

Regulación de las acciones de lealtad en la Ley 5/2021. Motivaciones, ventajas, desventajas y utilidades futuras

Miguel Ángel Villacorta Hernández

Universidad Complutense de Madrid

mianvi@ucm.es | <https://orcid.org/0000-0003-2515-2126>

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Antonio Ortí Vallejo, doña Dolores Bardaji 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.

Extracto

La Ley 5/2021, de 12 de abril, que modifica la Ley de sociedades de capital, regula por primera vez en España las acciones de lealtad.

Tras el primer apartado que analiza la incorporación de la figura, en el segundo y tercer apartados se realiza el análisis del tratamiento mercantil realizado anteriormente en Francia e Italia, mientras que el cuarto se centra en el realizado ahora en España. El apartado quinto desarrolla las motivaciones expresadas por las tres legislaciones para introducir esta figura. El sexto y séptimo apartados analizan respectivamente las ventajas y desventajas de la figura para emisores, inversores y sociedad en general. El apartado octavo incluye algunas propuestas de mejora legislativa, para culminar con las reflexiones finales en el apartado noveno.

La principal conclusión es que las dudas y reticencias de la incorporación en nuestra legislación de la figura se basan en que no compensan las teóricas ventajas de tipo proteccionista y para atenuar el cortoplacismo, que son las que han sido observadas por los diferentes legisladores. Por el contrario, la necesidad y oportunidad de incorporación de la figura en nuestro ordenamiento jurídico se basa en una razón de tipo financiero, a pesar de que no han sido explicitadas como motivación expresa por el legislador español, y anteriormente tampoco por los legisladores italianos y franceses.

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

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

Cómo citar: Villacorta Hernández, M. Á. (2022). Regulación de las acciones de lealtad en la Ley 5/2021. Motivaciones, ventajas, desventajas y utilidades futuras. *Revista CEFLegal*, 254, 43-82.



Regulation of loyalty shares in Law 5/2021. Motivations, advantages, disadvantages and future utilities

Miguel Ángel Villacorta Hernández

Abstract

Law 5/2021, of April 12, which modifies the capital companies Law, regulates loyalty shares for the first time in Spain.

After the first section that analyzes the incorporation of the figure, in the second and third sections the commercial treatment carried out previously in France and Italy is analyzed, while the fourth focuses on the one carried out now in Spain. The fifth section develops the motivations expressed by the three laws to introduce this figure. The sixth and seventh sections respectively analyze the advantages and disadvantages of the figure for issuers, investors and society in general. The eighth section includes some proposals for legislative improvement, to culminate with the final reflections in the ninth section.

The main conclusion is that the doubts to the incorporation of the figure into our legislation are based on the fact that they do not compensate for the theoretical advantages of a protectionist type and to attenuate short-termism, which are those that have been observed by the different legislators; on the contrary, the need and opportunity to incorporate the figure into our legal system is based on a financial reason, although they have not been specified as an express motivation by the Spanish legislator, and previously not by the Italian and French legislators.

Keywords: loyalty shares; double vote; loyalty dividend.

Citation: Villacorta Hernández, M. Á. (2022). Regulación de las acciones de lealtad en la Ley 5/2021. Motivaciones, ventajas, desventajas y utilidades futuras. *Revista CEFLegal*, 254, 43-82.



Sumario

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



9. Conclusiones

- 9.1. Necesidad de realizar estudios previos a la legislación
- 9.2. Razones para incorporar las acciones de lealtad a nuestra legislación
- 9.3. Cambio de paradigma
- 9.4. Condicionantes para que las empresas españolas emitan masivamente acciones de lealtad

Referencias bibliográficas

1. Incorporación de las acciones de lealtad al ordenamiento español

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

Entre otros aspectos, la Ley 5/2021 incorpora por primera vez una nueva figura: las acciones de lealtad², similares a las *loyalty shares*, *time-phased voting rights*, *tenured voting rights*, *droits de vote doublé* o *maggiorazione del voto* utilizadas en la práctica internacional.

Las sociedades cotizadas pueden incluir en sus estatutos sociales (solo es posible para las empresas que facultativamente hayan incluido esa posibilidad en los estatutos) la emisión de las acciones de lealtad con voto doble; el voto doble será asignado a todas las ac-

¹ Han transcurrido cuatro años desde que se aprobara la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017. Dicha directiva fija como fecha límite para su transposición el 10 de junio de 2019, lo que, en el caso de España, se ha incumplido.

² Las acciones de lealtad se intentaron introducir timidamente con ocasión de la revisión de la directiva sobre derechos de los accionistas a través de una enmienda a la propuesta de 2015. Cuando el texto fue finalmente aprobado, no las recogió. Llama la atención que el anteproyecto y la Ley 5/2021 opten por introducirlas cuando no era obligada la introducción de la figura al transponer la directiva.

ciones que hayan mantenido su titular ininterrumpidamente durante el plazo legalmente establecido (un periodo de tiempo mínimo de dos años, aunque se permite que los estatutos aumenten ese plazo, pero no que se disminuya).

Desde que entró en vigor³, las acciones de lealtad rompen el principio de proporcionalidad, pues atribuyen el doble de votos que las acciones que no cumplan de que haya sido titular un mismo accionista ininterrumpidamente durante el plazo legalmente establecido.

Un principio fundamental del derecho mercantil es la necesaria proporción que debe guardar el porcentaje de la participación en el capital con los correspondientes derechos de voto⁴. El «principio de proporcionalidad», «de igualdad entre acción y voto» o de «una acción un voto», consiste en que a una misma participación en el capital de una compañía se le debe atribuir los mismos derechos de voto.

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

El legislador español expresamente establece, en el apartado VIII del preámbulo de la Ley 5/2021, que el régimen es similar al que tenían establecido desde hace años dos países: Francia e Italia⁵. Por esta razón, en los dos apartados siguientes se analizan ambas legislaciones.

³ La Ley 5/2021, de 12 de abril entró en vigor 20 días después de su publicación en el BOE, la cual se produjo el 13 de abril de 2021.

⁴ El «principio de proporcionalidad» constituye una de las más importantes demandas de los inversores institucionales en el mercado de capitales. Por ejemplo, el Council of Institutional Investor, una de las principales asociaciones de inversores institucionales de los Estados Unidos, lo considera uno de sus principios fundamentales entre los derechos de los accionistas. Asimismo, los fondos involucrados en la defensa de los derechos de los inversores institucionales han incluido, como principio fundamental, el principio de igualdad entre acción y voto; tal es el caso de CALPERS (California Public Employees Retirement System), el fondo de pensión más importante de los Estados Unidos. Este tipo de inversores institucionales se opone a planes de reestructuración que impliquen la alteración de los derechos políticos de los inversores en favor de los grupos de control.

⁵ Aunque la Ley 5/2021 no lo toma como referencia, también existe regulación de la figura en los Países Bajos, menos flexible que la italiana y la francesa. La legislación neerlandesa, además de prever la posibilidad de emitir acciones de lealtad, permite a las compañías emitir «acciones prioritarias». Este

2. Regulación de las acciones de lealtad en Italia

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

Aunque los códigos de 1865 y 1882 nunca limitaron este tipo de fórmulas, su prohibición expresa en 1942 había eliminado la posibilidad de implantarlas (Ventoruzzo, 2015, p. 7). Con la reforma del año 2014, el artículo 127 del *Testo Unico della Finanza* configuró un tipo de acciones ordinarias que conceden un derecho de voto adicional a su titular tras haber sido poseídas y registradas durante un plazo mínimo de dos años.

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

La ventaja que confieren es subjetiva, es decir, unido al socio, por lo que la cesión del título supone la desaparición del privilegio (Gandía Pérez, 2016a, p. 189). No obstante, la pérdida del derecho solamente tendrá lugar en los casos de transmisión, pero no en los de sucesión, fusión o escisión del socio que ostenta la titularidad de las acciones. Es decir, el derecho prevalece en aquellos casos en que, por ejemplo, un accionista que goza del doble voto se fusiona con otra compañía. Si los estatutos de la entidad emisora no han dispuesto otra cosa, la sociedad resultante de la fusión poseerá las acciones de lealtad (Ventoruzzo, 2015, p. 14). Lo mismo ocurre si se trata de una sucesión *mortis causa*⁶. Cuestión distinta será si la compañía emisora de las acciones de lealtad –no uno de sus socios– forma parte de un proceso de fusión o absorción. Para este supuesto, la ley prevé la extinción del privilegio de los accionistas de las sociedades participantes al incorporarse a la entidad de nueva creación, salvo que se hubiese dispuesto lo contrario en el proyecto de fusión⁷.

