



Implicación de los accionistas en la sociedad a largo plazo. Voto adicional por lealtad

Ignacio Buil Vera

*Graduado en Derecho y ADE por la Universidad de Zaragoza
Cursando Máster en Acceso al Ejercicio de la Abogacía por la Universidad Carlos III de Madrid*

Extracto

La excesiva asunción de riesgos a corto plazo por los inversores tiene un impacto negativo en la gestión y el rendimiento empresarial, pudiendo generar una pérdida de competitividad, productividad e ir en detrimento del valor de la empresa. Esta situación se agrava todavía más en épocas de crisis económica. El presente trabajo tiene por objeto el estudio de las distintas alternativas que, desde el gobierno corporativo, se proponen para fomentar la implicación de los accionistas en las sociedades cotizadas a largo plazo. Se parte de una revisión de la evolución que el gobierno corporativo ha experimentado en las últimas décadas, y que encuentra su último desarrollo en la Directiva 2017/828, de 17 de mayo, para, a continuación, analizar un instrumento relevante cuya inclusión al derecho español se ha propuesto en el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020, que plantea la trasposición de la citada directiva al ordenamiento jurídico español: nos referimos al régimen jurídico de las acciones con voto adicional por lealtad. Se reflexionará sobre el encaje que esta figura tiene en el derecho español y se estudiará, por un lado, la regulación del voto adicional por lealtad en la UE y en el derecho comparado y, por otro lado, el régimen español proyectado en materia de acciones con voto adicional por lealtad, instrumento cuya inclusión pretende fomentar el activismo accionarial y la implicación de los socios en las sociedades cotizadas a largo plazo.

Palabras claves: largoplacismo; acciones de lealtad; voto adicional por lealtad; gobierno corporativo; activismo accionarial.

Fecha de entrada: 04-09-2020 / Fecha de aceptación: 19-10-2020

Citation: Buil Vera, I. (2020). Implicación de los accionistas en la sociedad a largo plazo. Voto adicional por lealtad. *Revista CEFLegal*, 239, 41-74.



Shareholders' long-term engagement in the company. Loyalty shares

Ignacio Buil Vera

Abstract

Excessive short-term risk taking by investors has a negative impact on business management and performance, and can lead to a loss of competitiveness, productivity and company value. This situation is further aggravated in times of economic crisis. The aim of this work is to study the different alternatives proposed by corporate governance to encourage the shareholders' long-term involvement in listed companies. This work begins with a review of the evolution that corporate governance has undergone in recent decades, and which finds its latest development in Directive 2017/828, of 17 May, and then analyzes a relevant instrument whose inclusion in Spanish law has been included in the «Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020», which proposes the transposition of the above mentioned directive into Spanish law: the legal regime of the additional vote for loyalty. We will analyze if this figure fits into Spanish law and we will study, on the one hand, the regulation of the additional vote by loyalty in the EU and in comparative law and, on the other hand, the Spanish projected regime for shares with additional vote by loyalty, an instrument whose inclusion is intended to promote shareholder activism and the long term involvement of shareholders in listed companies.

Keywords: long-term; loyalty shares; additional loyalty vote; corporate governance; shareholder activism.

Citation: Buil Vera, I. (2020). Implicación de los accionistas en la sociedad a largo plazo. Voto adicional por lealtad. *Revista CEFLegal*, 239, 41-74.





Sumario

1. Introducción. Evolución del buen gobierno corporativo
 2. El fomento de la implicación de los accionistas en la política empresarial
 - 2.1. Cortoplacismo
 - 2.2. Largoplacismo y activismo accionarial
 - 2.3. La Directiva (UE) 2019/828 y el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020
 - 2.3.1. Identificación de los accionistas de la sociedad, transmisión de la información a estos y facilitación del ejercicio de sus derechos
 - 2.3.2. Implicación de los accionistas en la política de remuneración de los administradores
 - 2.3.3. La implicación y transparencia de los inversores institucionales y gestores de activos
 - 2.3.4. Asesores de voto o *proxy advisors*
 - 2.3.5. Operaciones con partes vinculadas
 - 2.3.6. Voto adicional por lealtad
 3. Voto adicional por lealtad
 - 3.1. Acciones con privilegios económicos y políticos
 - 3.2. Derecho de voto y admisibilidad de su alteración
 - 3.3. Las acciones de lealtad, en sentido amplio
 - 3.3.1. Introducción
 - 3.3.2. Dividendo de lealtad
 - 3.3.3. *Loyalty shares* y *loyalty warrants*
 - 3.3.4. Voto adicional por lealtad
 - 3.3.4.1. Francia
 - 3.3.4.2. Italia
 - 3.3.4.3. Bélgica
 - 3.3.5. Régimen jurídico propuesto en el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020
 4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas



1. Introducción. Evolución del buen gobierno corporativo

La crisis financiera de 2008 puso de manifiesto que los inversores asumen, en ocasiones de manera excesiva, riesgos a corto plazo. En las sociedades cotizadas, en concreto, es habitual encontrar accionistas que se centran en la inmediata rentabilidad de la sociedad en la que invierten, siendo escasa su implicación en el funcionamiento societario. Esto es evidente en el caso de los inversores institucionales y de los gestores de activos. Todo esto contribuye a que la gestión y el rendimiento empresarial se alejen del óptimo, dado que las estrategias de inversión cortoplacistas son susceptibles de afectar de manera negativa al potencial de desarrollo de las sociedades, y el nivel de implicación del accionariado en la gestión de la sociedad se resiente. En los últimos años, las políticas de gobierno corporativo se han percatado de este problema. A través del gobierno corporativo se busca generar un compromiso sólido por parte de los accionistas con la sociedad y, para alcanzar tal fin, se utilizan mecanismos internos de control, se aumenta el nivel de transparencia, y se trata de alienar los intereses de accionistas y demás partes interesadas (*stakeholders*) con los de la sociedad y sus gestores.

Precisamente este trabajo tiene por objeto el examen de las distintas alternativas que, desde el gobierno corporativo, se proponen para mejorar la financiación a largo plazo que las sociedades cotizadas obtienen en los mercados de valores. En particular, se centrará la atención en la revisión del desarrollo que el gobierno corporativo ha experimentado en las últimas décadas, mediante el análisis de las distintas recomendaciones y leyes que han ido surgiendo en la materia, y el camino que se ha seguido hasta llegar a la Directiva 2017/828, de 17 de mayo. Partiendo de este examen, se estudiará un instrumento relevante cuya inclusión al derecho español se ha propuesto en el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020, que plantea la trasposición de la citada directiva. Este es el régimen jurídico del voto adicional por lealtad. Sin perjuicio de otras medidas que estos dos cuerpos legales incluyen.

Desde un punto de vista metodológico, para un adecuado examen de los aspectos expuestos, partiré del análisis de las medidas propuestas en el Código Olivencia, el Informe Aldama, la Ley de Transparencia y el Código Conthe. A continuación, analizaré cuál es el

estado de la cuestión en España, de acuerdo con la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, y el Código de Buen Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas de 2015 para, posteriormente, estudiar cuál es el impacto que las medidas contempladas en la Directiva 2017/828, de 17 de mayo, y el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020 tendrán en el ordenamiento jurídico español¹.

Con estos antecedentes, se analizará el régimen, tanto de la UE como del derecho comparado y el español proyectado, en materia de voto adicional por lealtad, instrumento cuya inclusión pretende fomentar la implicación de los accionistas a largo plazo en las sociedades cotizadas y, por otra parte, se reflexionará sobre su encaje en el derecho español.

En el derecho de sociedades, el gobierno corporativo ha sido tema de actualidad durante las dos primeras décadas del siglo XXI, y ha motivado muchas de las últimas reformas legislativas societarias y del mercado de capitales. Pero no es una tendencia nueva, sino que ya había estado «de moda» a finales del siglo XX (Álvarez Martínez, 2019, pp. 1-2, y García Mandaloniz, 2018, pp. 1-2). Ahora bien, el gobierno corporativo no debe ser entendido como fin, sino antes bien como medio para generar transparencia, confianza y seguridad en los mercados de inversión y en la economía (García Mandaloniz, 2018, p. 4).

Una aproximación al concepto de gobierno corporativo es la realizada por Paz-Ares (2004, pp. 7 y 11), que lo define relacionando los elementos que las agencias de *rating* tienen en cuenta para evaluar el nivel de seguimiento de las políticas y recomendaciones de gobierno corporativo por las sociedades. Los más importantes referentes a estos efectos son la existencia de mecanismos anti-OPA, el grado de protección de los derechos de los accionistas, la calidad de la transparencia, la estructura, funcionamiento y remuneración del órgano de administración, y la estructura y la paridad de la propiedad (el grado de proporcionalidad entre derechos económicos y políticos de los grupos de control).

