los accionistas titulares de acciones con voto doble por lealtad.

2. En todo caso, los votos por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de la obligación de comunicación de participaciones significativas y de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición de valores así como a efectos de lo establecido en el Capítulo III del Título I de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

El párrafo 1.º del artículo 527 quinquies establece por defecto el cómputo de los votos adicionales por lealtad, tanto para fijar los *quorums* de asistencia como para fijar los *quorums*

---

<sup>6</sup> El anteproyecto de ley inicial tiene fecha de 24 de mayo de 2019; el segundo borrador de anteproyecto de ley tiene fecha de 2 de marzo de 2020; el proyecto de ley publicado el 7 de septiembre de 2020 en el Boletín Oficial de las Cortes Generales; la Ley 5/2021, publicada en el Boletín Oficial del Estado el 13 de abril de 2021, con fecha de entrada en vigor a los 20 días de su publicación.

de votación. El problema surge con el *quorum* de asistencia, que está basado en el capital presente o representado, y que para su cómputo se tienen en cuenta los votos adicionales por lealtad. Es decir, no solo se tienen en cuenta, como es lógico, esos votos a los efectos de ejercer el voto en la toma de acuerdos, sino que computan también a efectos de capital para calcular el *quorum* de asistencia requerido (García Valdecasas, 2019).

Aunque sea una regla dispositiva, consideramos que ello carece de justificación alguna en tanto que desvirtúa la forma de computar el capital social asistente a la junta para la adopción de toda clase de acuerdos, lo que puede provocar, en los accionistas que no dispongan de ese voto de lealtad, un mayor desapego de la sociedad, al saber que ni su capital nominal ni su derecho de voto podrá influir en las votaciones de las juntas generales de las sociedades cotizadas que incorporen este tipo de acciones, a menos que ese accionista mantenga en cartera las acciones durante el periodo mínimo exigible.

Es nuestra la crítica que los votos adicionales que se atribuyen al accionista leal deben limitarse precisamente al acto de votar, pero en ningún caso deben computar para determinar el capital asistente a la junta.

**Artículo 527 sexies.** *Eliminación de la previsión estatutaria de voto por lealtad.*

La eliminación de la previsión estatutaria de voto doble por lealtad podrá acordarse en cualquier momento por la junta general con los quórum y mayorías previstos en el artículo 201.2.

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

Los requisitos reforzados que se exigen para la introducción del voto adicional por lealtad no serán aplicables, sin embargo, para eliminar la previsión estatutaria, siendo de aplicación los requisitos generales para la modificación de estatutos sociales y facilitándose su supresión.

Además, la Ley 5/2021 facilita la supresión de la cláusula estatutaria con la previsión de que no se tendrán en cuenta los derechos de voto adicionales en el cómputo de *quorums* y mayorías necesarias para acordar la eliminación de la previsión estatutaria de voto doble cuando esta hubiera gozado una vigencia superior a 10 años –entendemos que consecutivos, aunque nada se establece– desde su incorporación.

Es nuestra crítica que el artículo transcrito hace *tabula rasa* por el mero transcurso de los 10 años, porque ese plazo computa desde la adopción de la previsión estatutaria de este mecanismo, pero no desde la fecha de adquisición o transmisión de las acciones por el ac-

cionista. En otras palabras, el precepto iguala, en cuanto a la supresión del voto adicional respecta, a los accionistas que lleven 10 o más años siendo accionistas, como a los accionistas que lo hubieran sido por menor plazo o incluso con solo 2 años mínimos de lealtad. Todo ello, una contradicción palmaria con el principio de igualdad de trato a los accionistas, de conformidad con los artículos 97 y 514 de la LSC.

Todas las decisiones sociales que consistan en la concesión de ventajas corporativas en favor de ciertos socios –no de todos– deben satisfacer las exigencias derivadas del test de paridad de tratamiento establecido en la normativa comunitaria (cfr. art. 85 Directiva [UE] 2017/1132 de 14 junio de 2017) y en nuestra LSC: «La sociedad deberá dar un trato igual a los socios que se encuentren en condiciones idénticas» (art. 97 LSC). Obsérvese no obstante que el principio de paridad de trato se refiere en exclusiva –al menos formalmente– en derecho europeo de sociedades a las operaciones de aumento y reducción de capital, y en el nuestro tiene una formulación societaria (aparentemente) de carácter general. A nuestros efectos, la cuestión carece de trascendencia prácticas (Fernández del Pozo, 2018).

Por tanto, una solución que nos parece plausible es que el legislador facilite el ejercicio de derecho de separación por parte del accionista leal (Sáez Lacave, 2015). La LSC configura el derecho de separación como una forma de proteger a las minorías que no hayan votado a favor de ciertos acuerdos que, siendo aprobados por la mayoría de forma legítima, modifican aspectos sustanciales de la sociedad.

Sin embargo, el derecho español no prevé como causa de separación de los accionistas la modificación de los derechos de voto de las acciones de lealtad. Si se preservara el poder de decisión de las minorías, no resultaría oportuno introducir, con motivo de la implantación de las acciones de lealtad, una previsión legal de carácter similar. No obstante, es preciso que la sociedad que adopte acciones de lealtad incorpore simultáneamente una causa estatutaria adicional por modificación del régimen de mayorías y de derecho de voto, para que, precisamente, evite la causación de un perjuicio en los derechos de voto o posición accionarial del accionista leal. Por ejemplo, un derecho de separación configurado para situaciones en que los derechos de voto adicionales no computen para la toma del acuerdo de supresión de la cláusula estatutaria que tuviera antigüedad superior a 10 años.

**Artículo 527 septies.** *Libro registro especial de acciones con voto doble.*

1. La sociedad emisora creará un libro registro especial de acciones con voto doble por lealtad que contendrá los datos previstos en el artículo 497.1. La inscripción en este libro registro en ningún caso afectará a la titularidad y legitimación para el ejercicio de los derechos de socio que se deriven de los asientos en los registros contables según lo previsto en la normativa del mercado de valores.
2. Para obtener la atribución del derecho de voto doble, el accionista deberá solicitar su inscripción en el libro registro especial, indicando el número de accio-

nes respecto de las que pretende el reconocimiento del derecho de voto doble, y mantener la titularidad de ese número de acciones ininterrumpidamente durante un período mínimo de dos años desde la fecha de inscripción.

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

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

5. El accionista inscrito en el libro registro especial podrá comunicar a la sociedad en cualquier momento su renuncia total o parcial al voto doble que pueda corresponderle. En tal caso, la sociedad procederá a la modificación o cancelación de la inscripción correspondiente con efectos desde la misma fecha en que se comunique la renuncia.

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

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

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

A tenor de lo dispuesto en el artículo 527 septies, se configura como un derecho de voto adicional condicionado al cumplimiento de un periodo de tenencia ininterrumpida mínimo de dos años a contar desde la inscripción en un registro especial.

No estamos ante un derecho *ope legis* que opere de forma automática, sino que, primero, es necesaria una previsión estatutaria en cada sociedad anónima cotizada para introducir este mecanismo de las acciones de lealtad y, segundo, el accionista estable que el que reúna los requisitos establecidos será quien deba solicitar la inscripción de sus acciones en un registro especial. De este modo, no cabe que ningún accionista pretenda ejercer o disponer de ese derecho de voto adicional por acción si previamente no ha solicitado dicha inscripción. Esta solución permite que la sociedad, pero también los mercados, puedan conocer en todo momento quiénes disponen de tal derecho.



A pesar de la importancia que este registro tiene, la Ley 5/2021 no le ha prestado suficiente atención, por lo que sería conveniente completarlo. En primer lugar, debería establecerse la obligación para la sociedad de poner en marcha el registro simultáneamente con la modificación estatutaria que prevea la introducción de las acciones de lealtad. Esa simultaneidad se infiere del redactado, que, sin embargo, da lugar a interpretaciones.

La previsión del apartado cuarto del artículo 527 septies nos parece innecesaria en tanto que el derecho de información de todo accionista abarcaría este contenido del registro especial.