El acuerdo que introduzca en los estatutos las acciones de lealtad debe ser aprobado en una junta extraordinaria por al menos dos tercios del capital representado, tanto en primera como en segunda convocatoria⁸.

tipo de títulos otorga facultades especiales de todo tipo a los socios, lo que les permite vetar modificaciones estatutarias, nombrar varios consejeros ejecutivos en el órgano de administración o tener derechos de voto múltiples. Ello «convierte a estas acciones en una medida antiopía completamente insuperable». (Alfaro Águila-Real, 2010, p. 483).

⁶ Vid. artículo 127 quinquies.3 a) del *Testo Unico della Finanza*.

⁷ Vid. artículo 127 quinquies.4 del *Testo Unico della Finanza*.

⁸ Vid. artículos 2368 y 2369 del *Codice Civile*.

No se ha reconocido a los socios no beneficiados por el voto doble un derecho de separación⁹, siendo esta previsión objeto de discusión entre los académicos. El principal argumento en contra se basa en que supone una alteración del régimen general establecido en el *Codice*, en virtud del cual se reconoce el derecho de separación en caso de modificaciones del derecho de voto (Guizzi, 2015; Giampaolino, 2015; Gandía Pérez, 2016b, p. 190). Sin embargo, la previsión también ha sido justificada, alegándose que la alteración de los derechos políticos no es tal, puesto que para obtener el voto privilegiado simplemente deberán poseerse las acciones durante el plazo establecido (Marchetti, 2014; Ventoruzzo, 2015, p. 14).

Por último, existe la obligación de formular una oferta pública de adquisición si como resultado del incremento de los derechos de voto pasa a ostentarse un porcentaje superior al 30 % de los mismos¹⁰. No obstante, cabe la renuncia a los votos concedidos por las acciones de lealtad, renuncia que en todo caso tendrá la cualidad de irrevocable¹¹.

Cuando se realizó la reforma fue considerada por el legislador y la doctrina como una manera de hacer más atractiva la legislación italiana, en un contexto de progresión de los sistemas jurídicos europeos hacia una mayor libertad contractual y de incremento de los mecanismos de control a disposición de los accionistas (Ventoruzzo, 2015, p. 4). Sin embargo, parte de la doctrina criticó fuertemente la reforma de 2014, llegando a calificarla como «inofensiva aunque discutible» (Enriques, 26 de diciembre de 2014).

Los intentos de mejora posteriores fueron decepcionantes, teniendo que volver a la reforma de 2014 por ser más adecuada. La principal fue la realizada mediante la modificación del artículo 20.1 bis del *Decreto Competitività*. En ella, la mayoría requerida para la aprobación de la modificación estatutaria pasó de ser cualificada de dos tercios a simple, con lo que el peso de los accionistas minoritarios en la votación del acuerdo menguaba considerablemente. La escasa protección proporcionada a las minorías quedó patente en un informe¹² elaborado por académicos, inversores institucionales y empresas de asesoramiento financiero, en total 144 personas físicas y jurídicas. Los firmantes de este informe solicitaron a las autoridades la restitución de la mayoría cualificada¹³. Finalmente, el régimen previsto para la deliberación de acuerdos en junta extraordinaria fue repuesto, per-

⁹ Vid. artículo 127 quinquies.6 del *Testo Unico della Finanza*.

¹⁰ Vid. artículo 107 del *Testo Unico della Finanza*.

¹¹ Vid. artículo 127 quinquies.1 del *Testo Unico della Finanza*.

¹² Gobierno Corporativo Eumedion: <<https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/letters/2015-02-statement-on-italian-multiple-voting-rights.pdf>>.

¹³ En el informe, los ponentes hacen referencia a las barreras administrativas que dificultan a los accionistas minoritarios la obtención del voto doble, a la necesidad de atraer capitales extranjeros para la recuperación de la economía y solicitan una vuelta a la protección de las minorías establecida en el *Testo Unico della Finanza*.

maneciendo la mayoría cualificada de dos tercios como requisito para la implantación de las acciones de lealtad.

2.1. Multiplicidad de voto de las sociedades no cotizadas

A continuación se analizan dos medidas alternativas establecidas en diferentes momentos del tiempo por el legislador italiano para complementar a las acciones de lealtad¹⁴ que suponen alteraciones de la regla «una acción, un voto».

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

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

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

Las acciones con privilegios en el voto fueron emitidas por empresas italianas antes del 1942, aunque no existía regulación expresa al respecto¹⁵.

El *Codice Civile* de 1942 permite crear clases de acciones con un contenido diverso, no solo en el ámbito de los derechos patrimoniales del accionista, sino también, aunque con muchas más cautelas, en el plano de los derechos administrativos (Mossa, 1948, p. 161).

¹⁴ En otros países, por ejemplo los Estados Unidos, se relaciona la vinculación del accionista con otras figuras del gobierno corporativo. La regla 14-8 de la SEC prevé que aquellos accionistas que tengan participaciones por valor de 2.000 dólares o un 1 % de los derechos de voto, con una antigüedad de al menos un año, podrán presentar propuestas a la junta. Por su parte, la regla 14-11 de la SEC facilita el nombramiento de los administradores por parte de los accionistas que tengan un 3 % de los derechos de voto con una antigüedad de al menos tres años.

¹⁵ Las primeras emisiones de acciones privilegiadas, realizadas por empresas italianas, fueron realizadas en el año 1884. (Gasparoni, 1950, p. 162).

El texto opta por prohibir la emisión de nuevas¹⁶ acciones de voto plural, sin embargo, introduce las acciones de voto limitado (*Codice Civile*, art. 2351.2). Esta particular clase de acciones, privilegiadas en derechos patrimoniales pero con un derecho de voto limitado¹⁷, se considera un medio de financiación contrapuesto a las acciones ordinarias con características de instrumento de control.

El debate sobre la reforma de la sociedad anónima en Italia en la década de 1970, respecto a la introducción de las acciones sin voto, dio lugar a prolongadas discusiones doctrinales¹⁸. Al final triunfa la opinión mayoritaria, que considera a la emisión de acciones sin voto como una solución al absentismo accionarial, lo cual culmina con la introducción, en 1974, de las *azioni di risparmio*: acciones sin voto pero con un dividendo mayor que las ordinarias. Estas acciones fueron reformadas en 1998, obteniendo un estatuto jurídico más flexible cuando la sociedad emisora tiene la condición de cotizada¹⁹ (el mismo año y la misma regulación que la española).

El Dlgs 24-2-2003 aprobado el 10 de enero de 2003 (derivado de la Comisión Mirone) permite a la sociedad anónima recurrir a una tipología amplia de instrumentos financieros, ya no restringidos al binomio acciones-obligaciones, sino extendida a acciones sin voto, acciones sin voto limitado a asuntos determinados y acciones con derecho de voto subordinado (Mattei, 2003, p. 616)²⁰. A pesar de que permite cualquiera de las limitaciones de voto, prohíbe las acciones de voto plural (art. 2351 *Codice Civile*).

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

¹⁶ Exclusivamente pueden conservarse las existentes antes del 27 de febrero de 1942 o las emitidas con ocasión de un aumento de capital acordado con anterioridad a la entrada en vigor del libro V, el 21 de abril de 1942 (*Codice Civile*, art. 212).

¹⁷ Las acciones no pueden denominarse «sin voto», porque sí tienen voto en la adopción de las decisiones más importantes en la asamblea extraordinaria. Por ello, es más adecuado denominarlas con voto limitado.

¹⁸ Estas discusiones doctrinales están «recogidas en los trabajos parlamentarios y en los diferentes proyectos presentados: Proyecto Villabruna, La Malfa e Lombardi, Alpino, Ferioli e Trombetta». (Scotti, 1966, p. 275).

¹⁹ *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, al sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996* (Decreto Legislativo [Dlgs] de 24 febrero de 1998, n.º 58) arts. 145-147, 2346.6, 2349.2 y 2351.