En España, las políticas de gobierno corporativo se fueron materializando, al principio, a través de una serie de códigos de recomendaciones y, posteriormente, mediante la inclusión de estas recomendaciones en los cuerpos legales (sobre todo, en el texto refundido de la Ley de sociedades de capital de 2 de julio de 2010 –en adelante, LSC– y en el texto refundido de la Ley del mercado de valores de 23 de octubre de 2015 –en adelante, LMV–). La primera expresión de gobierno corporativo español la encontramos en el Código Olivencia, de 16 de febrero de 1998. Este incorporaba una serie de recomendaciones (no vin-

¹ El Consejo de Ministros aprobó el 14 de julio de 2020, para su remisión a las Cortes Generales, el Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. El texto íntegro de este proyecto de ley fue publicado el 7 de septiembre de 2020, y trae causa en el anteproyecto de ley que fue publicado en la página web del Ministerio de Economía el 28 de mayo de 2019.

culantes) en relación con la organización y funcionamiento del consejo de administración. Por ejemplo, sobre el procedimiento de nombramiento de administradores a través de una comisión. Y ponía énfasis en la creciente importancia de los inversores institucionales y en la necesidad de establecer cauces de comunicación con ellos (Pérez Moriones, 2017, pp. 3-6).

Con el posterior Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas de 8 de enero de 2003² se introdujeron las primeras recomendaciones relativas a la junta general, situando su labor de control y supervisión como uno de los puntos centrales del gobierno corporativo, e indicando la necesidad de reforzar el derecho de participación del accionista (tanto de asistencia como de voto). Esto se conseguía ampliando las competencias de la junta general e introduciendo el principio de «cumplir o explicar»³, según el cual las sociedades han de cumplir con las recomendaciones de gobierno corporativo incorporadas por el Código de Buen Gobierno y, en caso de no hacerlo, deben explicar las razones que motivaron el incumplimiento y las medidas alternativas adoptadas. Mediante la Ley 26/2003, de 17 de julio por la que se modifican la Ley del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, la «Ley de transparencia»⁴, se dotaron de carácter normativo algunas de las recomendaciones acogidas en el informe, las relativas a los deberes de información, transparencia y conflictos de intereses. Lo interesante de esta ley es que, por un lado, convierte ciertos aspectos que antes eran de cumplimiento voluntario (*soft law*) en cumplimiento obligatorio (*hard law*) y, por otro lado, no solo afecta a sociedades cotizadas, sino que, al incluirse en la LSA, afecta a todas las sociedades anónimas (Pérez Moriones, 2017, pp. 8-10).

En el Código Conthe o Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 19 de mayo de 2006, elaborado por la CNMV, se siguió manteniendo la nota de la voluntariedad junto con la sujeción al principio de «cumplir o explicar». Uno de los ejes principales es la referencia a que no se establezca un número máximo de votos por accionista⁵. También se recomienda que la junta general vote toda operación que suponga una modificación estructural⁶ y que se voten por separado los asuntos «sustancialmente independientes» (por

² Conocido como «Informe Aldama». Consultado en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/INFORMEFINAL.PDF>

³ Del inglés: *complain or explain*.

⁴ Ley 26/2003, de 17 de julio por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

⁵ Es la recomendación 1 del Código. Es interesante, en cualquier caso, que, a pesar de esta recomendación, la realidad era que, en ese momento, la posibilidad de limitar el número máximo de votos por accionista ya se recogía en la LSA, y era tolerado tanto por el Informe Olivencia (de forma implícita) como Aldama (de forma expresa) tal y como indica Pérez Moriones (2017, pp. 10-13).

⁶ Recomendación 3 que se materializará en el artículo 160 f) de la LSC introducido por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre.

ejemplo, cada artículo de una modificación estatutaria, y cada uno de los nombramientos de consejeros)⁷, siendo posible fraccionar el voto⁸.

Con la crisis económica de 2008 surgió el debate en torno a si los códigos eran un instrumento suficiente para alcanzar los objetivos propuestos por las políticas de gobierno corporativo y, de no ser así, si era preciso que las recomendaciones fueran incorporadas al ordenamiento jurídico. Así, dio comienzo un proceso de normativización. En este proceso, en la UE, merecen especial atención la Directiva 2014/95/UE, de 22 de octubre de 2014, y la Directiva (UE) 2017/828, de 17 de mayo de 2017. A ellas volveré en líneas posteriores de este trabajo. A nivel nacional, este proceso se estructura, por un lado, con la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la LSC para la mejora del gobierno corporativo, que establece normas de obligado cumplimiento; y, por otro lado, mediante el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de 2015, que introduce una serie de recomendaciones en materia de gobierno corporativo.

La Ley 31/2014 gira en torno a dos elementos esenciales: primero, el refuerzo del papel de la junta general, que ve ampliadas sus competencias. Pasa a ser el órgano competente para decidir sobre las operaciones sobre activos esenciales⁹, y, con carácter general para todas las sociedades de capital, podrá dar instrucciones al órgano de administración y someter decisiones de gestión a su aprobación¹⁰; y, segundo, se fomenta la implicación de los accionistas, destacando medidas como la publicación en la página web de la información de las reuniones de la junta general (ex art. 518 LSC), la prohibición de exigir más de 1.000 acciones para asistir a la junta general (ex art. 521 bis LSC), la reducción de 5 % a 3 % en el umbral para el ejercicio de los derechos por la minoría (ex art. 495 LSC), la votación separada de propuestas «sustancialmente independientes» (ex art. 197 bis LSC) y la modificación del régimen jurídico de conflictos de intereses y del derecho a la información (arts. 190 y 520 LSC).

El Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de 18 de febrero de 2015, elaborado por la CNMV, se estructura en torno a principios a los que se asocian una serie de recomendaciones. Los puntos más importantes hacen referencia a: a) la no limitación, vía estatutos, de la toma de control de la sociedad mediante la adquisición de sus accio-

⁷ Recomendación 5 que se materializará en el artículo 197 bis de la LSC introducido por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre.

⁸ Esta recomendación de posibilidad de fracción de voto se elabora pensando en los inversores institucionales que representan a varios clientes, cada uno con intereses, que pueden ser contrapuestos y conllevar votos opuestos, y será introducida en el artículo 524 de la LSC por la Ley 31/2014, tal y como indica Pérez Moriones (2017, pp. 10-13).

⁹ Nuevos artículos 160 f) y 511 bis de la LSC.

¹⁰ Nueva redacción del artículo 161 de la LSC. Hasta ese momento esta posibilidad solo se admitía respecto de la SL.

nes en el mercado; b) la elaboración de una «política de comunicación y contacto con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto»; c) el aumento de la transparencia mediante la publicación de informes y la retransmisión en directo en la página web de las reuniones de la junta general; d) la facilitación de la asistencia y la participación en la junta en igualdad de condiciones; y e) el aumento de la transparencia de la política sobre primas de asistencia a través de la recomendación de elaborar un régimen jurídico que las regule (García Mandaloniz, 2018, p. 4, y Mateu de Ros, 2017, p. 2).

Muy relacionado con el gobierno corporativo, aunque escapa del objeto de estudio de este trabajo, quiero hacer una breve mención al cambio de paradigma en derecho de sociedades al que apuntan ciertos autores (Fernández del Pozo, 2019, pp. 2-5, y Megías López, 2017, pp. 1-3), que advierten de la necesidad de superar la concepción del interés social como la maximización del valor económico de la sociedad, y sustituirlo por la concepción de la «creación de valor tolerante»¹¹, que se genera buscando la sostenibilidad en el largo plazo. Este modelo pretende la compatibilización entre interés social, perteneciente al ámbito jurídico, y RSC, propia de la ética empresarial, buscando satisfacer el interés de todos los *stakeholders*, es decir, el de todos los sujetos afectados por el funcionamiento de la sociedad¹², y no solo el de los accionistas.

Si nos centramos en los conflictos de intereses, es destacable que, aunque en un primer momento el gobierno corporativo se centró en el conflicto que surgía entre los accionistas y los administradores de la sociedad¹³ (el llamado conflicto de agencia¹⁴ o vertical), en la actualidad, también se presta atención a los otros dos conflictos societarios: el conflicto entre accionistas mayoritarios o «de control» y accionistas minoritarios (el denominado conflicto horizontal), y el conflicto entre accionistas y el resto de *stakeholders* (Megías López, 2017, p. 6). En cualquier caso, se advierte como el elemento central sobre el que generalmente pivota el gobierno corporativo va referido al papel de los accionistas y su implicación en las decisiones societarias. Es a ellos a quienes se presta una mayor atención potenciando su participación en la toma de decisiones a través de la junta general.