*De lege ferenda* convendría la necesaria simplificación del sistema y aunar este registro de accionistas leales con el registro contable de anotaciones en cuenta; sería, al menos, deseable introducir algún mecanismo que garantizase una adecuada coordinación entre ambos registros, en concreto, la comunicación de cualquier inscripción, modificación o cancelación en la misma fecha en que estas se produzcan.

**Artículo 527 octies.** *Voto doble por lealtad en sociedades que soliciten la admisión a negociación en un mercado regulado.*

1. Las sociedades que soliciten la admisión a negociación de sus acciones en un mercado regulado podrán incluir en sus estatutos sociales, con efectos desde la fecha de admisión a cotización de sus acciones, la atribución de voto doble por lealtad mediante acuerdo adoptado con las mayorías de constitución y votación previstas en el artículo 527 quáter, creando asimismo el libro registro especial de acciones con voto doble.
2. Los accionistas que acrediten la titularidad ininterrumpida de acciones durante el periodo mínimo de dos años podrán inscribirse en el referido libro registro especial con anterioridad a la fecha de admisión a cotización. En tal caso, los accionistas que aparezcan inscritos en el libro registro especial tendrán atribuido el doble voto respecto de las acciones a que se refiera la inscripción y desde la fecha misma de admisión a negociación de las acciones.
3. Para la atribución de voto doble por lealtad a cualesquiera otras acciones distintas de aquellas a las que se haya atribuido el voto doble conforme a lo previsto en los dos apartados anteriores, será necesaria la previa inscripción en el libro registro especial y el transcurso del periodo mínimo de titularidad de dos años computado desde la fecha de dicha inscripción en los términos previstos en el apartado 2 del artículo 527 septies.

El artículo 527 octies establece un régimen especial y diferenciado del artículo 527 septies, que contiene la naturaleza constitutiva de la inscripción de las acciones de lealtad en el registro especial y que para el reconocimiento del doble voto al accionista establece su *dies a quo* en la fecha en que se inscriben las acciones. Por el contrario, este artículo 527

octies establece que la sociedad pueda atribuir votos dobles a las acciones que hubieran estado en manos de los mismos accionistas durante un periodo de dos años anteriores a la salida a Bolsa de la compañía.

En nuestra opinión este trato desigual no encuentra acomodo ni justificación, porque vulnera el principio de igualdad de trato de todos los accionistas (arts. 97 y 514 LSC para sociedades cotizadas). Consideramos que hubiera sido preferible suprimir la naturaleza constitutiva del registro especial con el fin de ofrecer igual trato a los accionistas de una sociedad que ya coticen en Bolsa y que adopta estatutariamente el derecho al voto adicional cuando el accionista tenga dos años de antigüedad ininterrumpida. De manera que, adoptada la cláusula estatutaria que reconoce las acciones de lealtad, se otorguen los derechos de doble voto automáticamente.

En segundo lugar, deberían introducirse medidas que aseguren la transparencia en relación con la titularidad de los accionistas de lealtad, número de acciones, así como las fechas de adquisición y venta siguiendo un criterio de cómputo prospectivo. En nuestra opinión, es insuficiente la publicidad de información meramente estadística que se exige constar en la página web corporativa de la compañía (apartado 3 del artículo 527 nonies). Nuestro desiderátum es que el registro especial sea plenamente transparente y público, bajo solicitud de interesado y con las debidas salvaguardas u omisiones de los datos de carácter personal del accionista.

#### **Artículo 527 nonies. Cómputo y acreditación del período de lealtad.**

1. La solicitud de inscripción en el libro registro especial deberá ir acompañada de un certificado que acredite la titularidad de las acciones expedido por la entidad encargada del libro registro de anotaciones en cuenta.
2. Con anterioridad a la finalización del plazo de legitimación anticipada previo a una reunión de la junta general, el accionista inscrito en el libro registro especial de acciones con voto doble deberá acreditar la titularidad del número de las acciones con doble voto durante un período mínimo ininterrumpido de dos años computados desde la fecha de su inscripción. La acreditación de este extremo se llevará a cabo mediante la aportación de un certificado expedido a tal efecto por la entidad encargada del libro registro de anotaciones en cuenta.
3. Las sociedades cotizadas cuyos estatutos contemplen la atribución de voto doble deberán incorporar a su página web información permanentemente actualizada sobre el número de acciones con voto doble existentes en cada momento y aquellas acciones inscritas pendientes de que se cumpla el periodo de lealtad fijado estatutariamente.

El artículo 527 nonies debería contemplar también la necesaria coordinación entre el registro especial y el registro de anotaciones en cuenta, por una mera cuestión de simplificación y economía procesal.

Respecto a la exigencia de acreditar la titularidad de un número de acciones con doble voto con un certificado expedido por la entidad contable encargada del libro registro de anotaciones en cuenta, debería completarse el articulado con la obligatoriedad de introducir estatutariamente un plazo de vigencia de ese certificado o, al menos, un plazo máximo en que puede retrotraerse esa acreditación a fecha de celebrarse la reunión de junta general. Pudiera suceder que a fecha de votación existieran discrepancias en las que la acreditación exigida no contemplara acciones de lealtad que sí cumplieran con el periodo mínimo de permanencia y que estuvieran ya inscritas, pero no reconocidas como tales en el certificado que se emita. En nuestra opinión, sería deseable que esas acreditaciones se emitieran hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta. De esta manera, se mantendría cierta homogeneidad e igualdad de trato a los accionistas y se evitaría perjudicarles. Además, que se establecería un plazo idéntico que al reconocido a los accionistas de una sociedad anónima en el ejercicio de su derecho a la información (art. 197 LSC).

Por otro lado, existen diversas excepciones a la pérdida del derecho de doble voto. En los supuestos de transmisiones *mortis causa*; en los casos de disolución y liquidación de la sociedad de gananciales, disolución de comunidad de bienes u otra sociedad conyugal, donaciones entre cónyuges o incluso parejas de hecho, o entre ascendientes y descendientes. Tampoco se pierde el privilegio del voto adicional en las modificaciones estructurales de la Ley 3/2009 ni con las transmisiones intragrupo de acciones en cartera.

**Artículo 527 decies.** Transmisiones de las acciones por el accionista con voto doble.

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

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

a) Sucesión *mortis causa*, atribución de acciones al cónyuge en caso de disolución y liquidación de la sociedad de gananciales, disolución de comunidad de bienes u otras formas de comunidad conyugal, como la donación entre cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o entre ascendientes y descendientes.

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

c) Transmisión entre sociedades del mismo grupo.

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

El artículo 527 decies de la Ley 5/2021 dispone que ese mismo voto de lealtad se tendrá por las acciones asignadas gratuitamente en ampliaciones de capital por las acciones de lealtad que ya se posean. Si bien, deja fuera de regulación los aspectos transitorios que pudieran surgir al aprobar la junta general la modificación de estatutos con la introducción de esas acciones de lealtad. Es decir, una vez modificados los estatutos de la sociedad, ¿las antiguas acciones que han estado en poder de los accionistas durante dos años o más quedan automáticamente convertidas en acciones de lealtad? O bien, ¿la conversión de acciones en acciones de lealtad va a exigir que transcurra el plazo de dos años desde la modificación de estatutos? Estas cuestiones creemos que deben ser contempladas en el acuerdo que adopte la junta general al modificar los estatutos. Dada la naturaleza constitutiva otorgada a la inscripción en el registro especial, consideramos que el artículo 527 septies sobre la acreditación del periodo de lealtad impide que el cómputo de antigüedad se retrotraiga al momento de la transmisión o suscripción de las acciones (art. 527 nonies).

**Artículo 527 undecies.** *Beneficiario último de las acciones distinto del accionista.*

1. En caso de existir un beneficiario último de las acciones conforme a lo previsto en el artículo 497 bis, únicamente será necesario acreditar la titularidad ininterrumpida por el periodo al que se refiere el artículo 527 ter con respecto al beneficiario último.

2. El voto doble por lealtad se extinguirá como consecuencia de cualquier cambio de beneficiario último de las acciones, salvo en los supuestos del artículo 527 decies.