²⁰ Con esta reforma se ha pasado de un sistema cerrado de clases de acciones a uno abierto. (Pisano Massamormile, 2003; Notari, 2003).

3. Regulación de las acciones de lealtad en Francia

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

La legislación vigente, Ley 2014-384 de 29 de marzo, conocida como *Loi Florange*, modifica la L225-123 *Code de commerce*. El artículo 7 de la *Loi Florange* confiere, de manera automática, doble voto a todas las acciones que han sido poseídas y registradas (Delvoie y Clottens, 2015, p. 21) ininterrumpidamente durante al menos dos años²¹ por un mismo socio, salvo cláusula estatutaria en contrario establecida a partir de la entrada en vigor de la Ley. Únicamente es de aplicación en aquellas compañías cuyos valores se encuentren admitidos a negociación en un mercado secundario.

Las sociedades que con anterioridad a la promulgación de la ley ya incluyesen las acciones de lealtad en su régimen interno, no precisan realizar modificación estatutaria alguna (anexo II). Por el contrario, aquellas compañías que no las hubiesen integrado previamente en sus estatutos, deberán aprobar el acuerdo con una mayoría de dos tercios de la asamblea extraordinaria. Si desearan suprimirlas tras la entrada en vigor de la ley, deberán hacerlo respetando los requisitos establecidos para su aprobación en asamblea extraordinaria, esto es, mayoría cualificada de dos tercios (AMF, 2014, p. 33).

La ley obliga a los socios a lanzar una oferta pública de adquisición, pero introduce un supuesto de exención. La dispensa es de aplicación a todo socio que detente un porcentaje superior al 30 % de los derechos de voto como resultado de la concesión automática de las acciones de lealtad. El periodo de exoneración se extiende hasta el 31 de diciembre de 2018, siempre y cuando el porcentaje de participación no supere el detentado en el momento de entrada en vigor de la Ley (2 de abril de 2014).

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

²¹ Se ha debatido si establecer un periodo superior a dos años para conceder el voto doble es contrario al propósito de la norma. Pese a que el Conseil Constitutionnel se ha pronunciado sobre algunos aspectos de la ley, no ha hecho ninguna mención relativa a esta cuestión. Parece que, del sentido literal del precepto, se desprende que el periodo de duración puede ser «al menos» dos años (art. L. 225-213 *Code de commerce*, párr. 1.º). (ANSA 2014, p. 2).

El *Code de commerce* no prevé supuestos de ejercicio del derecho de separación de los socios en la sociedad anónima. Eso sí, la empresa puede configurar estatutariamente causas de separación de los socios²², para lo cual deberá constituirse como una sociedad de capital variable (arts. L231-1 a 231-8 *Code de commerce*).

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

A la luz de esta normativa, muchas compañías optaron por prever las acciones de lealtad en sus estatutos, tanto que a finales de junio de 2015, 28 compañías del CAC 40 poseían derechos de voto doble (APE, 2015, p. 20). La recurrencia es relevante, pero debe tenerse en cuenta que muchas compañías ya contenían la previsión en sus estatutos. En 2013 –el año previo a la reforma– más de la mitad de las sociedades cotizadas en Francia otorgaban derechos de voto doble (Ernst & Young, 2013).

El régimen francés ha sido objeto de numerosas críticas, pues ha sido considerado como excesivamente proteccionista (Conac, 2014, p. 265)²³. Igualmente, se sostiene que realmente no constituye un beneficio para los socios minoritarios, ya que los trámites derivados del registro de las acciones son un obstáculo que dificulta la obtención del privilegio (BlackRock, 2015).

3.1. Dividendo de lealtad

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

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

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

²² Ello ha sido objeto de crítica por la doctrina. Cf. Georges (2005).

²³ También los organismos oficiales se han posicionado a favor del principio «una acción-un voto». (Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris, 2007).

La regulación de este instrumento surgió en 1994 como respuesta a las previsiones que algunas compañías habían introducido en sus estatutos²⁴, pues hasta entonces el legislador no se había pronunciado al respecto²⁵. Pese a que no alcanza la difusión de la que gozan las acciones de lealtad, varias sociedades cotizadas han incorporado el dividendo de lealtad a sus regímenes internos. Entre ellas, Air Liquide, Crédit Agricole, GDF Suez, Lafarge y L'Oréal²⁶.

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

La Ley francesa de 9 de julio de 1902 autorizó la emisión de acciones que confirieran privilegios a sus titulares, salvo que los estatutos lo prohibieran directa y expresamente²⁷. Así aparecen reguladas por primera vez las *actions de priorité* o *actions privilégiées*, acciones que disfrutaban de ventajas sobre el resto de acciones: ya sea porque confieren derechos de preferencia sobre los beneficios o el activo social, o porque establecen privilegios sobre el voto. Las leyes de 16 de noviembre de 1903 y 22 de noviembre de 1913 también autorizaron la emisión de acciones que confirieran privilegios económicos o sobre el derecho a voto a sus titulares, salvo que los estatutos lo prohibieran (Danos, 1922, p. 19; Cordonnier, 1924, p. 5).

Como no existe impedimento legal, durante los años 1925 y 1926, con la caída del franco, se produce una avalancha de acciones de voto plural (Hamel, Lagaboe y Jauffret, 1980, p. 242); ante esta situación, comienza una continua y acusada censura doctrinal a las acciones de voto plural (Danos, 1922, pp. 26-27, 31-34; Thaller, 1930, p. 380; Hamel, Lagaboe y Jauffret, 1980, p. 242). A estas críticas responde la Ley de 26 de abril de 1930 que, basándose en el principio de proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto, prohíbe por primera vez la emisión de nuevas acciones de voto plural.

²⁴ Una de las primeras fue Michelin, en 1991, que buscaba premiar la lealtad de sus accionistas tras una época de resultados negativos recurrentes. (Bolton y Samama, 2013, p. 43).

²⁵ Pese a su falta de regulación, muchos consideraron los dividendos de lealtad legales. Cf. Peltier (1993 pp. 551-553). En la misma línea, el jurista Canard (3 de mayo de 1993) defendía que no se trataba de una clase separada de acciones, puesto que todos los accionistas podían acceder al privilegio, y que por lo tanto no se alteraba el principio de igualdad de trato. Además, explicaba que no tendría que haber obstáculos de carácter técnico distintos de los planteados por las acciones de voto doble, reguladas en Francia con anterioridad.

²⁶ Belinfanti (2014, p. 860) muestra cómo la compañía Air Liquide –que implantó el dividendo de lealtad en 1993– mantuvo entre 2004-2014 en torno al 40 % del capital social de accionistas minoritarios.

²⁷ La Ley francesa de 9 de julio de 1902 modificó el Código de Comercio estableciendo que «salvo disposición contraria de los estatutos, la sociedad puede crear acciones privilegiadas, investidas del derecho de participar antes que las otras acciones en la repartición de los beneficios, o en la distribución del activo social».

La Ley de 13 de noviembre de 1933 hace extensiva la prohibición a las acciones ya existentes, pues fija un plazo de dos años para la adaptación de aquellas acciones de voto plural que, creadas con anterioridad a 1930, sobrevivían aún en la práctica. La Ley de 13 de noviembre de 1933 prohíbe la existencia de cualquier clase de acciones que implique una desproporción entre el poder de voto y el valor nominal. La única excepción contemplada expresamente es la referida a la posible concesión de un voto doble a los titulares de acciones nominativas de lealtad, siempre y cuando se hubiera realizado dos años antes (Pottier, 1934, pp. 30 y 172; Gaillard, 1938, p. 5). La Ley 66-537 de 24 de julio de 1966 de sociedades comerciales mantiene la situación anterior²⁸.

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

La situación actual es la misma desde la *Ordonnance n.º 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières*: sí se admite la emisión de acciones sin voto²⁹ pero no las acciones con voto plural.

4. Regulación de las acciones de lealtad en España

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

4.1. Previsión estatutaria de acciones con voto adicional doble por lealtad

La reforma únicamente afecta a las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado que esté domiciliado u opere en un Estado miembro de la Unión Europea (art. 527 ter TRLSC). Por lo tanto, las acciones de lealtad no pueden emitirse por sociedades anónimas no cotizadas, por sociedades de responsabilidad limitada o por cualquier otra tipología jurídica societaria.