¹¹ Megías López (2017, pp. 7-9) indica que la teoría de la «creación del valor tolerante» de la doctrina española guarda mucha similitud con el *enlightened shareholder value* de la doctrina inglesa, recogida en la Secc. 172 (1) Companies Act 2006.

¹² Aquí cabría una pluralidad no cerrada de grupos, como pueden ser los trabajadores, acreedores, proveedores, clientes, la comunidad, etc.

¹³ Así lo hemos visto en los primeros códigos de buen gobierno, como el Código Olivencia o el Informe Aldama, que se centran en la relación entre el consejo de administración y la junta general, reforzando la posición de la segunda.

¹⁴ Aunque para ciertos autores esta denominación no es correcta, e indican que la relación entre los accionistas y el consejo de administración no es de carácter contractual, este no es el agente de aquellos, sino que surge de la ley, y esta otorga al segundo una serie de competencias, poder de representación y de administración que emanan directamente de la ley, no del contrato (Martínez Echevarría, 2018, p. 47).

2. El fomento de la implicación de los accionistas en la política empresarial

La doctrina ha venido poniendo de manifiesto, desde finales del siglo pasado, la crisis de la junta general de la sociedad (Pérez Moriones, 2017, y Sánchez-Calero Guillarte, 2006, pp. 1-4). Esta se debe a diversos factores, entre los que destaca el absentismo de los accionistas, sus posturas cortoplacistas, el creciente poder de los administradores frente a la junta general o la sustitución de los pequeños accionistas por inversores institucionales. Para paliar estas deficiencias, el gobierno corporativo pone énfasis en la necesidad de revitalizar la junta general, atendida su configuración como órgano conformador de la voluntad social. De entre los problemas relacionados, abordaremos primero el del cortoplacismo, para en el resto del trabajo estudiar las soluciones que se presentan dentro del llamado activismo accionarial.

2.1. Cortoplacismo

Desde el punto de vista psicológico, el cortoplacismo es un sesgo susceptible de afectar a los que toman decisiones en relación con problemas que requieren juicios intertemporales, entendidos como aquellos cuyos costes y beneficios se prolongan a lo largo de un periodo de tiempo, por lo que han de ser descontados al momento actual. Si la tasa de descuento elegida es excesiva, alejándose de la que podría ser considerada una «tasa normal de referencia», como consecuencia de no saber ponderar adecuadamente aquellos costes e ingresos más alejados en el tiempo, el resultado obtenido será una priorización en el resultado a corto plazo frente al resultado a largo plazo y, por lo tanto, se pondrá en riesgo la sostenibilidad y, en definitiva, la pervivencia de la sociedad (Fernández del Pozo, 2019, pp. 2-3).

En el ámbito de la empresa, este sesgo, si solo se da en algunos agentes decisores y no en otros, dará lugar a los conflictos de intereses horizontales, verticales y entre accionistas y otros *stakeholders*. Pero, a efectos de este trabajo, me voy a centrar en los conflictos que existen entre socios y entre socios y administradores. Tradicionalmente, se consideraba que los socios tenían preferencias homogéneas, pero se ha demostrado que esto no es así, y encontramos socios mayoritarios o «de control» y socios minoritarios. Mientras que los primeros se mueven buscando la solvencia de la empresa a largo plazo, la motivación de los segundos es más dúctil, ya que depende de numerosos factores (perfil de aversión al riesgo, interés por la rentabilidad de su inversión, liquidez, situación fiscal, etc.). Por último, aunque los inversores institucionales estaban llamados a mediar y alcanzar consensos, esto no siempre ha sido así, y se les ha acusado en numerosas ocasiones de dejarse llevar por un notable cortoplacismo (Adenso Puente González, 2017, p. 2).

Para intentar explicar este sesgo cortoplacista en las compañías, han ido surgiendo distintas líneas. Destacamos las siguientes:

1. La existencia de inversores con un marcado perfil cortoplacista. Si son suficientes, pueden forzar un cambio en el comportamiento de los administradores, girando hacia una gestión cortoplacista, como aquella que busca una rápida creación de valor para las acciones.
2. Hay veces que los propios administradores son los que se centran en políticas (de financiación, de inversión y de dividendo) que buscan la rentabilidad a corto plazo, sacrificando la sostenibilidad a medio y largo plazo. Hay factores que les motivan a ello, como el diseño de la política de remuneración, la duración de su contrato, el mercado laboral de directivos, etc.
3. La existencia de fallos en los mercados de capitales y su funcionamiento. Un ejemplo sería la regulación de la información financiera y la transparencia de las cotizadas, que está más enfocada en los resultados y las urgencias a corto que en la sostenibilidad a largo plazo.

Sea cual sea el origen de estas políticas cortoplacistas, es una realidad que la estabilidad económica y los bajos tipos de interés de antes de la crisis de 2008 fomentaron el cortoplacismo, como consecuencia del aumento en la inversión especulativa, y así lo reconoce la Directiva (UE) 2017/828¹⁵. Además, las empresas incurrieron en niveles cada vez mayores de apalancamiento, y esto las llevó a un estado de fragilidad financiera (Dallas, 2012, pp. 293-294). Todo esto, unido a los cambios tecnológicos y la disminución de los costes de transacción, ha impulsado un aumento del volumen de compraventa de valores y de la rotación de acciones, así como una disminución de los períodos temporales de su tenencia de acciones¹⁶.

Pero, ¿cuál es la relación entre tenencia, rotación y cortoplacismo? Cuanto más corto es el periodo de tenencia y mayor la rotación de instrumentos financieros como las acciones, las decisiones de los inversores se ven más influidas por las creencias del resto de inversores, en vez de basarse en fundamentos de gestión y posibilidades reales de éxito y retorno empresarial a largo plazo. Por último, el cortoplacismo perjudica a la economía, ya que las estrategias cortoplacistas suelen disminuir la inversión en I+D+i, incrementar la volatilidad de los mercados generando beneficios efímeros, etc¹⁷. Y en términos de coste

¹⁵ Considerando 2 de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo de 2017.

¹⁶ De 2005 a 2009, el volumen medio diario de negociación de acciones en las empresas que cotizan en el NYSE aumentó un 181 %. El período medio de tenencia de las acciones ha disminuido considerablemente, de 7 años en 1960 a 2 años en 1992 y a 7 meses y medio en 2007. Para algunos inversores los períodos de tenencia son aún menores, como en el caso de los fondos de cobertura, que tienen un período de tenencia medio de 4 meses y medio. Actualmente se sitúa en torno a los 8 meses y medio (Dallas, 2012, p. 296, y Allaire, 2007, p. 3).

¹⁷ Expositivo I del Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020 de reforma de la LSC y otras normas financieras.

de oportunidad, al aplicar este tipo de estrategias, no se aplican otras largoplacistas que, alejándose de la especulación, contribuyen a la mejora de la economía, a la generación y consolidación del empleo y al desarrollo social (Fernández Torres, 2019, pp. 1-3).

2.2. Largoplacismo y activismo accionarial

Frente al cortoplacismo configurador de la actuación de los accionistas y los inversores, se potencian desde las instituciones comunitarias y nacionales tanto el largoplacismo como el activismo accionarial. Aunque no son conceptos idénticos, ya que el primero es la conducta de los accionistas orientada por el objetivo del aumento del valor de la sociedad con un horizonte a largo plazo, y el segundo es el conjunto de actuaciones de los accionistas de una sociedad con el objetivo de influir en su modo de actuar y en el de sus administradores (Adenso Puente González, 2017, pp. 2-3), las analizo conjuntamente dado que las dos conforman una misma solución frente al cortoplacismo: la implicación efectiva de los accionistas en la gestión a largo plazo de la sociedad. Tradicionalmente, se ha optado por una doble vía para hacer frente a la «apatía racional del accionista»: el refuerzo de sus derechos y la inclusión de mecanismos que faciliten el ejercicio de voto (Fernández Torres, 2019, pp. 1-3). En cualquier caso, aun si se consigue aumentar el activismo accionarial, esto no garantiza que los accionistas vayan a actuar buscando el largo plazo. *A sensu contrario*, sin un incremento de la involucración de los accionistas en la sociedad, no se producirá el largoplacismo pretendido. Aquí se ve la complementariedad de ambos conceptos para reducir el cortoplacismo.

En relación con el activismo accionarial, la doctrina distingue cuatro modalidades en atención del objetivo que se persigue: a) *governance activism*, que busca la mejora del gobierno corporativo; b) *M&A and strategic alternatives activism*, esta modalidad incide en operaciones de reestructuración societaria, fusiones, adquisiciones, etc. y alianzas estratégicas *-joint ventures-*; c) *balance sheet activism*, busca el incremento del retorno de la inversión; y d) *operational activism*, que busca la eliminación de aquellas líneas y negocios poco rentables. Y son varios tanto los instrumentos de los que el accionista puede disponer (diálogo con gestores, movilización de accionistas pasivos, pactos parasociales, etc.), como las estrategias que puede emplear (cambios en los administradores, cambio en la alta dirección, venta de líneas de negocio, etc.) (Adenso Puente González, 2017, pp. 6-11).