El artículo 527 undecies regula el beneficiario último de las acciones distinto del accionista, y, para ello, hace remisión al novedoso artículo 497 bis de la Ley 5/2021, que también está pendiente de incorporación en la LSC. Básicamente el precepto está pensando en situaciones en las que entidades intermediarias, entidad o persona legitimada en virtud del libro registro de las acciones, fueran entidades encargadas de la custodia de acciones por cuenta de terceros. Pues bien, el artículo establece que la atribución del doble voto estará en función de que ese tercero (denominado, beneficiario último) acredite el cumplimiento del periodo de lealtad.

En el artículo no está contemplando, empero, las situaciones derivadas de la constitución de derechos reales de usufructo sobre acciones (art. 121 LSC). El usufructo sobre ac-

ciones supone un desdoblamiento de la titularidad de la acción entre el nudo propietario y el usufructuario.

La cualidad de accionista reside en el nudo propietario que, salvo disposición en contrario, ejerce los derechos políticos. La condición de accionista está expresamente atribuida por ley y no puede ser alterada estatutariamente (art. 127.1 LSC).

El contenido de derechos del nudo propietario se puede calificar como residual y expansivo. Hay que estar, por tanto, a los estatutos y al título constitutivo del usufructo para determinar el referido contenido de derechos, desde los puntos de vista externo e interno, respectivamente.

No obstante, existe la posibilidad, en virtud del principio de autonomía de la voluntad de las partes (art. 127.2 LSC), de que esos derechos políticos sean ejercitados por el usufructuario, persona en la que no recae esa cualidad de accionista. ¿Qué ocurriría en esta situación cuando concurren acciones de lealtad? ¿Puede existir un desplazamiento en la titularidad del derecho de doble voto, sin que se produzca un cambio en la propiedad de los títulos? A efectos de ejercer el derecho de doble voto, ¿computa el periodo de permanencia de la figura del nudo propietario, aunque fuera el usufructuario quien ejerciera los derechos de voto? Consideramos relevantes que, de aprobarse esta reforma, el legislador aborde y dé respuesta a estas cuestiones.

Por último, surgen otras consideraciones y dudas interpretativas sobre la regulación proyectada. ¿Podrían los estatutos establecer condiciones adicionales para beneficiarse del voto adicional por lealtad? Parece razonable entender que sí, que el principio de autonomía de la voluntad juega a favor, siempre y cuando se respeten la ley y los principios configuradores. La cuestión no ha estado exenta de polémica en otros derechos. ¿Podría condicionarse el voto doble a la obtención de ciertos beneficios económicos? ¿O limitarlo a quienes ostenten un determinado número de acciones? ¿Podría reconocerse el derecho de voto adicional para ser ejercido solo en relación con determinados acuerdos sociales (por ejemplo, para modificaciones estatutarias, pero no para la elección de administradores)? Todas estas cuestiones que la Ley no aclara y que, quizás, convendría que el legislador también abordase.

## 4. Breves apuntes de derecho comparado

### 4.1. Italia

El 24 de junio de 2014, el Gobierno italiano aprobó el *Decreto-legge n. 91/2014*, posteriormente convertido en ley (y con diversas modificaciones posteriores): Ley 116/2014, de 11 de agosto de 2014. Pues bien, el decreto –conocido como *Decreto competitivà*– tiene

por objetivo incentivar la salida a bolsa de pequeñas y medianas empresas y facilitarles, en general, el acceso a los mercados de capital riesgo<sup>7</sup>. Entre otras medidas, la principal novedad de la reforma es la introducción del voto privilegiado.

El *Decreto competitivà* permite a las sociedades no cotizadas emitir acciones de voto plural dotadas de un número de votos superior a la unidad –y hasta un máximo de tres–, bien con carácter general, para cualquier asunto de competencia de la asamblea, bien con carácter limitado a determinados asuntos o acuerdos, o bien subordinado al cumplimiento de particulares condiciones no meramente potestativas. La ley italiana marca un máximo de tres votos por acción, existiendo la posibilidad de contabilizar fraccionamientos. Por ejemplo, acciones de clase A (1 voto por acción); acciones de clase B (2 votos por acción) y acciones de clase C (2,5 votos por acción). Por tanto, el *Decreto competitivà* deroga el artículo 2.351, párrafo 4.º del Código Civil italiano (en lo sucesivo, CCI), que establecía la prohibición de emitir acciones de voto plural para sociedades que no cotizaran.

Esta previsión de emitir votos con derecho plural encuentra su límite a que la emisión no exceda del 50 % del capital social (art. 2.351, párrafo 2.º, CCI). Ambos artículos son complementarios entre sí y no precisamente contradictorios, puesto que su justificación estriba en la necesidad de separar propiedad accionarial y control social.

Las sociedades cotizadas italianas, empero, no pueden ofrecer acciones con voto plural. Es decir, se mantiene la prohibición de emitir acciones de voto plural (art. 127 sexies.1 del *Testo Unico della Finanza*, –TFU–), pero, a cambio, se les ofrece la facultad de prever estatutariamente «acciones de lealtad», según reza el artículo 127 quinquies del TFU. Como ya hemos comentado anteriormente, estas acciones de lealtad garantizan un doble derecho de voto (*voto maggiorato*) a los accionistas que permanezcan un periodo mínimo de lealtad (dos años consecutivos bajo el ordenamiento jurídico italiano), a contar desde la inscripción en un registro especial, cuya llevanza corresponde a la propia sociedad emitente (art. 127 quinquies.2 TUF). Esta prerrogativa de doble voto se pierde si esas acciones se transmiten –con excepciones, como luego veremos–.

El registro especial de acciones de lealtad cumple una doble función: por un lado, la inscripción es constitutiva de derechos y actúa como presupuesto para computar el periodo de posesión ininterrumpida de las acciones a fin de obtener el aumento en los derechos de voto, pero, por otro lado, permite al emitente controlar la composición del accionariado, en virtud del carácter nominativo de la inscripción<sup>8</sup>. Esta inscripción registral por parte de

<sup>7</sup> El decreto está publicado en la *Gazzetta Ufficiale*, número 144, de 24 de junio, y cabe señalar que la creación de acciones de voto plural no estaba prevista originalmente en el decreto, sino que fue introducida posteriormente en la fase de conversión en ley (art. 20.8 bis).

<sup>8</sup> Según el *Regolamento Emittenti* este registro especial debe estar dividido en dos secciones: una dedicada a la identificación de los accionistas que hayan solicitado la inscripción y otra en la que se hagan constar

la sociedad se complementará con la publicación en su página web de la identidad de los accionistas que hayan solicitado la inscripción, así como con su participación en el capital social, siempre que esta supere el umbral de participación relevante a los efectos de comunicación (art. 143 quáter, párrafo quinto, del *Regolamento Emittenti*).

El artículo suscita, no obstante, determinadas incertidumbres técnicas, que carecen de respuesta normativa pero que tienen plausibles soluciones. Por ejemplo, cómo debiera ser aplicada la regla que permite adoptar vía estatutos sociales el mecanismo de acciones de lealtad cuando concurren accionistas con derechos de voto limitados a determinados y específicos asuntos o acuerdos (véase, derecho a votar solo en materia de modificaciones estatutarias o del documento fundacional), o cuando existen accionistas con acciones sin derecho a voto. La primera incertidumbre planteada pudiera tener, empero, fácil solución. El accionista ostentará doble derecho de voto en los temas que tenga derecho a votar. En la segunda cuestión, el accionista con acciones sin voto, aun cumpliendo con el periodo mínimo de lealtad, seguirá igual, esto es, carecerá del derecho de voto aun cuando reúna los requisitos de la condición de accionista leal (Gandía Pérez, 2016).