²⁸ Artículos 174-176 de la *Loi sur les Sociétés Commerciales*.

²⁹ El artículo L. 288-11 del *Code de Commerce* francés establece que no se pueden poseer acciones sin voto por encima del 50 % del capital social en sociedades no cotizadas y del 25 % en empresas cotizadas.

El legislador español establece que la sociedad anónima cotizada podrá modificar la proporción entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto si establece en los estatutos la posibilidad de emitir acciones con voto privilegiado (no es automático, como en Francia). Parece un acierto que un mecanismo de control como las acciones de lealtad sea introducido con carácter dispositivo, en vez de obligatorio, puesto que cada compañía posee unas características propias, y la facultad de decidir la organización de su estructura que más convenga a su modelo de negocio es fundamental para su óptimo desarrollo³⁰.

Estas acciones podrán conferir un voto doble³¹ (ni más ni menos que dos votos por acción al igual que en Francia, de forma que no está permitida la alternativa italiana de elegir una capacidad de voto por acción de entre uno o dos votos), siempre que haya sido titular un mismo accionista durante dos años consecutivos ininterrumpidos desde la fecha de inscripción en el libro registro especial de acciones con voto doble establecido en el artículo 527 septies del TRLSC. A estos efectos, por voto doble se entiende el doble de los votos que correspondan a cada una de las acciones en función de su valor nominal. Este plazo de dos años³² podrá ser ampliado estatutariamente, aunque nunca disminuido³³.

Las acciones asignadas gratuitamente por un incremento de capital liberado tendrán la misma antigüedad que las que han dado derecho a dicha asignación.

El apartado 4 del artículo 527 ter del TRLSC establece que las acciones de lealtad no son una clase de acciones³⁴. La inclusión de este apartado es muy acertada, porque la peculiaridad no la posee el título (como en las clases de acciones), sino la condición del accionista por ser titular durante más del plazo establecido.

4.2. Mayorías necesarias para su aprobación y su extinción

En España su aplicación requerirá siempre una decisión expresa de la compañía introduciendo la figura en los estatutos sociales (como requiere el legislador italiano, al contrario que

³⁰ Sáez Lacave (2011, p. 11): «La libertad contractual debería amparar la decisión de los socios de elegir la estructura de propiedad y los ajustes de capital que mejor se avengan a sus intereses».

³¹ La Ley 5/2021 denomina voto doble a lo que el anteproyecto denominaba voto adicional.

³² La Ley 5/2021 no recogió la enmienda propuesta por el Grupo de Ciudadanos para establecer un periodo de carencia de cinco años para los títulos que comenzaran a cotizar.

³³ El artículo 527 ter regula la atribución de voto doble por lealtad. Como excepción a lo previsto en los artículos 96.2 y 188.2, los estatutos de la sociedad anónima cotizada podrán modificar la proporción entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto para conferir un voto doble a cada acción de la que haya sido titular un mismo accionista durante dos años consecutivos ininterrumpidos. Los estatutos podrán ampliar pero no disminuir el periodo mínimo de titularidad ininterrumpida.

³⁴ La mayoría de la doctrina francesa, y española previa a su entrada en vigor de la Ley 5/2021, participa de la idea de que no son clases de acciones. (Valuet, 2014; Fernández Torres, 2017, p. 76).

el francés, que si no establece nada al contrario, es posible emitirla). La incorporación estatutaria de los deberes de lealtad deberá aprobarse con requisitos de *quorum* y mayoría de votos especialmente exigentes, con la finalidad de proteger al accionista minoritario; por el contrario, se facilita su supresión, que se podrá acordar con *quorum* y mayorías menos exigentes.

Para que la junta general de accionistas pueda acordar válidamente la inclusión de la previsión estatutaria de voto doble por lealtad será necesario el voto favorable de, al menos, el 60 % del capital presente o representado en la junta si asisten accionistas que representen el 50 % o más del capital total suscrito con derecho a voto y el voto favorable del 75 % del capital presente o representado si concurren accionistas que representen el 25 % o más del capital, lo que será en todo caso necesario, sin alcanzar el 50 %³⁵. Los estatutos sociales podrán elevar estas mayorías y *quorums* previstos (art. 527 quáter TRLSC), pero nunca disminuirlos.

Establecer una mayoría reforzada parece una medida adecuada, porque los mecanismos de control que depositan gran parte del poder de decisión en manos de un grupo reducido de socios pueden derivar en excesos que dejen a un lado los intereses de los accionistas minoritarios (Bebchuk, 1999). A pesar de que parece una medida pertinente, la forma de materializarla es mejorable.

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

La propuesta, tal y como está formulada, es equivocada. Si lo que se pretende reforzando el *quorum* de votación es proteger al minoritario, evitando que la mayoría adopte el acuerdo en contra de la minoría, no parece que se consiga, pues el *quorum* de asistencia es el mismo que para la modificación de estatutos u otras temas trascendentales de la sociedad (aumento, reducción capital, transformación, fusión, etc.); la experiencia muestra que las cotizadas alcanzan ese *quorum* de asistencia en segunda convocatoria con relativa

³⁵ En el anteproyecto el límite del artículo 527 quater era diferente. Para su aprobación era necesario el voto favorable de al menos dos tercios del capital presente o representado en la junta si asisten accionistas que representen el 50 % o más del capital total suscrito con derecho a voto y el voto favorable del 80 % del capital presente o representado si concurren accionistas que representen el 25 % o más del capital, lo que será en todo caso necesario, sin alcanzar el 50 %.

facilidad y, por tanto, una vez conseguida la válida constitución de la junta, no le será excesivamente difícil a la mayoría convencer al accionariado de la conveniencia de la medida como forma de atraer nuevos accionistas o como forma de que los actuales permanezcan en la sociedad (García Valdecasas, 2019). Si de verdad lo que se quería era dificultar la creación de las acciones de lealtad, se debería haber reforzado el *quorum* de asistencia, aunque el de votación hubiera sido el ordinario. En las sociedades cotizadas, donde el capital está muy atomizado, hubiera sido difícil conseguir esa asistencia, y en las ya dominadas por un grupo o una familia o núcleo duro de accionistas, si no llegan a esas cifras, también se dificulta la adopción del acuerdo. Tal y como está definido es una medida aparentemente severa sin influencia real; el reforzamiento del artículo no es tal, parece una medida de apariencia para poner un límite sin querer limitar. Otro tema es intentar atisbar la motivación del legislador para poner dificultades a la emisión de una figura por parte de las empresas del mercado, cuando ha introducido el legislador voluntariamente la figura sin estar obligado a incorporarla.

Las mayorías necesarias para establecer la extinción y eliminación de la previsión estatutaria de la figura es mucho más laxa. La previsión estatutaria de voto doble por lealtad deberá ser renovada en las condiciones contenidas en el artículo 527 quáter del TRLSC transcurridos cinco años desde la fecha de aprobación estatutaria por la junta general de accionistas³⁶. La eliminación de la previsión estatutaria de voto doble por lealtad podrá acordarse en cualquier momento por la junta general con los *quorums* y mayorías previstos en el artículo 201.2 del TRLSC. En el caso de que hubieran transcurrido más de 10 años desde la fecha de aprobación de la previsión estatutaria por la junta general de las acciones con voto doble por lealtad, para su eliminación no se tendrán en cuenta, en el cómputo de *quorums* y mayorías necesarios, los derechos de voto dobles (art. 527 sexies TRLSC).

4.3. Computo del voto doble por lealtad

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

³⁶ Este primer párrafo no estaba recogido en el anteproyecto. Se incluye en el Informe de la ponencia (Congreso de los Diputados, Boletín Oficial de las Cortes Generales de 3 de marzo de 2021, p. 23).

la acción. Esta disposición puede ser modificada en estatutos, aunque es la redacción legal establecida por defecto³⁷.

4.4. Libro registro especial de acciones con voto doble

La legislación obliga a la sociedad emisora a crear un libro registro especial de acciones con voto doble por lealtad³⁸. Para obtener la atribución del derecho de voto doble, el accionista deberá solicitar su inscripción en el libro registro especial, indicando el número de acciones respecto de las que pretende el reconocimiento del derecho de voto doble, y mantener la titularidad de ese número de acciones ininterrumpidamente durante un periodo mínimo de dos años desde la fecha de inscripción.