En España, a diferencia de otros países europeos, el activismo accionarial aún no ha llegado a florecer y hay pocos ejemplos de accionistas «activistas» que busquen incidir en la gestión de las sociedades cotizadas. Por el contrario, las luchas de poder sí aparecen en el contexto dialéctico de la confrontación de intereses de los grupos significativos de accionistas que tratan de tomar el control de la sociedad. La creciente presencia de inversores institucionales y de *proxy advisors* fomentará una mayor participación de los accionistas activistas, facilitando este activismo la convergencia de los intereses de la dirección con los de los accionistas (Rosenblum *et al.*, 2014, p. 309).

Por otro lado, en relación con el largoplacismo, son cuatro las medidas que algunos autores han propuesto para incentivarlo, siendo tres de carácter societario y una de carácter fiscal (Fernández Torres, 2019, p. 2): a) modificar la estructura de la política de la remuneración de los administradores, buscando la alineación de sus intereses con los de los socios largoplacistas; b) incentivar la transparencia de la información (incluyendo aspectos no financieros y de gobierno corporativo); c) definir un nuevo paradigma de mercado para las sociedades que cotizan, que incluya el largo plazo y el interés de todos los *stakeholders*; y d) fijar un tratamiento fiscal adaptado al perfil del inversor, con una alta tasa impositiva para el especulador y una baja para el inversor a largo plazo (como la famosa «Tasa Tobin»)¹⁸. En el ordenamiento jurídico español el fomento del largoplacismo encuentra pocas referencias. Quizás su expresión más evidente sea la acogida en el artículo 217.4 de la LSC, donde se indica, en relación con la retribución de los administradores, que «el sistema de remuneración establecido deberá estar orientado a promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad e incorporar las cautelas necesarias para evitar la asunción excesiva de riesgos»¹⁹.

2.3. La Directiva (UE) 2019/828 y el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020

El respaldo a la confianza en el activismo accionarial y el fomento de prácticas a largo plazo como medios para la lucha contra el cortoplacismo subyacen a las Directivas 2014/95/UE, de 22 de octubre de 2014²⁰ y (UE) 2017/828, de 17 de mayo de 2017²¹. La primera se centra en la transparencia y la sostenibilidad, mientras que la segunda propone herramientas favorecedoras del activismo y la implicación de los accionistas a largo plazo.

La Directiva 2014/95/UE, de 22 de octubre, amplía la obligación de divulgar «la información no financiera o relacionada con la RSC» y las «políticas de diversidad de compe-

¹⁸ Según Esteban y Gil (2019), el impuesto sobre transacciones financieras, conocido como «tasa Tobin», busca gravar la compra de acciones de empresas con una capitalización de más de 1.000 millones de euros, con un tipo impositivo del 0,2 %, siendo el sujeto pasivo el intermediario financiero. Aunque no son pocas las voces (la CEOE y el BCE) que critican la medida, por ser perjudicial para el pequeño inversor y la gestión de los riesgos por parte de la sociedad.

¹⁹ Encontramos una referencia similar en la Recomendación 12 del Código de Buen Gobierno de 2015: «Que el consejo de administración [...] se guíe por el interés social, entendido como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa».

²⁰ Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

²¹ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

tencias y puntos de vista». Es decir, busca medir el impacto de la empresa en la comunidad con la que interactúa, lo que solo se puede conseguir mediante una mayor transparencia. La Directiva (UE) 2017/828, de 17 de mayo, por su parte, establece medidas que se orientan a la implicación a largo plazo de los accionistas en la sociedad. La transposición de esta segunda directiva al ordenamiento jurídico español cristalizó en el Anteproyecto de Ley de 24 de mayo de 2019²² y, el pasado 14 de julio de 2020, el Gobierno aprobó, para su remisión a las Cortes, el Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas²³, haciéndose público su texto el 7 de septiembre de 2020²⁴. Procedo a analizar ambos instrumentos (Directiva 2017/828 y Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020) en los siguientes apartados, estudiando aquellas medidas relevantes para el objeto del presente trabajo.

2.3.1. Identificación de los accionistas de la sociedad, transmisión de la información a estos y facilitación del ejercicio de sus derechos

La Directiva 2017/828, de 17 de mayo, considera que la identificación de los accionistas es el paso previo y necesario para poder establecer un buen cauce de comunicación sociedad-accionistas y este, a su vez, es el paso necesario para lograr una efectiva implicación de los accionistas. El problema que la directiva pretende solucionar radica en el sistema de tenencia indirecta²⁵, que provoca que la persona que figura como socio en los libros de la sociedad no sea necesariamente el inversor, sino un intermediario financiero. Así, se establece el derecho de la sociedad (y el deber para el intermediario) de conocer la identidad del beneficiario último²⁶. Además, se establecen medidas para facilitar que el beneficiario último ejerza sus derechos²⁷, pudiendo comprobar que su voto se ha computado correcta-

²² Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

²³ Información disponible en: <https://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/Paginas/enlaces/140720-enlacesociedades.aspx>

²⁴ Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020 por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

²⁵ Considerando cuarto y quinto de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo.

²⁶ Artículo 3 bis 1.º y considerandos 4, 7 *in fine*, 8 y 12 de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo.

²⁷ Artículo 3 quáter apdo. 1 y considerandos 8 y 9 de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo.

mente²⁸. Se busca, en definitiva, que los accionistas pasen de meros tenedores de acciones a decisores involucrados, reforzando el papel de la junta general.

El Proyecto de Ley recoge este derecho a la identificación del beneficiario último mediante el proyectado artículo 497 bis de la LSC. Asimismo, en los proyectados artículos 520 bis y ter de la LSC, se introduce la obligación de los intermediarios de facilitar la comunicación entre sociedad y el beneficiario último, no solo mediante el envío de información de la sociedad al beneficiario último, sino también de este a aquella. Con la modificación del artículo 524 y la introducción de un nuevo artículo 522 bis de la LSC, los intermediarios tendrán la obligación de facilitar a los beneficiarios últimos el ejercicio de los derechos de asistencia y voto derivados de sus acciones. Por último, se incorpora en el artículo 527 bis de la LSC, en idénticos términos que la directiva, el derecho del accionista a confirmar su voto.

2.3.2. Implicación de los accionistas en la política de remuneración de los administradores

En este intento de revitalización de la junta general, uno de los principales objetivos es el aumento del peso de este órgano en la supervisión de la gestión y remuneración de los administradores, reconociendo el principio *say on pay*²⁹. La directiva parte del reconocimiento de la contribución de los administradores al éxito a largo plazo de la sociedad³⁰, pero indica que, aunque unos honorarios elevados son necesarios para atraer talento, si son excesivos causarán una falta de estímulo y una pérdida de eficiencia en su gestión e independencia. Por ello, la transparencia de las cantidades retributivas de los administradores y el procedimiento para su determinación son necesarios para evitar incurrir en excesos³¹. Por un lado, con relación a la política de remuneraciones en sede de sociedades cotizadas, no se introduce nada nuevo. El modelo español ya establecía la obligación de configurar una remuneración que debía ser votada por la junta general cada tres años (más restrictivo que el art. 9 bis de la Directiva, que indica cada cuatro años)³². Ahora bien, la reforma del Proyecto de Ley de 2020 se hace notar, sin embargo, atendida la revisión del artículo 529 novodecies de la LSC, que concreta el contenido que debe contener la política de remuneraciones³³. En relación con el informe anual de remuneraciones (IAR) encontramos una situación similar a

²⁸ Artículo 3 quáter apdo. 2 y considerando 10 de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo.

²⁹ Derecho de los accionistas a pronunciarse sobre las remuneraciones de los administradores, tal como indica el expositivo IV del Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020.

³⁰ Considerando 28 de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo.

³¹ El libro verde de la UE, Bruselas, 5.4.2011 COM (2011) 164 final, sobre la normativa de gobierno corporativo de la UE indica: «Frenar planteamientos a corto plazo perjudiciales y la asunción de riesgos excesivos».

³² Artículo 529 novodecies de la LSC.

³³ Según el artículo 9 bis apartado 6 de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo.

la anterior, ya que el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020 matiza el contenido que debe tener el IAR: remuneración desglosada por componentes, proporción de elementos variables y fijos, variación anual, remuneración del grupo, etc³⁴.