Otra y más sutil cuestión es si las acciones de lealtad constituyen una suerte de tipología o clase de acciones. No en vano, téngase en cuenta que en Italia las acciones de voto plural sí que constituyen una clase de acción y, en consecuencia, les resulta de aplicación un sistema de tutela colectivo (similar al previsto en el artículo 103 del LSC), que consiste en someter la eficacia de cualquier acuerdo posterior que perjudique los derechos de esta clase (*verbi gratia*, supresión o alteración *in peius* del voto privilegiado) a la aprobación de una asamblea especial, integrada por los titulares de las acciones de voto plural, con las mayorías reforzadas previstas para la asamblea extraordinaria (art. 2.376 CCI). Por el contrario, las acciones de lealtad bajo el derecho italiano, como en el caso español, tampoco constituyen una clase de acciones (art. 127 quinquies.5 TUF)<sup>9</sup>.

Bajo el derecho italiano existe la posibilidad de que ese privilegio no se reconozca por igual a todos los accionistas que cumplan con el período mínimo de lealtad, sino que ese beneficio de doble voto podría otorgarse exclusivamente a un determinado colectivo de titulares (por ejemplo, accionistas con derecho de voto en determinados asuntos o acuerdos, acciones sin derecho al cobro de dividendos, o básicamente someter su eficacia a la

---

los datos relativos a los accionistas que ya hayan obtenido el voto privilegiado. La primera sección debe contener, al menos, la siguiente información: los datos identificativos de los accionistas que hayan solicitado la inscripción; el número de acciones para las que se ha solicitado la inscripción, indicando las transmisiones y vinculaciones relativas a las mismas; y la fecha de inscripción. En la segunda deben indicarse, además: los datos identificativos de los accionistas que hayan obtenido el voto privilegiado; el número de acciones con voto privilegiado, con indicación de las transmisiones y vinculaciones que les afecten, así como de los actos de renuncia al privilegio; y la fecha en la que se haya obtenido el privilegio de voto.

<sup>9</sup> «Le azioni cui si applica il beneficio [del voto maggiorato] non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile».

conurrencia de condiciones suspensivas o resolutorias no meramente potestativas, previamente establecidas en los estatutos).

La cesión o transmisión de acciones de lealtad bajo el derecho italiano, ya sea onerosa o lucrativamente, por regla general, no transfieren el derecho de voto adicional a su nuevo titular. La cesión comprende, desde luego, todos aquellos negocios que comporten una transmisión de la titularidad de la participación, por lo que, junto a la compraventa y la donación, deben entenderse incluidos la permuta y la aportación de los títulos a otra sociedad.

Ahora bien, cabe preguntarse si este privilegio de voto se extingue en supuestos donde, no existiendo «cesión» *stricto sensu*, existe un cambio de titular del derecho de voto. Así sucedería en supuestos de constitución del usufructo o de un derecho de prenda sobre las acciones que pueden dar lugar a un desplazamiento en la titularidad del voto, sin que se produzca un cambio en la propiedad de los títulos. El espíritu de la norma nos llevaría al supuesto de que, existiendo un cambio de titular, el derecho de doble voto no se transmitiera al usufructuario o al acreedor pignoraticio. En tanto que la cualidad de accionista permanece en el nudo propietario y es a este al que se le premia con el beneficio del voto privilegiado, no debería reputarse extinguida esa prerrogativa en tanto que el accionista leal permanece (nudo propietario o deudor pignoraticio). El valor de la acción con voto privilegiado es, además, superior al valor de la acción ordinaria, lo cual supondría un perjuicio patrimonial para el nudo propietario o deudor pignoraticio.

El derecho de doble voto también se extingue por la mera renuncia total o parcial de su titular al aumento del número de votos, lo que comportará la cancelación de su inscripción. El artículo 127 quinquies.1 del TUF prevé el carácter irrevocable de la renuncia, de forma que si deseara beneficiarse nuevamente del doble voto, el titular renunciante deberá volver a solicitar la inscripción de sus acciones en el registro especial, y el plazo de dos años comenzará a computarse *ex novo*. Por tanto, los efectos de la renuncia no podrían circunscribirse a una única asamblea.

A la regla general, empero, le siguen determinadas excepciones. En los supuestos de transmisión sucesoria, el heredero de acciones de lealtad preserva los derechos políticos de su causante, salvo previsión estatutaria en contra. El motivo es obviamente la continuación jurídica del heredero en los derechos y prerrogativas del causante, por lo que no comprendemos la salvedad estatutaria que admite la norma. La misma lógica es la que lleva a excluir la pérdida del voto aumentado en los supuestos de fusión y escisión de la compañía, salvo previsión estatutaria en contra. Pues bien, aquí también existe una sucesión universal de la entidad o entidades resultantes de la fusión o de la escisión en los derechos y obligaciones de las sociedades que se fusionan o escinde, de modo que el carácter dispositivo de la norma resulta igualmente inexplicable<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Según Marchisio, la norma podría estar pensando en la fusión entre una o varias sociedades que prevean acciones de lealtad y otra u otras que no las prevean. Ante esta hipótesis, dada la imposibilidad de es-



Por otro lado, el *Decreto competitivà* establece que, a los efectos del cálculo de *quorums* constitutivos y deliberativos en la junta, deberá realizarse teniendo en cuenta el número total de votos y no el del capital social, salvo previsión estatutaria en contra. Todo lo contrario, sucede con los derechos de minoría, cuyo ejercicio se atribuye a los titulares de determinadas cuotas de capital social, con independencia del porcentaje de votos que represente su participación, con la finalidad de proporcionar una mejor tutela a los accionistas minoritarios.

La introducción estatutaria de las acciones de lealtad requiere la aprobación del correspondiente acuerdo con las mayorías previstas para la asamblea extraordinaria (arts. 2.368 y 2.369 CCI). De lo anterior se suscita un problema adicional, y es que el artículo 127 quinquies, párrafo 3.º, del *Testo Unico della Finanza*, que prevé la posibilidad de incorporar en estatutos el mecanismo de las acciones de lealtad, no permite, empero, a sus titulares díscolos el ejercicio de derecho de separación conforme el artículo 2.437, párrafo 1.g) del CCI<sup>11</sup>. Esta cuestión ha sido muy criticada por un sector de la doctrina (Giampaolino y Guizzi) que ha llegado incluso a cuestionar su constitucionalidad. Sin embargo, estos reproches se antojan algo excesivos. Otros autores (véase P. Marchetti) sostienen que la causación de ese debilitamiento indirecto en los derechos de participación y voto de los accionistas «ordinarios» es un efecto irrelevante en tanto que estos accionistas son también potenciales titulares de acciones de lealtad en condiciones de igualdad. Aunque técnicamente pudiera ser correcta esta aproximación, consideramos que es cuestionable que esta argumentación sea suficiente para justificar la falta de protección del accionariado minoritario, ya que, debido a la adopción de acciones de lealtad por parte de una mayoría, los accionistas minoritarios que aún gozan de «una acción, un voto» se encuentran asimismo en la situación kafkiana, en la cual los socios de por sí mayoritarios incrementan su posición de dominio y control social, y, paralelamente, los accionistas minoritarios ven que el valor de su cartera accionarial disminuye o, cuando menos, resulta más difícil de vender en tal contexto. Por tanto, consideramos que, tanto en Italia como en España, debe garantizarse la salida libre del accionista minoritario díscolo ante la adopción estatutaria de las acciones de lealtad.

A la inversa, ¿qué sucedería cuando la previsión estatutaria de las acciones de lealtad que permiten al accionista un voto adicional es suprimida? ¿Tienen estos accionistas estables derecho de separación? En la legislación italiana tampoco se contempla. En nuestra opinión, debería también existir el derecho de separación del accionista en estos supuestos donde

---

tablecer este instrumento a las mercantiles que no deseen adoptarlo, tendría sentido que el proyecto de fusión excluya la conservación del privilegio. Pero, entonces, afirma este autor, la norma se estaría limitando a prever un eventual acuerdo de supresión de las acciones de lealtad adoptado, ocasionalmente, en el mercado de una modificación extraordinaria, lo que, evidentemente, no hubiera requerido ninguna previsión expresa.

<sup>11</sup> En virtud del cual, generalmente, ante una modificación de los derechos de participación y voto permite al accionista díscolo el ejercicio del derecho de separación.

se les puede causar un perjuicio en sus derechos de voto o posición accionarial. Es más, en línea con lo comentado anteriormente, la idea de que los tenedores de acciones de lealtad no tengan derecho a votar como una clase de acciones –o conjunto de accionistas– en aquellas cuestiones que afecten contrariamente a sus intereses refuerza la conclusión de que el derecho de separación es necesario para proteger también a los accionistas mayoritarios.