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

El artículo 527 septies.3 del TRLSC califica a los accionistas que poseen el voto doble como «accionistas privilegiados», denominación errónea por asemejarse a una clase de acciones con privilegios en el derecho económicos.

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

Las sociedades que soliciten la admisión a negociación de sus acciones en un mercado regulado podrán incluir en sus estatutos sociales, con efectos desde la fecha de admisión a cotización de sus acciones, la atribución de voto doble por lealtad mediante acuerdo

³⁷ Quizás lo más adecuado es que el voto adicional que se atribuye a la acción de lealtad se limite al acto de votar, pero no se compute para determinar el capital asistente a la junta. Ello puede desvirtuar la forma de computar el capital social asistente a la junta para la adopción de toda clase de acuerdos, e incluso provocar que los accionistas que no dispongan de ese voto de lealtad tengan 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.

³⁸ 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.

adoptado con las mayorías de constitución y votación, creando asimismo el libro registro especial de acciones con voto doble.

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

4.6. Cómputo y acreditación del periodo de lealtad

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

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

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

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

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

No obstante, y salvo disposición estatutaria en contrario, el voto doble por lealtad beneficiará también al adquirente del número de acciones al que esté asociado el voto doble si la transmisión de las acciones se produce por cualquiera de las siguientes causas, siem-

pre y cuando ello se acredite ante la sociedad una de las tres condiciones establecidas en artículo 527 decies del TRLSC:

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

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

5. Motivaciones de cada una de las legislaciones

5.1. Motivaciones de la regulación italiana

La regulación de la figura en Italia intenta satisfacer tres tipos de intereses económico-financieros del gobierno que en ese momento emitió la norma. El primero es el intento del Estado de reducir su participación económica en empresas importantes sin perder el control, como ocurrió en los casos de Enel, Eni y Finmeccanica (Gandía Pérez, 2016a, nota 32).

El segundo es el intento del legislador italiano de evitar la huida de grandes grupos empresariales para que no cayeran en manos de inversores extranjeros, como sucedió en el caso de Chrysler-Fiat, cuando su sede se trasladó en 2014 a los Países Bajos, perdiendo la familia Agnelli el control de la sociedad. La compañía italiana Chrysler-Fiat era propiedad de la familia Agnelli, y a través de la sociedad *holding* Exor controlaba muchas otras compañías, entre ellas Ferrari, el grupo The Economist y el club de fútbol Juventus. La familia Agnelli es un claro exponente del nivel de concentración que presenta el control de las empresas en el mercado italiano³⁹. Las voces más críticas con las acciones de leal-

³⁹ El traslado de la compañía italiana Chrysler-Fiat a los Países Bajos en 2014 ha sido calificado como una de las razones de fondo de la enmienda legislativa italiana por Ventoruzzo (2015, p. 3).

tad sostienen que el riesgo de fuga de los capitales extranjeros aumenta con el excesivo fortalecimiento de la posición de control de los grupos familiares (Cariello, 2015; Gandía Pérez, 2016b, p. 177).

El tercer motivo que parece haber movido al legislador italiano es un afán proteccionista, como puede observarse en el caso MFE (resultado de la fusión de Mediaset Italia y Mediaset España). Las acciones de lealtad en la sociedad MFE permiten, a los actuales accionistas de ambas sociedades, ejercer un poder reforzado por el hecho de haber permanecido durante varios años en su estructura accionarial. Este blindaje beneficiará notablemente al principal accionista de la compañía, la familia Berlusconi. De acuerdo con los acuerdos de fusión, la familia Berlusconi pasará a controlar el 35 % del capital de MFE, pero con el doble de derechos de voto desde el primer momento, y cinco años después podrá multiplicar estos derechos de voto por 10, haciéndose, en consecuencia, con más del 50 % de los derechos de voto de la compañía como premio a su estabilidad en la estructura accionarial⁴⁰.

⁴⁰ Vivendi, SA, socio minoritario de Mediaset España, SA interpuso demanda de impugnación de acuerdos sociales en la que solicitaba la nulidad de todos los acuerdos adoptados en la junta extraordinaria de Mediaset de 4 de septiembre del 2019 relativos a la fusión tripartita transfronteriza entre la sociedad española, Mediaset Italia, y la matriz holandesa, solicitando la suspensión cautelar de los referidos acuerdos. El Auto del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Madrid de 10 de octubre del 2019 estimó parcialmente la demanda y acordó la suspensión cautelar de estos acuerdos. Presentado por Mediaset España recurso de apelación contra este auto, la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28.ª) dictó Auto de 14 de febrero del 2020 por el que confirmaba el Auto del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Madrid. El 6 de febrero del 2020, Mediaset solicita de este juzgado que declare el sobreseimiento parcial de las acciones ejercidas por el socio minoritario relativas al carácter abusivo de los acuerdos relativos a la fusión, debiendo continuarse el procedimiento únicamente respecto de la infracciones de ley invocadas por este socio en su escrito de demanda. Pues bien, en el Auto de 28 de julio del 2020, el magistrado recoge la estructura que se hubiera puesto en funcionamiento de prosperar la fusión; existirán 3 clases de acciones especiales de voto múltiple. Las acciones especiales de voto A, con 3 derechos de voto, bien por asignación inicial tras la fusión o bien por el transcurso de 3 años de permanencia en el accionariado. Las acciones especiales de voto B, con 5 derechos de voto, bien por el transcurso de 2 años de permanencia en el accionariado tras la asignación inicial tras la fusión o 5 años de permanencia para nuevos accionistas. Las acciones especiales de voto C, con 10 derechos de voto, bien por el transcurso de 5 años de permanencia en el accionariado tras la asignación inicial tras la fusión u 8 años de permanencia para nuevos accionistas. Si se hubiera ejecutado la fusión, de forma consecutiva, transcurridos dos años desde la tenencia ininterrumpida de las acciones de la clase A, el socio podría acceder a las acciones de la clase B y, tras otros tres años, a las de la clase C. Como se indica en el Auto de la Audiencia Provincial de Madrid número 32/2020, de 14 de febrero, citando el informe de un banco elaborado a instancia del socio minoritario, de haberse ejecutado la fusión, la evolución de la estimación del voto a 2 años y 30 días y de 5 años y 30 días, esto es, teniendo en cuenta las acciones especiales de voto B y C, es la siguiente: con las acciones especiales de voto B, Fininvest (sociedad familiar que controla el grupo Mediaset) pasaría a tener el 53,2 % y, con la acciones especiales de voto C, el 56,35 %, frente al 34,56 % y al 36,85 %, respectivamente, de Vivendi. Lo que supondría tener la mayoría absoluta de los votos.

5.2. Motivaciones de la regulación francesa

La regulación llevada a cabo en Francia tiene una doble motivación. La primera es el intento del Estado de reducir su participación económica sin perder el control, como ocurrió con Renault (The Economist, 2 de mayo de 2015). La proteccionista regulación de las acciones de lealtad ha servido al Estado francés para controlar un porcentaje elevado de los derechos de voto de varias compañías en las que participa⁴¹.

En segundo lugar, el legislador francés emitió la *Loi Florange* para intentar incrementar la influencia de los accionistas antiguos, frente al poder de los inversores y fondos centrados en favorecer políticas cortoplacistas (Rontchevsky y Torck, 2014, p. 363).

5.3. Motivación de la regulación española

Las acciones de lealtad son una fórmula pensada para premiar la permanencia de los accionistas en las empresas⁴².

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

⁴¹ A finales de junio de 2015, 28 compañías del CAC 40 poseían derechos de voto doble. La actuación del estado de promoverlas se encuadra en una política destinada a «promover el crecimiento a largo plazo de compañías en sectores estratégicos para Francia». (APE, 2015, p. 20).

⁴² En España, hasta la inclusión de las acciones de lealtad, solo está vigente una emisión de acciones con voto plural, la de Amadeus, con domicilio social fuera de España aunque realiza su actividad empresarial en nuestro país. La sociedad Amadeus posee 598.000.000 acciones privilegiadas, de un céntimo de euro de valor nominal (clase A), y por 171.443.700 acciones ordinarias, de 10 céntimos de euro de valor nominal (clase B). Cada acción confiere a su titular el derecho a un número de votos proporcional a su valor nominal; en consecuencia, cada acción de la clase A dará derecho a un voto, mientras que cada acción de la clase B dará derecho a diez votos. (Vid. Amadeus Global Travel Distribution: Estatutos, art. 6).

en el rendimiento financiero en beneficio exclusivo de sus accionistas. Los demás objetivos no financieros de la sociedad cotizada y los intereses de trabajadores y otros grupos de interés pasan así a un segundo plano de la estrategia corporativa.