2.3.3. La implicación y transparencia de los inversores institucionales y gestores de activos

La eficiente implicación de los accionistas en la sociedad pasa por la involucración de los inversores institucionales, los gestores de activos, y de las personas en cuyo nombre actúan, y por su incentivación por el largo plazo. Ambas medidas requieren de una mayor transparencia³⁵. Así, la Directiva 2017/828 establece la obligación de que tanto los inversores institucionales como los gestores de activos elaboren y publiquen una política de implicación que contenga dos partes diferenciadas. En la primera se ha de indicar cómo se integra a los accionistas en su política de inversión, explicando cómo se realiza el seguimiento y la comunicación con las sociedades en las que invierten, y cómo se gestionan los conflictos de intereses surgidos. En la segunda parte, debe indicarse cómo se ha aplicado esta política de implicación, incluyendo la explicación de su comportamiento de voto³⁶.

En el Proyecto de Ley, todo esto se articula mediante una serie de modificaciones en aquellas leyes en las que se regulan estos vehículos de inversión. En concreto, mediante la introducción de un proyectado artículo 47 quáter en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, en el que se replica la estructura y contenido establecido por la directiva.

2.3.4. Asesores de voto o *proxy advisors*

Por otro lado, la Directiva 2017/828 y el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020 establecen un marco jurídico para los «asesores de voto» o *proxy advisors*. A pesar de los beneficios que estos profesionales ofrecen, ya que son susceptibles de fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas y de hacer recomendaciones a las sociedades en materia de gobierno corporativo, lo cierto es que la ausencia de un marco jurídico regulador de su actividad puede llegar a generar perjuicios para el mercado y sus partícipes. Algún ejemplo de los citados perjuicios son, entre otros, la existencia de conflictos de intereses,

³⁴ Según el artículo 9 ter apartado 1 de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo.

³⁵ Considerandos 15, 16, 17, 19 y 20 de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo.

³⁶ Artículo 3 octies de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo. De acuerdo con el artículo 3 nonies de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo para los inversores institucionales, y artículo 3 decies de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo para los gestores de activos, también habrán de desarrollar y publicar una estrategia de inversión.

la excesiva concentración del sector que se configura como un duopolio, la duda acerca la calidad de los servicios prestados, la ausencia de un régimen de responsabilidad de los asesores de voto y la dificultad en la medición de su influencia real en los accionistas y en las sociedades. Estos riesgos y conductas potencialmente perjudiciales deben ser corregidos.

De entre las opciones posibles, la Directiva 2017/828 y el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020 han optado por imponer a los asesores de voto dos deberes de transparencia y uno en materia de conflictos de interés. Así, los asesores deberán: a) publicar el código de conducta al que se adhieran y apliquen, indicando las situaciones en las que no se siguen sus recomendaciones, y las medidas adoptadas como contrapeso; b) publicar un informe sobre la preparación de sus investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto; y c) comunicar a sus clientes, de forma inmediata, cualquier conflicto de interés susceptible de influir en los servicios prestados.

2.3.5. Operaciones con partes vinculadas

Dado el grave perjuicio que las operaciones con partes vinculadas pueden causar a las sociedades cotizadas y a sus accionistas, produciéndose una sustracción del valor de estas, la directiva establece un nuevo régimen que regula este tipo de operaciones, incrementando su transparencia y el control al que deben someterse³⁷. Pero este marco establecido por la directiva tiene un carácter flexible en cuanto a su adaptación por parte de los Estados miembros, que pueden trasponerlo libremente, y en el que van a quedar excluidas las operaciones ordinarias, tal como recoge el proyectado apartado 4 del artículo 529 duovicies de la LSC. En el régimen que ha sido incorporado por el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020³⁸, la modificación más relevante es la imposición del deber de comunicar la operación con una parte vinculada de forma anticipada o simultánea a su celebración, deber que se incorpora en el proyectado artículo 529 unvicies de la LSC, y que es distinto de la comunicación a posteriori que estaba vigente hasta la actualidad. Esta comunicación debe contener la identidad de la parte vinculada, el valor de la operación, su fecha, así como cualquier otra información útil para que la sociedad pueda valorar si las operaciones son justas y razonables, y para que la junta general pueda decidir sobre su aprobación, debiendo abstenerse el socio afectado en la votación³⁹.

2.3.6. Voto adicional por lealtad

Por último, el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020 ha incorporado una última modificación: una nueva subsección que recoge el régimen jurídico de las acciones con «voto

³⁷ Considerando 42 y artículo 9 quáter de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo.

³⁸ Nuevos artículos 529 vicies a 529 quaterVICIES de la LSC.

³⁹ Proyectados artículos 529 unVICIES y duovicies de la LSC.

por lealtad». En cambio, la directiva, en su versión definitiva, no incluye este régimen de voto adicional por lealtad⁴⁰. Esta figura, el voto doble por lealtad, será analizada detalladamente en los apartados siguientes.

3. Voto adicional por lealtad

Como indicaba, el Proyecto de Ley recoge un régimen jurídico de las acciones con «voto adicional de lealtad». Se analizará si este instrumento tiene cabida en nuestro derecho societario, su naturaleza, las opciones por las que podía haber optado el legislador, la regulación en derecho comparado y, finalmente, el régimen jurídico establecido en el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020.

3.1. Acciones con privilegios económicos y políticos

En el ordenamiento jurídico español, el artículo 93 de la LSC proclama, con carácter general, cuáles son los derechos del socio e, inmediatamente después, el artículo 94 de la LSC permite que este derecho pueda quedar configurado estatutariamente dentro de ciertos márgenes. Lo cierto es que, aunque se proclama el principio de igualdad de trato para los socios, esta igualdad no supone el trato idéntico a todos los socios, sino que se matiza y conforma en un tratamiento igualitario de los titulares de acciones de la misma clase y, por lo tanto, de los mismos derechos. Es por ello que el artículo 97 de la LSC dispone que: «La sociedad deberá dar un trato igual a los socios que se encuentren en condiciones idénticas», y queda clara la admisión de acciones privilegiadas cuando el artículo 94 de la LSC permite la creación de distintas clases de acciones según los derechos que incorporen. Esta posibilidad se basa en el principio de autonomía de la voluntad (*ex arts. 1.255 CC y 28 LSC*), así como en la libertad de configuración de la organización en el marco de la legalidad (Villacorta, 2019, p. 4). La creación de clases de acciones que incorporen privilegios puede tener lugar en el momento constitutivo de la sociedad (*ex art. 23.d LSC*) o mediante la modificación posterior de los estatutos sociales (*ex arts. 292 y 293 LSC*). En cualquier caso, hay limitaciones en los privilegios que se permiten y, mientras que tanto para la SL como la SA se admiten los económicos⁴¹, los políticos solo se autorizan para la SL⁴², y nunca para la S. (*ex art. 96.2 LSC*).

⁴⁰ El artículo 3 sexies bis de la Propuesta de Directiva 2017/828 recogía esta posibilidad, pero fue eliminado de la versión definitiva al no ser incluido entre las enmiendas aprobadas por el Parlamento Europeo el 8 de julio de 2015 sobre la propuesta de directiva.

⁴¹ Con excepción del derecho a un interés, *ex artículo 96.1 de la LSC*, y la prohibición de pactos leoninos del artículo 1.691 de la CC.

⁴² Aunque para la SL, también está prohibida la creación de «participaciones sociales que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de preferencia» *ex artículo 96.3 de la LSC*.

En este punto, es importante diferenciar entre acciones privilegiadas (en ellas, el privilegio está vinculado a la acción, con independencia de quién sea su titular) y accionistas privilegiados (en ellas, por el contrario, el privilegio está vinculado al accionista sujeto, y cuando cumpla una serie de requisitos adquirirá ese derecho adicional que no poseen los accionistas ordinarios). La distinción es importante puesto que, como se verá, el propuesto régimen español de las acciones con «voto adicional por lealtad» encaja dentro de la segunda categoría.

3.2. Derecho de voto y admisibilidad de su alteración

El voto es un derecho fundamental del socio, recogido en el artículo 93 c) de la LSC, y es el derecho político por excelencia. Esto se debe a que, mediante su ejercicio, el socio interviene e influye en la adopción de acuerdos sociales que conforman la voluntad de la sociedad⁴³. En las sociedades de capital, la regla general es el principio de proporcionalidad entre el valor nominal de la cuota social y el derecho de voto (Largo Gil 2017, pp. 138-147), siendo, por lo tanto, la participación en el capital la que determina el alcance del derecho de voto de un socio (*ex arts. 96.2, 188.1 y 188.2 LSC*)⁴⁴.