Igual que en el derecho español, las acciones con derecho de voto plural constituyen una clase de acciones y en consecuencia están sujetas a las reglas aplicables a las clases de acciones y de votaciones. Además, la transmisibilidad de este tipo de acciones a terceras partes no supone la pérdida de los derechos de voto múltiple, ya que son derechos inherentes a la acción y no al titular.

Pues bien, el lector se preguntará por qué nos detuvimos nuevamente en esta diferenciación. La relación es clara. El legislador italiano ha previsto que los titulares de acciones con derecho a voto plural no puedan ser susceptibles de adquirir acciones de lealtad por la mera permanencia en la sociedad, con el fin de evitar una excesiva concentración de poder bajo una misma inversión. Por ejemplo, combinando acciones con derecho a voto múltiple, acciones de lealtad y acciones ordinarias, en teoría un accionista podría obtener absoluto control accionarial con una inversión equivalente al 6,25 % del capital social.

En todo caso, es preciso indicar que estas acciones de voto plural están excluidas para las sociedades que cotizan en mercados de valores regulados. No obstante, es posible que una sociedad no cotizada tenga distribuido su capital en diferentes clases de acciones y que, posteriormente, entre a cotizar en un mercado de valores. En este supuesto, sí estaría permitido bajo el derecho italiano (también en España), en tanto que, antes de entrar al mercado, cualquier potencial inversor/accionista estaría debidamente informado de la estructura accionarial y de su composición (folleto informativo, etc.).

En este supuesto de sociedades que entran a cotizar en mercados regulados, esas sociedades pueden, además, emitir acciones con derecho de voto múltiple similares a las que ya preexisten, con la finalidad de mantener inalterada la ratio entre diferente clase de acciones. Esto únicamente podría suceder cuando las acciones se suscriben con cargo a reservas.

Los problemas se suscitan en cuanto a las obligaciones de información sobre participaciones significativas en una sociedad cotizada y a la regulación de las ofertas públicas de adquisición. En cuanto a la primera cuestión, la reforma italiana de 2014 aclara que en las sociedades cuyos estatutos consientan la ampliación del derecho de voto, por capital se entenderá el número total de derechos de voto, de manera que la participación relevante a efectos de notificación deberá computarse como porcentaje de votos y no como porcentaje de capital. Aquí surge el primer inconveniente, y es que, al calcularse de este modo, la participación de cada accionista estará sometida a constantes oscilaciones, dado que el número total de votos variará cada vez que se produzca una transmisión de acciones privilegiadas, un accionista renuncie al voto privilegiado u otro obtenga esta prerrogativa. Una solución plau-

sible sería fijar un marco de referencia temporal para establecer el número de votos existente en cada momento.

En cuanto a la regulación de las ofertas públicas de adquisición bajo el derecho italiano, la reforma de 2014 redefine los presupuestos que desencadenan la obligación de lanzar una opa. La participación significativa establecida por el artículo 106.1 del TUF (equivalente a los artículos 128 y 131 del texto refundido de la Ley sobre el mercado de valores) deberá calcularse a estos efectos teniendo en cuenta el número total de votos comunicado por la sociedad, y no el capital social. Por tanto, el único criterio relevante es la disponibilidad de más del 30 % de los derechos de voto, con independencia de que esta derive de una participación superior o inferior al 30 % del capital social.

## 4.2. Francia

Las acciones de lealtad (*actions de loyauté*) gozan de mayor predicamento en el derecho francés y han sido fuente de inspiración para todas las jurisdicciones que también las han adoptado. Su estudio, aunque breve, hace preciso distinguir el antes y el después de la reforma introducida por la *Loi Florange*<sup>12</sup>.

Ya en 1933, la *Loi du 13 novembre, réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions* (JORF, núm. 266, de 15 de noviembre de 1933) permitió que los estatutos de las sociedades anónimas pudieran atribuir un derecho de doble voto a accionistas «leales». Curiosamente, se exigía la cualidad de nacional francés al beneficiario del voto doble, como mecanismo de protección frente a los inversores extranjeros tras la Segunda Guerra Mundial. Este requisito ha sido eliminado en tanto que, lógicamente, vulnera los principios más elementales en los que basa la existencia de la Unión Europea: la no discriminación por razón de la nacionalidad.

La idea de la proporcionalidad entre propiedad y control seguía siendo la regla general por antonomasia. El periodo mínimo de dos años consecutivos, la necesidad de registrar las acciones previamente desembolsadas, la necesidad de lograr una mayoría social de dos tercios de los presentes o representados en la junta general, etc. son requisitos que se han descrito ya para Bélgica e Italia, es decir, en muy parecidos, si no idénticos términos.

La *Loi Florange*, que entró en vigor el 4 de abril de 2016, suprimió la expresión «al menos» que aparecía en la norma antecesora (L.225-123 del Código de Comercio francés), planteándose así la duda acerca de la posibilidad de establecer estatutariamente un plazo superior,

---

<sup>12</sup> *Loi n.º 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, Journal officiel de la République française* (JORF) n.º 77 de 1 de abril de 2014 –conocida como *Loi Florange*–. Página web: <<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000028811102&categorieLien=id>>.

aspecto en relación con el cual la doctrina mantiene posiciones enfrentadas. Algunos autores consideran que establecer un periodo mínimo de permanencia superior a dos años ha de entenderse como una cláusula contraria a la ley, mientras que otros advierten que solo merecería dicha consideración aquella cláusula que prohibiera expresamente la atribución de un derecho de voto doble. La doctrina mayoritaria sostiene, empero, que la cláusula estatutaria que incorpore la no adopción al régimen de las acciones de lealtad ha de referirse a la atribución automática del propio derecho y no a sus condiciones, es decir, al periodo mínimo de permanencia. Entiende la doctrina que debe adoptarse una interpretación teleológica y, en consecuencia, la modulación de los plazos hubiera sido posible si el texto legal –tal y como lo hacía el proyecto de ley– hubiera mantenido la expresión «al menos».

Lo anterior entronca un problema oculto. En nuestra opinión no tiene acomodo esta interpretación teleológica, a sabiendas de que sociedades que adoptaron la cláusula (*opt-in*) de acciones de lealtad bajo la legislación previa a la reforma sí podían adoptar un plazo mayor; sin embargo, si negamos esa circunstancia ahora, parece claro que siendo el plazo legal de dos años se genera un trato discriminatorio difícilmente justificable.

Muy similar es también el régimen de transmisibilidad de acciones y la consecuente pérdida de derechos de voto adicionales con el régimen jurídico belga y el italiano. El derecho de doble voto se pierde cuando la acción se transmite, salvo en los supuestos expresamente recogidos en la normativa (art. L225-124); así, la entrega de acciones con carácter gratuito al accionista implica la extensión del beneficio del derecho de voto doble a esas acciones.

Antes de la entrada en vigor de la *Loi Florange*, la adopción estatutaria del mecanismo de las acciones de lealtad era un sistema *opt-in* que se mantuvo, incluso después de la Ley de sociedades mercantiles de 1966 (art. 175) y, a través de esta, en el *Code de commerce* de 2000.

No obstante, la *Loi Florange* invirtió su concepción, es decir, mutó al sistema de *opt-out*, de modo que el doble voto se aplica ahora automáticamente, *ope legis*, salvo disposición en contra recogida en los estatutos sociales que, para ello, requiere la adopción de un acuerdo con la misma mayoría de dos tercios que anteriormente se requería para optar por su inclusión y aprobación<sup>13</sup>.