Por el contrario, las estrategias de inversión a largo plazo integran de forma natural otros objetivos no financieros, como el bienestar de los trabajadores y la protección del medio ambiente, garantizando la sostenibilidad de las empresas en el largo plazo. Y es que aquellas empresas viables en la sociedad y en el medio ambiente son también más sostenibles económicamente en el medio y largo plazo⁴³.

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

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

De esta forma, al contrario que los gobiernos italianos y franceses, la regulación de 2021 no tiene ninguna motivación proteccionista de mantener control de empresas antes públicas, ni de proteger la deslocalización de empresas españolas⁴⁴. Existen muchas empresas antes públicas en las que el Estado no ha mantenido el control y otras que han dejado la domiciliación española, e incluso varias como Iberia, que han pasado por los dos estadios, primero pública, luego privada y por último deslocalizada. Las acciones de lealtad podrían haber sido una buena medida para frenar ambas situaciones.

6. Ventajas de las acciones de lealtad

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

⁴³ Igualmente, se afirma que este «capitalismo trimestral» (en referencia a la presión por maximizar los resultados financieros en cada uno de los informes financieros trimestrales) tiene efectos sobre el crecimiento económico, el empleo y la productividad del capital: «La crisis financiera de 2008 es, entre otros factores, el resultado de una visión excesivamente cortoplacista de la economía».

⁴⁴ El legislador español no está pensando en garantizarse una parte de control público en privatizaciones ni en deslocalización, pero tampoco en fusiones como la de CaixaBank-Bankia.

La primera ventaja es la pretendida por el legislador español (también por las legislaciones francesa e italiana), pues promueve la estabilidad del accionariado, con el control de grupos de capital consolidados, así como la implantación de políticas más sólidas a largo plazo. El objetivo explicitado por el legislador español (apartado VIII del preámbulo Ley 5/2021) es paliar los efectos negativos que en la gestión de las empresas está teniendo la cada vez menor permanencia de los accionistas en el capital. La sensibilidad hacia el tema tiene su origen en la preocupación de las autoridades comunitarias (introducción Directiva 2017/828, L 132: 3) por el aumento de la gestión de las compañías basada en el corto plazo, provocada por los intereses de determinados grupos inversores, que influyen sobre los gestores de las sociedades para la obtención de beneficios inmediatos a costa de sacrificar el interés a largo plazo del accionariado más tradicional. De esta forma, se pretende incentivar a los accionistas a mantener sus inversiones a largo plazo⁴⁵, y al mismo tiempo contribuir a que los administradores actúen persiguiendo el interés social, la estabilidad societaria, la gestión prudente y las políticas largoplacistas.

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

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

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

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

⁴⁵ La doctrina defiende que la utilización de la figura favorece la estabilidad accionarial bajo el control de grupos de accionistas consolidados, así como la implantación de políticas sólidas a largo plazo y la consecución del interés social. (Álvaro, Ciabella, D'Eramo y Linciano, 2014).

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

- Fomenta la transparencia e incentivan la salida a Bolsa de sociedades con buenas perspectivas de crecimiento, manteniendo los fundadores el poder de control o de decisión. Esto puede ser especialmente interesante en negocios tecnológicos, en los que la reputación, prestigio y capital intelectual de los promotores constituye el factor clave para el desarrollo empresarial⁴⁶.
- Favorece una mayor estabilidad bursátil, puesto que se reduce la volatilidad de los precios.
- Fomenta la competencia entre las bolsas de valores, al permitir invertir en instrumentos similares anteriormente existentes en otros mercados bursátiles.

7. Desventajas de las acciones de lealtad

A pesar de todas las ventajas teóricas, gran parte de la doctrina se ha posicionado en contra de la incorporación en nuestra legislación de las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas, al no resultar necesarias ni eficaces para el cumplimiento de los fines que pretende el Gobierno, y, además, generar diversos perjuicios para las empresas y el mercado de valores en España⁴⁷.

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

Basándose en la experiencia en otros países, parte de la doctrina (García Valdecasas, 2019) afirma que no se ha demostrado que un mecanismo que introduce asimetría en la re-

⁴⁶ Gandía Pérez (2016a) se refiere a las operaciones de Google y Facebook.

⁴⁷ Los argumentos para intentar evitar que el legislador finalmente incluyera la figura fueron recogidos por Fernández Torres (2017).

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

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

7.1. Inexistente problema de cortoplacismo

El principal argumento esgrimido por el legislador español para implementar las acciones de lealtad consiste en promover la maximización a largo plazo del valor de la compañía, evitando así las presiones cortoplacistas. Este argumento está basado en la existencia de un cortoplacismo, que, según la doctrina más reconocida (Roe, 2013 y 2018), es solo una ilusión. Si no parece existir cortoplacismo en los Estados Unidos, donde la mayor dispersión del accionariado y la mayor presencia de inversores institucionales provocan que las sociedades cotizadas estén más expuestas a las presiones, todavía con menos motivo existirá cortoplacismo en España.

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

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

En consecuencia, no solo existirán menores posibilidades de que un potencial inversor externo proponga cambios que resulten deseables o, si obtuviera el control, implementara una estrategia empresarial potencialmente superior, sino que, además, agravará el riesgo de que los accionistas mayoritarios puedan realizar determinadas conductas oportunistas en perjuicio de los minoritarios⁴⁸.

⁴⁸ Las prácticas de *tunneling* se producen cuando un accionista mayoritario, o un ejecutivo de alto nivel dentro de la compañía, orienta los activos o negocios de la compañía para conseguir una ganancia personal. Actuaciones como compensaciones excesivas, desvíos en el pago de dividendos, ventas de activos a precios infravalorados y autopréstamos son ejemplos de prácticas consideradas como *tunneling*. (Johnson, La Porta, López de Silanes y Shleifer, 2000).

Derivado de ello, posibles accionistas minoritarios se pensarán mucho si invertir o no en una compañía española que tenga establecido en estatutos la existencia de acciones de lealtad⁴⁹, máxime, cuando, a diferencia de lo que ocurre en otras jurisdicciones, los accionistas minoritarios de las sociedades españolas: (a) no pueden nombrar en la práctica a ningún consejero (salvo que tengan la mayoría necesaria para hacerlo a través del sistema de representación proporcional, que es algo improbable en una sociedad cotizada), como sí se permite en Italia; (b) no tienen el poder de aprobar transacciones con partes relacionadas, como sí acontece en Israel o Hong Kong; (c) no pueden bloquear el nombramiento de los consejeros independientes aprobados por la junta general, tal y como ocurre en el Reino Unido; y (d) no tienen a su disposición los mecanismos de protección de mercado y procesales que existen en los Estados Unidos. Por tanto, la implementación de acciones de lealtad provocará un mayor riesgo de oportunismo de las personas que, debido a su posición dentro de los órganos de dirección, gozan del conocimiento de información privilegiada y de las decisiones presentes y futuras de una empresa, perjudicando de esta manera la confianza de los inversores y, con ello, la financiación de empresas y el desarrollo del mercado de valores en España.

Parte de la doctrina (Gurrea Martínez, 2016) considera que dar más poder a los accionistas de control con acciones de lealtad es una medida innecesaria, ineficaz y no contribuye a los objetivos pretendidos por el Gobierno, sino que, de hecho, puede perjudicar la financiación de empresas, el desarrollo del mercado de valores y el gobierno corporativo de las empresas españolas.

De igual forma, también hay autores (Fried, 2015) que alegan que beneficiar expresamente a los accionistas a largo plazo podría perjudicar el valor de la compañía, sobre todo de aquellas que realicen transacciones con acciones propias. Incluso, puede ocurrir que reforzar el poder de los accionistas de control, con la existencia de acciones de lealtad, obstaculice la realización de actividades cortoplacistas beneficiosas para la entidad (Fernández Torres, 2017, p. 182).