A pesar de esta regla general, en la SL se admite el voto plural, con lo que se rompe este principio de proporcionalidad entre valor nominal, participación en la cifra de capital y voto. Esto es así porque, no solo no se prohíbe la ruptura de la proporcionalidad en el artículo 96.3 de la LSC⁴⁵, sino que además se admite su alteración estatutaria en el artículo 188.1 de la LSC. En la SA, por el contrario, el voto plural no se admite de acuerdo con los arts. 96.2 y 188.2 de la LSC. De hecho, se prohíbe expresamente la ruptura de la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y los derechos políticos que incorpora⁴⁶. Sin embargo, la prohibición no proscribire que pueda modularse el derecho de voto, y el propio Tribunal Supremo, en relación con una SA, indica que: «El derecho de voto en la junta general es otro de los derechos que la LSC reconoce al socio en su artículo 93 c) con el carácter de "mínimo". Pero este carácter de derecho básico del socio no supone que no pueda ser objeto de restricción ni limitación alguna, o incluso de privación»⁴⁷.

Cabe afirmar, por todo ello, que la vinculación acción-derecho de voto no se configura como una regla absoluta, siendo las excepciones más relevantes:

⁴³ Sobre el derecho de voto en nuestro derecho societario sigo a Largo Gil (2017, pp. 138-147).

⁴⁴ SAP de Las Palmas (Sección 4.ª) núm. 7/2011, de 10 de enero [ECLI: ES:APGC:2011:558]. También las resoluciones de la DGRN de 14 de octubre de 1999, y de 2 de septiembre de 2016.

⁴⁵ Como sí que se prohíbe alterar la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de preferencia.

⁴⁶ Además, en el artículo 184 de la RRM se admite para las participaciones la creación de participaciones con más votos que otras, mientras que en el artículo 122 de la RRM, relativo a las acciones, nada se indica.

⁴⁷ STS (Sala de lo Civil, Sección 1.ª) núm. 608/2014, de 12 de noviembre (NCJ059260).

1. La posibilidad de crear acciones (y participaciones) sin voto, se recoge en los artículos 98 y siguientes de la LSC. La finalidad de estas acciones es solventar el problema del absentismo que padecen aquellos socios que solo están interesados en la sociedad en términos de inversión, que cada vez son mayores en número (Largo Gil, 2017, pp. 144-146). El problema, el absentismo, es el mismo que el que se propone solucionar el voto adicional por lealtad (Villacorta, 2019, pp. 7-8). Pero, mientras que en las acciones sin voto se claudica ante el problema, con el reconocimiento del voto adicional por lealtad se trata de solucionarlo. Dada la existencia de una cierta similitud con relación a los problemas que suscitan unas y otras, el régimen de las acciones sin voto será muy tenido en cuenta en el estudio del voto adicional por lealtad.
2. La limitación de voto máximo por un mismo accionista de los artículos 188.3 y 527 del LSC. El fundamento esgrimido por la doctrina es que se trata de una limitación de carácter subjetivo, no se está rompiendo la proporcionalidad, dado que la limitación desaparece cuando el accionista afectado por ella vende una acción más que el límite (Largo Gil, 2017, pp. 144-146). Este mismo fundamento lo encontraremos en el voto adicional por lealtad.
3. Otros supuestos de suspensión del ejercicio del derecho de voto son: la suspensión de los derechos de voto del accionista que incurre en mora en el desembolso de su aportación, artículo 83.1 de la LSC; la suspensión del voto en la adquisición de una participación significativa de la sociedad cotizada sin ser una OPA, artículo 132 de la LMV; o la suspensión del voto de las acciones en autocartera (ex arts. 142.1 y 148.a LSC), y de la participación recíproca entre dos sociedades que supere el 10 % (ex art. 152.3 LSC) (Largo Gil, 2017, pp. 144-146).

En conclusión, la correspondencia entre participación en la cifra de capital y reconocimiento de derecho políticos en la sociedad se conforma como una regla que no tiene carácter absoluto. Se admiten, por tanto, excepciones, con lo que la eventual incorporación en la LSC de un régimen de voto adicional por lealtad, incluso para las SA, y a pesar de los artículos 96.2 y 188.2 de la LSC, pudiera justificarse atendiendo a la configuración del derecho de voto como derecho permeable cuyo reconocimiento y ejercicio puede verse afectado en atención a otros intereses de política legislativa.

3.3. Las acciones de lealtad, en sentido amplio

3.3.1. Introducción

En las últimas dos décadas, son numerosas las referencias que se han hecho a las «políticas de fidelización corporativa», entendidas como mecanismos que fomentan la efectiva implicación de los socios en la gestión a largo plazo de la sociedad. Con frecuencia estas

políticas, y su implementación, favorecen la atribución de ventajas en la posición jurídica del socio cuando se advierte la concurrencia de determinados presupuestos («prestación de fidelidad») (Fernández Torres, 2019, p. 3). De entre las alternativas que pretenden la eficacia de estas políticas de fidelización, las *loyalty shares* o «acciones de lealtad», tal y como la doctrina las ha denominado, adquieren un singular relieve. El requisito para que el socio pueda acceder a las ventajas que incorporan estas acciones es su tenencia ininterrumpida durante un periodo de tiempo predeterminado, el llamado «periodo de lealtad».

Definida la «prestación de fidelidad» de las «acciones de lealtad» como la tenencia de acciones de forma continuada durante cierto tiempo, paso a concretar cuál es el contenido de esa ventaja adquirida por el socio que cumple la prestación. En derecho comparado observamos como hay tres privilegios que pueden atribuirse a los socios «leales», y por cuya concesión puede optarse de manera separada o conjunta, estos son (Fernández del Pozo, 2018, p. 9): a) un dividendo privilegiado: ya sea reforzado o preferente; b) nuevas acciones (*loyalty shares*, en sentido estricto) u opciones sobre acciones (*loyalty options*); y c) un derecho adicional de voto: ya sea voto doble, o voto plural.

A este posible contenido hacía referencia el artículo 3 sexies bis de la Propuesta de Directiva 2017/828, artículo que fue eliminado de la versión definitiva de la directiva. Además, el artículo suprimido también incluía los incentivos fiscales como una cuarta opción de contenido del privilegio, pero el prelegislador español ha descartado esta posibilidad. Los incentivos fiscales son otra vía para promover el largoplacismo, no desde el punto de vista societario, sino fiscal (Fernández Torres, 2019, p. 2). Es decir, las *loyalty shares* pueden incluir, como privilegio, cualquiera de estas cuatro posibilidades para aquellos accionistas que sean leales. En este trabajo me centraré en el derecho adicional de voto, ya que es el único que ha recogido el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020.

Uno de los riesgos de estas políticas es la posibilidad de que su configuración fortalezca la posición de los socios mayoritarios en perjuicio del resto⁴⁸. Además, como consecuencia de que los beneficiarios puedan ser, o bien la totalidad de los socios, o exclusivamente aquellos que con mayor probabilidad pueden verse afectados por el cortoplacismo (es decir, los minoritarios), se produce una doble discriminación: a) hay una discriminación *ex ante*, ya que existe la posibilidad de que la ventaja solo se dirija a una parte de los socios (excluyendo a los mayoritarios)⁴⁹; b) y, en segundo lugar, hay una discriminación *ex post*, ya que el beneficio solo se materializará en los socios que cumplan con la prestación de lealtad (Fernández del Pozo, 2018, p. 15). Esta doble discriminación requiere de una legitimación, y el punto de partida es

⁴⁸ La CNMV señala en el Código de Buen Gobierno de 2015 (p. 24), en relación con las primas de asistencia (supuesto que guarda analogía con el nuestro), que «en el propósito de fomentar la participación de los accionistas [...] y mitigar el abstencionismo accionarial [...] puede darse el riesgo de uso de estas medidas de forma estratégica y selectiva».

⁴⁹ Lo veremos para el dividendo adicional en el derecho comparado italiano y francés, donde se establece una limitación máxima del 0,5 % del capital social.

el reconocimiento de que no todos los accionistas son iguales, sino que están movidos por intereses distintos. La doctrina mercantilista española (Fernández del Pozo, 2018, pp. 16-17, y Sánchez-Calero Guillarte, 2010, pp. 19 y ss.) indica que la discriminación está legitimada siempre que concurren tres requisitos: a) que exista idoneidad o adecuación entre la medida adoptada (las ventajas concedidas al socio leal) y el fin perseguido (el fomento de la implicación e incentivar el largoplacismo); b) que la medida sea necesaria para alcanzar el fin buscado, no existiendo otras medidas menos gravosas para los perjudicados (en sus derechos económicos o políticos); y c) que exista proporcionalidad entre la medida adoptada y el fin buscado.