En el derecho francés, ante la situación de que se superen los umbrales que obligan a lanzar una opa de forma involuntaria, existe la cláusula *grand-père* –introducida por la Ley de 22 de octubre de 2020–, que se aplica ahora en virtud de lo dispuesto en el artículo 7.V de la Ley de 29 de mayo de 2014. A tenor de lo dispuesto en el referido precepto, cuando

---

<sup>13</sup> Artículo L225-123 del Código de Comercio francés (modificado por la Loi n.º 2014-384, 29 de marzo 2014 - art. 7. V). Página web: <<https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT00005634379&idArticle=LEGIARTI000006224989&dateTexte=&categorieLien=cid>>.

una persona ostente entre un 30 % y un tercio de los derechos de voto en los dos primeros años a contar desde la entrada en vigor de la ley, podrá beneficiarse de la posibilidad de solicitar –temporalmente– la suspensión de la norma que obliga a lanzar una opa por superar el umbral del 30 % (Conac, 2014).

En definitiva, el régimen francés sigue siendo fuente de inspiración para legisladores europeos por su larga tradición en cuanto a la implementación de las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas respecta. No obstante, sigue siendo el único ordenamiento jurídico que, con la última reforma, se diferencia por establecer este mecanismo mediante el sistema de *opt-out*, en el que la sociedad debe modificar los estatutos sociales para, precisamente, excluir expresamente la aplicación de este mecanismo y el consecuente reconocimiento de las acciones de lealtad.

## 5. Una de cal y otra de arena: ventajas y desventajas

### 5.1. Ventajas

Los defensores de la introducción de las acciones con doble voto alegan determinadas ventajas y, al contrario, sus detractores ponen énfasis en sus inconvenientes. Evaluando pros y contras es particularmente complejo, pero en síntesis explicamos sus ventajas y desventajas desde el punto de vista dogmático y empírico.

1. Es un mecanismo que incentiva la estabilidad y permanencia del accionariado, porque ofrece a esos accionistas la posibilidad de adquirir derechos de voto adicional por la mera tenencia de acciones en una sociedad cotizada durante un periodo mínimo de tiempo. Es una posibilidad que, además, se ofrece en igualdad de condiciones a todos los accionistas que cumplan con los requisitos que estatutariamente se establezcan<sup>14</sup>.
2. La introducción de las acciones de lealtad en España apuntala a cierta competencia entre ordenamientos jurídicos de nuestro entorno<sup>15</sup>, a la vez que logra que nuestro mercado de valores sea más atractivo y moderno, con relación a otros

<sup>14</sup> En contra Ecchia y Visconti (2016): «Advancing this formula as a premium equal for "all" loyal shareholders (and as an incentive for loyalty to those who have not yet satisfied this requirement) seems a conceptual falsity. In fact, it accentuates the agency problem due to the increased disproportion of votes between majority and minority shareholders. However, it must be recognized that the bonus is undoubtedly useful for reinforcing governance stability and long termism, with potential benefits for both groups of shareholders».

<sup>15</sup> La fragmentación no es precisamente una ventaja en nuestra opinión si Europa va camino a la integración del mercado de capitales. En este sentido también opina Mosca (2019).

ordenamientos de corte occidental. En línea con el modelo italiano y en contraste con el francés, la introducción de las acciones de lealtad depende de la voluntad social, considerándose positivo que, con independencia del uso que se dé a esta posibilidad, se modernice nuestro derecho societario con la incorporación de figuras a disposición de las juntas generales de las cotizadas.

3. Es un mecanismo bien recibido por empresas familiares y el propio Estado y sus entidades locales a través de sus sociedades de titularidad pública, en tanto que beneficia –principalmente– a los accionistas de control, reforzando su posición sin coste alguno. A la par que incentiva la salida a Bolsa de sociedades con buenas perspectivas de crecimiento, manteniendo los fundadores el poder de control o poder de decisión.
4. En línea con la ventaja anterior, este mecanismo incentiva la entrada de nuevos recursos financieros en el capital social, sin que los accionistas pierdan poder de control. Esto es, permite a los accionistas de control mantener su poder político en la sociedad, a la par que emitir nuevas acciones e incrementar la capitalización social de la compañía vía ampliación de capital, impulsando operaciones de refinanciación eficientes.
5. Incentivan una gestión y administración social a largo plazo y la consecución del interés social (Belot *et al.*, 2019). En otras palabras, los defensores de este mecanismo sostienen que supone la mitigación del cortoplacismo societario, porque esos inversores con vocación cortoplacista tienden a preponderar la asunción de riesgos por las sociedades sobre la propia estabilidad a largo plazo de la sociedad. Estructuras accionariales con predominancia de inversores a corto o especulativos tienden a presionar a los órganos de gestión para que adopten políticas de concesión de préstamos, de reparto de dividendos y de remuneraciones más agresivas y arriesgadas que los grupos de accionistas a largo plazo.

Existe una tendencia o evolución en la concepción del interés social hacia un contractualismo sostenible, en el que se vincula una diligente administración societaria con la creación de valor para el accionista y la sostenibilidad a largo plazo a la que aquella debe estar vinculada<sup>16</sup>.

6. Desde el punto de vista de la teoría del control societario, las *loyalty shares* permiten a los accionistas fundadores de la compañía generar valor a largo plazo y mantener su «visión idiosincrática» del negocio (Goshen y Hamdani, 2016).
7. Los defensores sostienen que podrían garantizar una mayor estabilidad económica y bursátil en tanto que fomenta la formación eficiente de precios y reduce la volatilidad del precio por acción, como consecuencia de la estabilidad y permanencia del accionariado, que apuntábamos inicialmente.

---

<sup>16</sup> Léase el estudio empírico en los Estados Unidos de Koller, Manyika y Ramaswamy (2017).

8. Es un mecanismo muy prometedor para sus defensores, en tanto que les permitiría evitar fusiones transfronterizas gracias al control político que pueden ofrecer las acciones de lealtad. Es decir, los gobiernos pueden evitar que sociedades nacionales pasen a ser controladas por capital extranjero. Es lo que comúnmente se conoce como «patriotismo económico», concepto que acuño pero que no figura en ningún manual moderno de economía. Los argumentos esgrimidos para justificar este «patriotismo económico» son siempre los mismos: que de un sector estratégico se trata, que es de interés nacional tener empresas fuertes en el mercado con los centros de decisión ubicados en el propio país, o que los consumidores deben ser protegidos ante eventuales subidas de precios. Los defensores de este patriotismo económico anteponen, por tanto, este enfoque intervencionista al proyecto de integración europeo de libre competencia en los mercados de bienes y servicios.
9. Los defensores afirman que las acciones de lealtad pueden incentivar a una activa participación de los accionistas pasivos en la toma de decisiones y aprobación de acuerdos sociales.
10. Por último, sus defensores afirman que las acciones de lealtad son un instrumento más transparente que pueden evitar estructuras piramidales, participaciones cruzadas o pactos parasociales en materia de voto o de representación en el consejo, a la vez que reducir el grado de información asimétrica en el mercado, lo que conlleva a una mayor liquidez en el mercado secundario.

## 5.2. Desventajas

La lectura de las desventajas debe realizarse también desde una óptica no solo dogmática, sino, también, empírica (inversión/coste y orgánicamente), con apoyo de las opiniones recogidas por el sector de la doctrina más autorizada.

1. Es inexistente el problema del cortoplacismo en España. En nuestro país la mayoría de las sociedades cotizadas tienen accionistas de control (familias, el Estado o entidades locales)<sup>17</sup>. En consecuencia, el poder de un posible accionista minoritario –normalmente un *hedge fund*– será menor que en países como los Estados Unidos. El cortoplacismo es uno de los mayores argumentos esgrimidos en los Estados Unidos que, sin embargo, la mejor doctrina estadounidense califica de

---

<sup>17</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados*. Ejercicio 2018. Página web: <[www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_2018.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2018.pdf)>.

ilusorio. Y si no existe cortoplacismo en los Estados Unidos<sup>18</sup>, donde existe una clara y evidente dispersión del accionariado de las sociedades cotizadas y existe una mayor presencia de fondos de inversión libre y de inversores institucionales, todavía con menos motivo podrá compararse y alegarse que exista un problema de cortoplacismo en España.