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

Parte de la doctrina considera que las acciones de lealtad no son eficaces para promover la involucración de los accionistas (Fernández Torres, 30 de mayo de 2019), por lo que las acciones de lealtad no solucionan el hipotético problema de la pasividad racional de los accionistas minoritarios. La pasividad o apatía racional se produce cuando el coste que

⁴⁹ Estos argumentos, y la relación comparativa con otros ordenamientos, son ofrecidos por Gurrea Martínez (13 de junio 2019).

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

Tres son los principales motivos que provocan esta pasividad racional: accionistas con participación escasa en la compañía, accionistas diversificados y altos costes para coordinarse con otros accionistas que dificultan que las decisiones de los accionistas sean influyentes. Como consecuencia de los tres factores anteriores, será racional para muchos accionistas minoritarios no participar en el gobierno de la compañía. Los costes de involucrarse –en términos de tiempo, información, asesoramiento y coordinación–, aunque se redujeran por el legislador, serían superiores a los beneficios que podrían obtener los titulares. Por tanto, será racional adoptar una actitud pasiva en el gobierno de la compañía⁵⁰.

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

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

Los legisladores europeos y nacionales están preocupados con las estrategias de inversión cortoplacistas, pues contrastan con el objetivo fundamental de un buen gobierno corporativo: el desarrollo de políticas a largo plazo que mantengan un negocio sostenible en el tiempo. No obstante, la sostenibilidad a largo plazo puede promoverse mediante la adopción de otras medidas distintas: (a) actuando sobre la remuneración de los administradores, de tal manera que se alineen los intereses de los administradores con los de la sociedad y los socios, (b) fomentando la transparencia informativa y (c) adoptando incentivos fiscales que tengan en cuenta el perfil del inversor y desincentiven la especulación (Fernández Torres, 2019).

Por tanto, si lo que el legislador pretende es fomentar la involucración de los socios en la gestión de la sociedad, quizás hubiera sido más efectivo introducir medidas que favore-

⁵⁰ Una alternativa peligrosa es que los inversores minoritarios recurran a asesores de voto (*proxy advisor*), cuyos intereses pueden ser contrarios a los planteamientos largoplacistas de la compañía. Los asesores de voto prestan servicios relativos al ejercicio de voto (emisión de recomendaciones y elaboración de informes), pero también ofrecen otros servicios accesorios (alerta de excesos de participaciones significativas, coordinación de acciones judiciales colectivas y plataforma de delegación de voto).

cieran el control de los socios sobre la gestión y administración social, y no la concesión de mayores derechos de voto por el simple hecho de permanecer en la sociedad durante un determinado periodo de tiempo.

8. Propuesta de mejora legislativa

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

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

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

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

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



	Italia	Francia	España
Año de la regulación	2014	2014	2021
▲			
Quorum aprobación	2/3 en primera y segunda convocatoria de la junta de socios	2/3 de la junta de socios	60 % si asiste el 50 % o más y el 75 % si asiste al menos el 25 %
Excepciones al derecho subjetivo (Salvo previsión estatutaria en contra)	<ul style="list-style-type: none"> • Sucesión • Fusión • Escisión 	<ul style="list-style-type: none"> • Sucesión • Modificaciones estructurales 	<ul style="list-style-type: none"> • Sucesión • Modificaciones estructurales • Transmisión entre sociedades del grupo
Dividendo de lealtad	Prohibido	Permitido	Prohibido
Utilización en sociedades no cotizadas	Permitida	Prohibida	Prohibida
Clases de acciones	Permite acciones sin voto. Prohíbe las acciones con voto plural, aun- que las empresas sí las utilizaban	Permite acciones sin voto. Prohí- be las acciones con voto plural, pero antes sí estaban legalmente permitidas	Permite acciones sin voto. Prohíbe las acciones con voto plural, aun- que las empresas sí las utilizaban

Fuente: Elaboración propia.

A continuación se aportan dos propuestas de mejora del texto legislativo español a la luz del análisis de la regulación italiana y francesa: ampliación de las acciones de lealtad a las empresas no cotizadas e incorporación legislativa de acciones con voto plural.

8.1. Ampliación de las acciones de lealtad a las empresas no cotizadas

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

8.2. Incorporación legislativa de acciones con voto plural

Las acciones con voto privilegiado pueden definirse como las que tienen un derecho de voto superior al de otras, con relación a la cuota del capital que ellas representan⁵¹. Ambos conceptos son bien diferentes. Las acciones de lealtad son cualquier acción ordinaria (todas las acciones de la empresa son de la misma clase) de la que haya sido titular un mismo accionista ininterrumpidamente durante el plazo legalmente establecido, atribuyéndole una característica única posible: un voto doble. Por su parte las acciones con voto plural forman una clase de acciones en la que una parte de las acciones tiene cualquier privilegio en el derecho de voto, incluido el de tener un voto doble o mayor, y el resto de clases de acciones de la empresa no lo tiene.

El artículo 38 de la Ley de sociedades anónimas de 1951 prohibía de forma expresa la creación de acciones de voto plural⁵². Ni antes ni después ninguna legislación mercantil española la ha admitido, aunque voces doctrinales reclamaron la utilidad de esta medida (Pedrol Rius, 1948, p. 2)⁵³. Dicho esto, analizando las acciones con derecho de voto plural, es

⁵¹ Las acciones con voto privilegiado han recibido un gran número de denominaciones: de voto plural, de voto desigual, de voto acumulativo, de voto múltiple, de voto preferencial, de voto superior, de voto mayor, de dirección, de gestión, de control, de protección, de comando o predominante.

⁵² Garrigues y Uría (1952, pp. 390-391) hacen un recorrido por la doctrina europea en torno a las acciones de voto plural, predominando los autores contrarios a su incorporación y utilización.

⁵³ El autor las propugnó como instrumento para dar estabilidad a la administración de las sociedades y evitar tomas de control no deseadas. No veía razón suficiente el hecho de que pudiesen utilizarse de forma abusiva para prohibirlas. Además, propuso algunos requisitos para su implantación en España, como

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

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

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

9. Conclusiones

9.1. Necesidad de realizar estudios previos a la legislación

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

El legislador español ha basado su regulación en la idea de que la atribución de un derecho de voto reforzado a accionistas largoplacistas conllevará un mayor nivel de involucración o implicación de los accionistas en la vida societaria. Sin embargo, no hay consenso en los resultados de trabajos empíricos respecto a cuatro temas que son la clave para saber la utilidad de esta figura: la existencia del problema del cortoplacismo, la relación

restringir el derecho a poseerlas a las personas físicas no extranjeras (p. 15); por otra parte, el Tribunal Supremo las reconoció en su Sentencia de 28 de marzo de 1936 (p. 2).

causal entre permanencia en la sociedad y desarrollo de políticas corto o largoplacistas, los beneficios que se derivan para la sociedad de la permanencia en ella de inversores largoplacistas o la relación riesgo/beneficio derivada de la atribución automática de un derecho de voto doble.

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

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

9.2. Razones para incorporar las acciones de lealtad a nuestra legislación

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

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

El primer tipo de finalidades es la única que tuvo en cuenta el legislador español para diseñar el instrumento, y una de las que tuvieron en cuenta la legislación francesa e italia-

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

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

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

La incorporación de las acciones de lealtad a la legislación española era necesaria, pero no para aumentar la estabilidad e involucración de los accionistas, porque sobre eso hay dudas de que se consiga con la figura, ni para adaptar la legislación comunitaria, porque llega tarde y no era necesario. Con su introducción, nuestro régimen societario y, en definitiva, nuestro mercado bursátil, ofrece las mismas opciones de inversión-financiación que permiten otras legislaciones.

La incorporación de las acciones de lealtad incentiva la entrada de nuevos recursos financieros, al incorporar un instrumento de inversión-financiación con características diferentes a las ya existentes. Esta idea se basa en que los títulos de las empresas están en competencia directa con títulos de otras empresas para conseguir fondos y para ser más valorados. Las acciones de lealtad pueden ser un instrumento fundamental para edificar un determinado equilibrio societario de poderes sin necesidad de emitir clases de acciones sin voto o con privilegios en el derecho de voto (que en muchos países están limitados o prohibidos). En concreto, algunos inversores potenciales elegirán los títulos de una empresa que estatutariamente tenga reconocido el voto doble si mantiene la cartera durante el plazo es-

tablecido, respecto a otros títulos similares, igualmente ofrecidos en el mercado financiero, pero que sus emisores no tengan establecido esta disposición estatutaria.