El recurso a las «acciones de lealtad» no es algo novedoso. A nivel comunitario se viene haciendo referencia a las mismas en numerosos textos, como son el Plan de Acción de 2003 de la UE⁵⁰, el Libro Verde de la Comisión Europea de 25 de marzo de 2013 sobre la financiación a largo plazo de la economía europea⁵¹, o el *Report of the reflection group on the future of European Company Law* (2012) (Engrácia Antunes *et al.*, 2011, pp. 46 y ss.). Este último defiende que se debe involucrar en la toma de decisiones a aquellos accionistas comprometidos a largo plazo con la compañía, e indica como los países europeos han intentado fortalecer la posición de los accionistas activistas. Algunos intentos son más implícitos, como el *Stewardship Code* del Reino Unido⁵², pero otros son más explícitos, como en Francia, donde se regula el voto adicional por lealtad, o Italia y los Países Bajos, que permiten el dividendo reforzado. Al final recomienda que todos los países de la UE procedan a la inclusión, con la fijación de ciertos límites, de ambos mecanismos (voto adicional y dividendo reforzado) (Engrácia Antunes *et al.*, 2011, pp. 46-47). Y, como ya he indicado, hasta la Propuesta de Directiva 2017/828 recogía una referencia a las *acciones de lealtad*.

3.3.2. Dividendo de lealtad

Como ya he comentado, el primero de los posibles contenidos de la ventaja concedida al socio leal es el dividendo de lealtad (también, dividendo mejorado o reforzado). En este caso, aquel socio que disponga de sus acciones en el corto plazo verá diluidos sus derechos económicos en comparación con el socio largoplacista. Las modalidades más relevantes son: a) un dividendo privilegiado, que confiere derecho a un dividendo específico, sin tener derecho a participar en el ordinario, que será cuantitativamente inferior a aquel; b)

⁵⁰ CCE Bruselas, 21.5.2003. COM (2003) 284 final. «Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea - Un plan para avanzar», pp. 16 y 17: Indicaba que la permanencia de los accionistas podía conseguirse a través de acciones de voto plural, o de *loyalty shares*, en general.

⁵¹ COM/2013/0150 final. En sus pp. 17 y 18 indicaba que «la idea de fomentar una mayor implicación de los accionistas a largo plazo, la cual podría examinarse con más detenimiento, analizando, por ejemplo, la posibilidad de conceder más derechos de voto o dividendos a los inversores a largo plazo». Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0150:FIN:EN:PDF>

⁵² Que regula los principios y valores que deben inspirar a los inversores institucionales.

el «dividendo prioritario, mínimo o garantizado», en este caso el socio recibe el dividendo ordinario, pero se le garantiza un porcentaje o cuantía mínima computada en relación con su participación en el capital; y c) el «dividendo doble», «primer dividendo», o «dividendo mejorado». En el primer dividendo y el doble el socio percibe, además del dividendo ordinario, uno específico. En el «dividendo mejorado», un ejemplo sería recibir un 2 % adicional sobre el dividendo ordinario (Fernández del Pozo, 2018, p. 23).

Si acudimos al derecho comparado, se puede observar como en Francia y en Italia se admite, respectivamente, el *dividendo majoré* y el *dividendo maggiorato*. En Francia se regula en el artículo 232-14 del CCom. francés⁵³, y se permite una mejora del dividendo de hasta 10 % para el socio que acredite la titularidad de sus acciones durante, al menos, 2 años. Es relevante que el propio artículo establece un techo máximo de un 0,5 % de acciones de las que un mismo titular puede beneficiarse para no fortalecer en exceso a los mayoritarios (es decir, si el socio posee un 10 % del capital, 0,5 % de sus acciones recibiría dividendo mejorado, y el restante 9,5 % no) (Fernández del Pozo, 2018, p. 20)⁵⁴. En Italia, el dividendo reforzado se incorporó en 2010 al trasponer la Directiva 2007/36/CE⁵⁵ mediante la incorporación de un nuevo artículo 127 quáter TUF⁵⁶. Se permite una mejora del dividendo de hasta un 10 %, y se exige un periodo de lealtad de un año. Igual que en Francia, se fija un máximo de acciones de 0,5 % y, además, quedan excluidos los accionistas que ostenten una «influencia notable⁵⁷» en la sociedad. En España, nuestro ordenamiento no recoge expresamente la posibilidad del dividendo mejorado, y su admisibilidad en la LSC supondría una novedad toda vez que el artículo 275.2 de la LSC establece, para las SA, un régimen de reparto proporcional de dividendos para las acciones ordinarias.

3.3.3. *Loyalty shares* y *loyalty warrants*

El segundo de los posibles contenidos de la ventaja en las «acciones de lealtad», en sentido amplio, son las «acciones de lealtad» o *loyalty shares*, en sentido estricto, y las «opcio-

⁵³ Código de Comercio francés. *Code de commerce. Version consolidée au 25 mars 2020*. Disponible en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379>.

⁵⁴ Fernández del Pozo (2018, p. 20) indica que las sociedades que contienen esta posibilidad son pocas, pero importantes: L'Oreal, SERB, Air Liquide, Lafarge, EDF, Crédit Agricole, GDF Suez, etc.

⁵⁵ Nada se decía en esta directiva sobre la incorporación del dividendo de lealtad, pero el legislador italiano aprovechó la reforma para incorporarlas. De forma similar el legislador español incorpora ahora el voto adicional por lealtad sin que esté contemplado en la Directiva 2017/828, de 17 de mayo, pero lo hace con ocasión de su trasposición.

⁵⁶ *Testo delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, aggiornato al 09.01.2020*. Publicado por la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Disponible en: http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88

⁵⁷ En el texto en su versión original en italiano: *influenza notevole*.

nes de lealtad» o *loyalty warrants*. No son figuras idénticas, pero guardan cierta similitud. Son menos comunes que el dividendo reforzado, pero hay sociedades cotizadas francesas que ya las han incorporado⁵⁸. En ambos casos, el socio cortoplacista verá diluidos sus derechos tanto económicos como políticos, referidos a su participación en la cifra de capital, en comparación con el socio largoplacista o leal.

Las «acciones de lealtad», o *loyalty shares* en sentido estricto, suponen la concesión de acciones a aquellos socios que cumplan el periodo de lealtad. Las acciones entregadas pueden ser de la propia sociedad o de otra tercera del grupo, y pueden provenir bien de autocartera, de acciones creadas mediante una ampliación de capital con cargo a reservas, o de la concesión de un derecho que atribuya al socio leal un derecho de suscripción preferente privilegiado en una próxima ampliación de capital.

Las opciones de lealtad o *loyalty warrants*, por su parte, constituyen, en realidad, un instrumento financiero que facilita al socio cumplidor de la prestación de lealtad la suscripción o adquisición de nuevas acciones de la propia sociedad o de otra sociedad del grupo. Dos de los elementos principales de toda opción⁵⁹ son su precio, que se fija en el momento de la emisión e indica la cuantía por la que puede ejercitarse la opción de compra, y su vencimiento⁶⁰.

A diferencia de las «acciones de lealtad» en sentido estricto y del dividendo de lealtad, cuyo reconocimiento se produce *ex post* (advertido el transcurso del periodo de lealtad), en este caso, los derechos de opción se reconocen a los socios en el momento inicial del periodo de lealtad de referencia. Ahora bien, el ejercicio de la opción, su vencimiento, estará condicionado a que el socio haya cumplido este periodo de lealtad. Una posibilidad bastante utilizada es la de separar temporalmente el momento en el que finaliza el periodo de lealtad y el vencimiento de la opción. Esta posibilidad permite al socio poder negociar el derecho de opción ya consolidado. De este modo, el socio leal no solo puede optar entre ejercitar la opción o, en su caso, no ejercitarla, sino que, además, podría especular con ella mediante su negociación como instrumento financiero, y lucrarse, aumentando así su incentivo a ser leal.

3.4.4. Voto adicional por lealtad

El último de los contenidos posibles de estas «acciones de lealtad» en sentido amplio es el voto adicional por lealtad. En esta tercera opción, la ventaja consiste en un incremento

⁵⁸ Según Fernández del Pozo (2018, p. 29), han sido usadas por SEB, Air Liquide, Dietrich y Siparex.

⁵⁹ En términos financieros, estas opciones se configuran como *call options*, es decir, «opciones de compra». Este tipo de opciones atribuye a su titular el derecho de adquirir el activo al que van asociadas, por un precio determinado y en una fecha futura determinada.

⁶⁰ Mientras que, en las llamadas opciones europeas, solo se puede ejercitar el derecho en el vencimiento, las opciones americanas permiten su ejecución en cualquier momento hasta la fecha del vencimiento.

del peso del voto del socio cumplidor del periodo de lealtad. Así, el socio que permanece en la sociedad verá incrementados su poder decisorio en la conformación de la voluntad social, mientras que el del cortoplacista se diluirá. El legislador puede, o establecer la correlación entre incremento del valor del voto y el periodo de lealtad, o dejar esta decisión a elección de la sociedad vía estatutos. El «voto adicional por lealtad» busca, por tanto, incentivar a los inversores para que mantengan su inversión en la sociedad en el largo plazo, superando así el comportamiento cortoplacista que, como ya indicaba, cada vez les caracteriza más. Si cumplen el periodo de lealtad, estos socios consiguen duplicar, o más, sus derechos políticos, adquiriendo mayor fuerza en la junta general y en el consejo de administración (al tener más votos, podrán influir en las políticas de nombramiento) logrando así una mayor influencia en las decisiones de gestión social.