De haberlo, consideramos que hay mecanismos más efectivos y eficientes para combatirlo (*verbi gratia*: mayores dividendos; incentivos fiscales para accionistas a largo plazo; incluso sería valorable –aunque debatible– que las normas penales incluyeran el cortoplacismo como elemento configurador del tipo delictivo, puesto que las normas penales son más efectivas a la hora de prevenir posibles comportamientos desleales o cortoplacistas en el ámbito societario) (Gurrea-Martínez, 2019)<sup>19</sup>.

De hecho, mucho se ha escrito en la literatura norteamericana sobre la dicotomía cortoplacismo-largoplacismo, sin que pueda llegar a decirse que exista una postura unívoca, pues no toda decisión cortoplacista es siempre y necesariamente contraria al interés de la sociedad. En este sentido, expresamos nuestro escepticismo ante la importación de ideas y trasplantes jurídico-empíricos extraídos de otras naciones.

2. Es un mecanismo que introduce asimetrías entre propiedad y voto, lo cual pone en duda el pretendido dinamismo del mercado, que no busca ni la transparencia, ni la implicación del accionista en la gestión de la empresa (Gurrea-Martínez, 2019)<sup>20</sup>. Es decir, este instrumento puede acentuar la separación entre derechos de voto y propiedad, lo que conllevaría un incremento de los costes de agencia entre los accionistas de control y los accionistas externos.
3. Las acciones de lealtad cuentan con el rechazo de los inversores institucionales –salvo que sean accionistas de control, que suelen mantenerse en el capital durante más tiempo–, porque limitan su forma de actuación<sup>21</sup>. Los inversores institucionales tradicionales comparten con los accionistas externos el objetivo de liquidez, pero también que buscan la máxima rentabilidad –asumiendo un nivel de riesgo aceptable–, así como el desinterés o aversión al control de la sociedad en la que invierten, incluso un cierto «desconocimiento». La combinación de estos factores explica el motivo de mantener posiciones cortas en el mercado que im-

<sup>18</sup> ROE, M. (2014 y 2018)

<sup>19</sup> En su obra expone numerosas medidas para prevenir el cortoplacismo y que, por razones de extensión, no podemos entrar a valorar.

<sup>20</sup> En este sentido, también Ecchia y Visconti (2016): «*Contribute to increasing the asymmetric distributions of advantages and disadvantages among the majority and minority shareholders*».

<sup>21</sup> *Financial Times*: Noticia de 5 de febrero de 2015, respecto a la adopción de las acciones de lealtad en el derecho italiano y su oposición, por cien inversores institucionales del país. Página web: <<https://www.ft.com/content/9473eaca-ad2c-11e4-bfcf-00144feab7de>>.



piden desarrollar una política de implicación en el gobierno corporativo de dichas sociedades y que les lleva a adoptar una actitud pasiva favorecida por las restrictivas limitaciones a la concentración de la inversión establecidas en el artículo 23 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y las estrategias de diversificación de estos inversores que imposibilitan ejercer una influencia notable.

En definitiva, la problemática que subyace a estos inversores institucionales es idéntica a la que se plantea con carácter general para los accionistas-inversores individuales: ausencia de incentivos económicos y los costes derivados de la implicación.

4. En un supuesto de recapitalización, el coste de capital de las sociedades mercantiles en general y de las entidades financieras, en particular, que tienen reconocidas acciones de lealtad en sus estatutos puede ser superior al de las sociedades que no disponen de ese mecanismo, debido a que las acciones de sociedades que no ofrecen derechos de voto proporcionales son objeto de descuento por el riesgo de que existan accionistas de control que puedan extraer beneficios privados del banco<sup>22</sup>.
5. La duplicación del voto, como consecuencia de la adopción estatutaria y reconocimiento al accionista leal, permitirá a los accionistas de control la posibilidad de aumentar su posicionamiento accionarial, sin que precisamente le preceda una inversión en capital.

En román paladino, en sociedades muy concentradas, los accionistas de control aumentarán considerablemente su poder de decisión<sup>23</sup>, lo que va en detrimento de los accionistas minoritarios y también de los inversores institucionales.

Los accionistas de control en sociedades cerradas pueden utilizar las acciones de lealtad como mecanismo de control reforzado y, en consecuencia, pueden agravar los conflictos de interés, puesto que los administradores o socios de control pueden perjudicar a los propios intereses de la sociedad o los de los accionistas minoritarios, inversores institucionales o fondos de inversión. Esta cuestión es particularmente relevante en España, ya que el control societario está concentrado en unos pocos (*verbi gratia*: empresas familiares) (Faccio *et al.*, 2002; Barontini y Caprio, 2006; Bajo *et al.*, 2019).

<sup>22</sup> En este sentido se expresa el propio Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. Noticia de *Expansión*, de 19 de julio de 2020. Página web: <<https://www.expansion.com/empresas/banca/2020/07/19/5f14b924e5fdeabf7c8b45e6.html>>.

<sup>23</sup> Gurrea-Martínez considera que las acciones de lealtad no son deseables en España, porque convierten en más poderosos a los de por sí ya poderosos accionistas de control que existen en la mayoría de las sociedades cotizadas españolas.

6. Las acciones de lealtad no son efectivas para lograr mayor involucración del accionista. La adopción de las acciones de lealtad en una sociedad con dispersión accionarial no revertirá la actitud pasiva del accionista minoritario.

En este sentido, son varios los motivos que provocan esta apatía racional (Fernández Torres, 2017 y 2019). En primer lugar, la participación en la compañía que pueden tener algunos accionistas minoritarios puede no ser muy elevada. En segundo lugar, los costes de coordinarse con otros accionistas dificultan que los accionistas minoritarios sean influyentes<sup>24</sup>. El problema del *free ride* puede coadyuvar a que los accionistas rehúyan incurrir en costes adicionales. En tercer lugar, la falta de influencia que tienen los accionistas inversores individuales o los pequeños inversores institucionales en la adopción de decisiones. En cuarto y último lugar, los inversores institucionales suelen asumir políticas de inversión con estrategias de diversificación y, además, pueden optar por recurrir a asesores de voto cuyos intereses, eventualmente, son contrarios a planteamientos largoplacistas para 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 de nuevas acciones o de mayores derechos de voto por el simple hecho de permanecer en la sociedad durante un determinado periodo de tiempo.

De hecho, las acciones de lealtad mantienen o incluso reducen –en términos relativos– el poder de los accionistas minoritarios. Estos últimos no solo seguirán teniendo incentivos para ser racionalmente pasivos, sino que muchos ni siquiera invertirán en una sociedad cotizada española, habida cuenta del mayor poder –y, consecuentemente, mayor posibilidad de actuar en interés propio– que tendrá el accionista de control.

7. El voto adicional puede constituir un fuerte instrumento financiero de marketing. De hecho, es un instrumento que pudiera fácilmente convencer a los accionistas minoritarios de que su opinión, su voto y, en consecuencia, su titularidad será tenida en cuenta en la compañía. Su sentimiento es que una acción de una sociedad que garantiza un voto adicional una vez cumplido el periodo mínimo de tiempo es, en cualquier caso, preferible a cualquier otra acción. De este modo, los inversores desvían el centro de atención de una evaluación racional a la calidad real del producto. Por ello, es ciertamente un tipo de marketing engañoso, pero que, ciertamente, es un mecanismo muy útil y ventajoso para la financiación de la compañía (Ecchia y Visconti, 2016).
8. Un bonus en forma de voto adicional por acción no sirve para convencer al accionista cortoplacista ni a grandes inversores, como los fondos de inversión libre,

---

<sup>24</sup> Los costes de involucrarse (en términos de tiempo, información, asesoramiento y coordinación), aunque se redujeran por el legislador, podrían resultar superiores a los beneficios que se podrían obtener.

caracterizados por generar inversiones a corto plazo, para que conviertan su perspectiva inversionista a largo plazo. Al contrario, el bonus es ciertamente innecesario para alentar la estabilidad de los accionistas minoritarios, que, por naturaleza, tienen tendencia a generar inversiones a largo plazo.

9. Si se trata de una medida antiactivismo accionarial, conviene recordar que los activistas, cuando entran en el capital, suelen promover cambios con el objetivo de incrementar el valor de la acción y la rentabilidad de su inversión, lo que redundará en el beneficio de todos los accionistas (Aragón Alonso, 2020).