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

9.3. Cambio de paradigma

A lo largo de la investigación se ha podido observar un cambio de paradigma. El principio de proporcionalidad ha dejado de ser la principal preocupación del legislador europeo (y español por inferencia), para comenzar un paradigma en el que el mejor modo de favorecer el interés de la sociedad es desarrollar políticas largoplacistas, y ello se alcanza con una estimulación del activismo accionario. Siempre teniendo en cuenta que es dudoso, tanto que el mejor modo de ayudar a la empresa es desarrollar políticas largoplacistas, como que el mejor medio para alcanzarlo es con una estimulación del activismo accionario.

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

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

9.4. Condicionantes para que las empresas españolas emitan masivamente acciones de lealtad

La finalidad financiera de las acciones de lealtad requiere observar el entorno de otra manera: como un medio de incentivos y negociación con los inversores presentes y futuros,

dentro de un mercado financiero competitivo donde cada título de una empresa compite con los títulos de otras empresas de ese mismo mercado e incluso de otros.

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

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

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

Una vez tomada la decisión de la empresa de admitir estatutariamente las acciones de lealtad y los inversores tomar las estrategias para beneficiarse de ello, es necesario tener en cuenta que la existencia de las acciones de lealtad tiene consecuencias sobre la estructura y el funcionamiento societario: altera la protección de la minoría, complica la determinación del control de la empresa emisora, así como la calificación de sociedad dominante y dependientes (y también la de sociedades asociadas), la coordinación con la normativa de opas y las normas de fusión (cuando el doble derecho no esté reconocido en los estatutos de la absorbente pero sí en la absorbida, los accionistas de esta última perderán su privilegio tras la fusión).

Referencias bibliográficas

- Alfaro Águila-Real, J. (2010). El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil. En J. Juste Mencía y A. J. Recalde Castells (Coord.), *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas en el Derecho español* (pp. 475-492). Tirant lo Blanch.
- Álvaro, S., Ciabella, A., D'Eramo, D. y Linciano, N. (2014). Le deviazioni del principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo. *Quaderno Giuridini della Consob*.
- AMF (Autorité des Marchés Financiers). (2014). Voter en toute connaissance de cause aux assemblées générales des sociétés cotées.
- ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions). (2014). Loi visant à reconquérir l'économie réelle: dispositions relatives au droit de vote doublé, aux OPA et aux AGA. *Boletín 14-007*.
- APE (Agence des Participations de l'État). (2015). The Government as Shareholder.
- Bebchuk, L. (1999). A rent protection theory of corporate ownership and control. The National Bureau of Economic Research. Documento de trabajo 7203.
- Belinfanti, T. (2014). Shareholder Cultivation and New Governance. *Delaware Journal of Corporate Law*, 38.
- BlackRock. (2015). Key Considerations in the Debate on Differentiated Voting Rights. En *Corporate Governance and Responsible Investment*. <https://www.blackrock.com/corporate/en-za/literature/whitepaper/black-rock-the-debate-on-differentiated-voting-rights.pdf>.
- Bolton, P. y Samama, F. (2013). Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3).
- Canard, R. (3 de mayo de 1993). La légalité du dividende majoré. *Les Echos*.
- Cariello, V. (2015). *Un formidabile strumento di dominio económico*. Giuffrè.
- Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris. (2007). Une action = une voix – Faut-il imposer une égalité entre participation au capital et détention du pouvoir?. *Norquet Report*. <http://www.etudes.ccip.fr/rapport/53-une-action-une-voix>
- Conac, P. H. (2014). Obligation pour les sociétés cotées d'instaurer des droits de vote double sauf vote contraire. *Revue des Sociétés*.
- Cordonnier, P. (1924). L'égalité entre actionnaires avant et depuis la Loi du 22 novembre 1913. *Journal des Sociétés*, 5(62).
- Danos, G. (1922). *Les actions a vote plural*. Université de Paris. Faculté de droit.
- Delvoie, J. y Clottens, C. (2015). Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares. *Law & Financial Markets Review*, 9(1).
- Enriques, L. (26 de diciembre de 2014). Milleproroghe, l'ultimo tentativo di salvare il potere dei salotti buoni. *Il Fatto Quotidiano*.
- Ernst & Young. (2013). Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013/\\$FILE/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013/$FILE/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013.pdf)
- Fernández Torres, I. (2017). *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*. Marcial Pons.
- Fernández Torres, I. (30 de mayo de 2019). La futura reforma de la ley de sociedades de capital: las «acciones de lealtad». *Derecho Mercantil*.

- Fried, J. M. (2015). The Uneasy case for favoring long-term shareholders. *The Yale Law Journal*, 124(5), 1346-1835.
- Gaillard, P. E. (1938). *Comment éluder la suppression des actions á vole privilégié pour la loi de 13 novembre*.
- Gandía Pérez, E. (2016a). Acciones de voto plural y *loyalty shares*. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia. *Revista de Derecho Mercantil*, 300.
- Gandía Pérez, E. (2016b). El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las *loyalty shares* introducidas por el Decreto-Legge núm. 91, de 24 de junio. *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 65, pp. 173-203.
- García Valdecasas, J. A. (2019). Sobre las futuras acciones de lealtad en la legislación española: Críticas a la posible introducción. *Notarios y Registradores*.
- Garrigues, J. y Uría, R. (1952). *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas* (tomo I). Instituto de Estudios Políticos.
- Gasperoni, N. (1950). *Las acciones de las sociedades mercantiles*. Editorial Revista de Derecho Privado.
- Georges, E. (2005). *Essai de généralisation d'un Droit de retrait dans la société anonyme*. Montchrestien.
- Giampaolino, C. F. (2015). Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo. *Giurisprudenza Commerciale*, I, 779-807.
- Guizzi, G. (2015). La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistemática. *Il Corriere Giuridico*, 2, 153-167.
- Gurrea Martínez, A. (13 de mayo de 2016). Shareholder activists: A threat for the global economy? *Columbia Llaw School's blog on corporations and the capital market*, 1-25.
- Gurrea Martínez, A. (13 de junio 2019). Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas. *Derecho-Expansión*.
- Hamel, J., Lagaboe, G. y Jauffret, A. (1980). *Droit commercial* (tomo 1, vol., 2). Dalloz.
- Johnson, S., La Porta, R., López de Silanes, F. y Shleifer, A. (2000). Tunnelling. *American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Marchetti, P. (2014). Commento all'art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro). Presentación hecha en el Consiglio Notarile de Milán, 22 de septiembre de 2014.
- Mattei. (2003). La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acústica? *Rivista del Diritto Commerciale*.
- Mossa, L. (1948). *Historia del derecho mercantil en los siglos XIX y XX*.
- Notari, M. (2003). Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi. En *Lezioni sulla riforma e modelli statutari*.
- Pedrol Rius, A. (1948). Defensa de las acciones de voto plural. *Revista de Derecho Mercantil*, 15, Civitas.
- Peltier, F. (1993). L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable. *Bulletin Joly Sociétés*.
- Pisano Massamormile, A. (2003). Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi. *Rivista delle Società di Capitali*, 48, 1268-1275.
- Pottier, A. (1934). *Les actions a vote plural*.
- Roe, M. J. (2013). Corporate short-termism in the boardroom and in the courtroom. *Business Lawyer*, 68.
- Roe, M. J. (2018). Stock market hort-termism's impact. *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper*, 26, 18-28.



- Rontchevsky, N. y Torck, M. (2014). L'impact de la Loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées françaises. *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 363.
- Sáez Lacave, M. I. (2011). Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto. *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, 1, 2-48.
- Scotti, S. (1966). *La riforma delle società di capitali in Italia*.
- Thaller, E. (1930). *Traité élémentaire de droit commercial*.
- The Economist. (2 de mayo de 2015). Shareholders rights in Europe short-term or short-changed?
- Valuet, J. P. (2014). Le droit de vote des actionnaires en AG: le droit de vote double. *Droit des Sociétés*, 10, étude 17.
- Ventoruzzo, M. (2015). The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat. Instituto Europeo de Gobierno Corporativo, artículo n.º 288.