## 6. Conclusiones

El derecho, ya lo consideremos como facultad del entendimiento, ya como pura ciencia, ya como legislación positiva, es mudable, alterable, inestable de suyo, a la manera de todas las cosas humanas. Están ya muy lejos de nosotros aquellos tiempos en que los legisladores de la Antigüedad, henchidos de un vano orgullo, o inflamados por el patriotismo en una ilusión generosa, pregonaban ante los pueblos, como un dogma inconcuso, la inmortalidad de sus obras.

Las acciones de lealtad no suscitan revolución alguna en el derecho societario español, en tanto que nunca ha existido ningún ordenamiento jurídico en el que se siga estrictamente el principio «una acción, un voto»<sup>25</sup>. De hecho, no sería desacertado afirmar que en ocasiones el principio una acción, un voto es la excepción más que la norma.

Es sabido que precedían en nuestro ordenamiento similares mecanismos –aunque con distintas finalidades–: acciones sin voto, acciones de voto plural, acciones con derechos de voto limitados a determinados asuntos o acuerdos, o derechos de voto condicionales, y también existen acciones con limitaciones a un máximo número de votos que un solo accionista pueda emitir por su entera participación en el capital social.

Con todo, existe un cierto consenso a la hora de asignarle a la reforma planteada una relevancia sistemática de primer orden. Y es que esta nueva facultad de privilegiar el derecho de voto parece haber enterrado definitivamente el dogma de la necesaria proporcionalidad entre derecho de voto y participación en el capital social.

---

<sup>25</sup> De hecho, el anexo C del Informe encargado por la Comisión Europea en 2007 (preparado por Albiñana y Suárez de Lezo y revisado por el profesor Recalde Catells) analiza la incidencia de los mecanismos de control reforzado en España y concluye que España es uno de los países que recurre habitualmente a mecanismos que «vulneran» el principio de proporcionalidad. En términos globales, el estudio pone de manifiesto que el 49 % de las empresas españolas analizadas dispone de algún instrumento que altera la democracia accionarial.

La regulación de las acciones de lealtad en España supone, empero, más inconvenientes que ventajas, más coste que beneficio. Desde un punto dogmático, la cuestión quizás no esté tanto en la distribución de poder cuanto en el ejercicio efectivo del control sobre los administradores, como sobre los socios de control. El voto no es siempre y en todo caso un mecanismo eficiente de control o el único con el que puede contarse. El exceso de poder o control en manos de los administradores solo puede afrontarse si se refuerzan los deberes de lealtad y su régimen de responsabilidad.

Las acciones de lealtad no deben reputarse una suerte de maldición ni de bendición, porque no solucionan ninguno de los problemas que se pretenden solventar: ni acaban con la apatía racional del accionista, ni implican la involucración de los accionistas, ni aseguran que las decisiones se adopten con la vista puesta en la consecución de un interés social sostenible. Al contrario, favorecen a las minorías que ostentan el control de la compañía y suponen un mecanismo proteccionista de las sociedades, que obstaculiza seriamente la creación de un mercado interior que ofrezca las mismas oportunidades y establezca las mismas reglas del juego para adquirir el control de las sociedades. Así es, la regulación es parca, porque no tiene en cuenta la pluralidad de accionistas heterogéneos que persiguen intereses no contrapuestos pero diferentes. A esas realidades son las que hay que atender y proponer soluciones más acordes a mantener un equilibrio entre los intereses en conflicto.

La cuestión que puede preocupar más es preguntarse si las acciones de lealtad constituyen un mecanismo que favorezca la implicación de los accionistas. El legislador español parte de la base de que todos los accionistas actúan de igual forma y de que participan bajo intereses homogéneos. Igual que ocurre con los presupuestos que sirvieron de base para la promulgación en Francia de la *Loi Florange*, que introdujo las acciones de lealtad, el informe *Gallois* descansa sobre unos postulados cuya veracidad es, cuando menos, discutible; es decir, se partía de la base de que los accionistas tienen interés en participar, involucrarse y mantener las acciones en su portafolio y que, además, la estabilidad favorece la implantación de políticas más sólidas a largo plazo. Pero ¿es esto verdad siempre y en todo caso? El debate sobre el cortoplacismo *versus* largoplacismo requiere un análisis pausado, aparte del estudio de las acciones de lealtad. No obstante, sirva esto simplemente como llamada de atención sobre una cuestión sobre la que conviene reflexionar con sosiego.

## Referencias bibliográficas

- Alborch Bataller, C. (1977). *El derecho de voto del accionista (Supuestos Especiales)* (prólogo de Manuel Broseta). Tecnos.
- Aragón Alonso, I. (15 de julio de 2020). «Loyalty shares»: ¿se ha de premiar la lealtad? *El Español*.
- Bajo E. et al. (2019). Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares. *European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper*, 619.
- Barontini, R. y Caprio, L. (2006) The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12, 689-723.
- Belot, F. et al. (2019). Encouraging long-term shareholders: The effects of loyalty shares with double voting rights. *Université Paris - Dauphine Research Paper*, 3475429.
- Conac, P. H. (2014). Obligation pour les sociétés cotées d'instaurer des droits de vote doublé sauf vote contraire. *Revue Droit des Sociétés*, 4, 256-270.
- Ecchia, B. y Visconti, R. (2016). The Extra Vote as Bonus for Loyalty Shares in the Evolution of the French Model What Effects does it have on Shareholder Relationships, «Long termism», and Company Market Value? *International Journal of Business and Social Science*, 7(10).
- Faccio, M. et al. (2002). *The ultimate ownership of Western European corporations*.
- Fernández del Pozo, L. (2018). La viabilidad de las «acciones de lealtad» en nuestro derecho de sociedades (loyalty shares). *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 152, 9-64.
- Fernández Torres, I. (2017). *Las Loyalty Shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*. Marcial Pons.
- Fernández Torres, I. (2019). El voto doble por lealtad. *Almacén del Derecho*.
- Gandía Pérez, E. (2016). Acciones de voto plural y loyalty shares. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia. *Revista de Derecho Mercantil*, 300, 61-112.
- Gandía Pérez, E. (2016). El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las loyalty shares introducidas por el decreto-legge, núm. 91, de 24 de junio. *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 65, 173-203.
- García de Enterría, J. (2015). Proporcionalidad entre capital y voto: mecanismos de quiebra del principio y su fundamento societario. *Cuadernos de la Cátedra Garrigues-Cornillas de Modernización del Derecho de Sociedades*, 4.
- García Valdecasas, J. Á. (2019). Acciones de lealtad: crítica a su posible introducción en España. *Blog de Opinión. Notarios y Registradores*.
- Goshen, Z. y Hamdani, A. (2016). Corporate Control and Idiosyncratic Vision. *Yale Law Journal*, 125(3), 560-795.
- Gurrea-Martínez, A. (2019). Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas. *Working Paper Series 4/2019*. Ibero-American Institute for Law and Finance Journal of Financial Economics, 65, 365-395.
- Koller, T., Manyika, J. y Ramaswamy, S. (2017). The case against corporate short termism. *Milken Institute Review*.
- Mosca, C. (2019). Should shareholders be rewarded for loyalty? European experi-



ments on the wedge between tenured voting and takeover law. *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, 8(2).

Olivencia, M. (1972). Algunas cuestiones sobre el derecho de voto en la sociedad anónima. *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, 17, 265-287.

Roe, M. (2014). Corporate Short-Termism - In The Boardroom and in the Courtroom. *Harvard Public Law Working Paper*, 13(18).

Roe, M. (2018). Stock Market Short-Termism's Impact. *Harvard Public Law Working Paper*, 18(28).

Sáez Lacave, M. I. (2015). Análisis económico de las cláusulas estatutarias de reconversión de acciones –voto múltiple / ordinarias– y doble estructura accionarial. *Cuadernos de la Cátedra Garrigues-Comillas de Modernización del Derecho de Sociedades*, 4.

Sáez Lacave, M. I. (2016). Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas. *InDret. Revista para el Análisis del Derecho*.