No se debe confundir el voto adicional por lealtad con el voto plural, mientras que el primero depende de condiciones subjetivas del accionista, el segundo va vinculado a la acción con independencia de su titular (Gandía, 2016, pp. 6-7). La mejor manera de entender cómo funciona este mecanismo es acudir al derecho comparado, observando cómo lo han regulado los países de nuestro entorno.

3.3.4.1. Francia

En derecho francés, desde 2014⁶¹, coexisten dos regímenes de voto doble: a) el régimen general, recogido en el artículo L.225-123 pfo. primero del CCom. francés⁶², y configurado como modelo *opt-in*, es decir, aquellas sociedades de capital que quieran adoptar el régimen de voto adicional deberán modificar sus estatutos y preverlo expresamente; y b) el régimen especial para las sociedades cotizadas, recogido en el artículo L.225-123 pfo. tercero del CCom. francés⁶³, configurado como un modelo de *opt-out*, esto es, el régimen de voto doble aplica a todas las cotizadas, por defecto y de forma automática, pero puede excluirse este privilegio mediante previsión estatutaria en contra, que exigirá de un acuerdo de la junta general por mayoría de dos tercios. El periodo de lealtad en ambos casos es de dos años. Además, el ejercicio del derecho requiere que el título se inscriba en un registro nominativo⁶⁴, pero nada se indica en la ley de la configuración ni del contenido de este registro.

Por último, las acciones con voto adicional no se configuran como una clase de acciones autónoma distinta al resto, sino que, en realidad, cualifican el ejercicio de los derechos políticos de las acciones ordinarias sin alterar en nada sus derechos y obligaciones. Es

⁶¹ La última reforma relativa al voto adicional fue operada por la Loi Florange, L. núm. 2014-384, de 23 de marzo de 2014.

⁶² Código de Comercio francés. *Code de commerce. Version consolidée au 25 mars 2020*. Véase nota 53.

⁶³ Código de Comercio francés. *Code de commerce. Version consolidée au 25 mars 2020*. Véase nota 53.

⁶⁴ Ex artículo L.225-123 pfo. primero y tercero del Código de Comercio francés. Véase nota 53.

decir, todas las acciones incorporan para sus titulares el derecho a un voto doble, pero su ejercicio está condicionado al cumplimiento de un periodo de permanencia (Fernández Torres, 2019, p. 3). El derecho adicional de voto va vinculado al titular, y no al título, ya que su ejercicio depende de circunstancias subjetivas. La principal consecuencia de esto es que, como regla general, el derecho del titular de la acción se extingue con su transmisión, ex artículo L.225-124 del CCom francés⁶⁵. Aunque el mismo artículo recoge ciertas excepciones, así ni la transmisión *mortis causa*, ni la liquidación de la comunidad matrimonial, ni la donación *inter vivos* a favor de un cónyuge o de un pariente, ni la fusión o escisión dan lugar a la pérdida del derecho adquirido, ni tampoco a la pérdida del cumplimiento parcial de los plazos exigidos en el artículo L. 225-123 del CCom. francés para obtener el privilegio del voto adicional por lealtad. Asimismo, aquellas acciones que el accionista obtenga de forma gratuita de la sociedad⁶⁶ incorporarán el derecho adicional de voto desde su adquisición, siempre que estas le sean entregadas al socio como consecuencia de un derecho derivado de sus acciones con doble voto⁶⁷.

3.3.4.2. Italia

En el derecho italiano, también coexiste un doble régimen, mientras que a las sociedades cerradas se les permite la emisión de acciones de voto plural (entre uno y tres votos)⁶⁸, las sociedades cotizadas, por el contrario, lo tienen prohibido ex artículo 127 sexies del TUF⁶⁹. Ahora bien, en el caso de las sociedades cotizadas, aunque no se pueda incorporar el voto plural, sí que se puede recurrir, desde 2015, al llamado *voto maggiorato*, regulado en el artículo 127 quinquies del TUF, y que se configura como un auténtico derecho adicional de voto por lealtad. Será la sociedad la que deba prever estatutariamente esta posibilidad (*opt-in*) (Gandía, 2016, pp. 3-6)⁷⁰, estableciendo el voto adicional por lealtad para aquellos accionistas que hayan sido titulares durante, al menos, dos años desde el oportuno registro de sus acciones, y comenzando el cómputo del periodo de lealtad desde el citado registro. En Italia, al igual que en derecho francés, el reconocimiento del derecho al voto adicional por lealtad se configura como una consecuencia resultante de circunstancias objetivas en el ámbito de las relaciones entre el socio y la sociedad (los dos años de tenencia de las

⁶⁵ Código de Comercio francés. *Code de commerce. Version consolidée au 25 mars 2020*. Véase nota 53.

⁶⁶ Aumentos de capital con cargo a reserva, beneficio o prima de emisión, donaciones, dividendos en acciones, etc.

⁶⁷ Art. 225-123, pfo. segundo del Código de Comercio francés. Véase nota 53.

⁶⁸ En estas acciones de voto plural, el derecho adicional de voto sí que está vinculado al título, y no al accionista ni a su circunstancia personal de que haya permanecido durante un tiempo como accionista.

⁶⁹ *Testo delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, aggiornato al 09.01.2020*. Publicado por la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Véase nota 56.

⁷⁰ Artículo 127 quinquies TUF. Véase nota 56.

acciones). El hecho de que el nacimiento de este derecho no se constituya sobre circunstancias externas permite sortear, en el ordenamiento jurídico italiano para las sociedades cotizadas, la prohibición de emisión de acciones de voto plural.

No se configuran las acciones como una categoría especial de acciones, sino que todas las acciones acarrearán este privilegio, pero su ejercicio se encuentra condicionado a la tenencia de los títulos durante un periodo de tiempo de, al menos, dos años. Esto tiene como principal consecuencia que, al igual que en Francia, la transmisión de la acción (de forma directa o indirecta, a título oneroso o gratuito) dará lugar a la pérdida del derecho adicional del voto. Como excepción a esta regla general, se conserva el derecho si la transmisión es *mortis causa*, o en fusiones y adquisiciones. Además, se extiende el voto adicional por lealtad a las nuevas acciones adquiridas mediante aumento de capital (Fernández Torres, 2019, pp. 3-4).

Lo más interesante del régimen italiano es que su legislador, en aras de una mayor transparencia y seguridad, ha regulado detalladamente el registro específico en el que han de constar las acciones a efectos del cómputo de los plazos, atendida su eficacia en relación con el ejercicio del derecho de voto (Fernández Torres, 2019, p. 5). Así, se dispone que las entradas del registro deben relacionar: a) los datos identificativos de los accionistas inscritos; b) el número de acciones registradas; y c) la fecha de inscripción en el registro. Además, se crea una sección específica en el registro con la siguiente información: a) los datos identificativos de los accionistas que tengan derecho al voto doble; b) el número de acciones a las que corresponde el derecho; y c) la fecha a partir de la cual se haya atribuido el derecho. Estos datos deben estar a disposición del accionista que los solicite en formato electrónico⁷¹.

3.3.4.3. Bélgica

Bélgica ha sido el último país de nuestro entorno en incorporar el reconocimiento de derechos de voto orientados a fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas. Lo hizo en 2019⁷². Esta reforma ha implicado la ruptura del principio de proporcionalidad, y la entrada en vigor de un doble régimen para sociedades no cotizadas y cotizadas. En relación con las primeras, sus estatutos pueden derogar la proporcionalidad, creando acciones de voto plural⁷³. Para las cotizadas, el artículo 7:53 §1 del *Code des sociétés et des associa-*

⁷¹ Artículo 143 *quartàuer* (*Contenuto dell'elenco*) del Reglamento de la CONSOB (de 19 de diciembre de 2014). *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti* (reformado en 24 de junio de 2019). Disponible en: http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_1999_11971.html/2f881567-6e9f-4eef-822a-e098360c6a56

⁷² Mediante la Ley de 23 de marzo de 2019 (que entró en vigor el 1 de mayo del mismo año).

⁷³ La regla de proporcionalidad la contempla el artículo 7:51 *Code des sociétés et des associations* (CSA), y la posibilidad de que las no cotizadas la rompan viene contemplada en el artículo 7:52 CSA (refor-

tions (CSA) recoge la posibilidad de que, mediante previsión estatutaria (*opt-in*) (Fernández Torres, 2019, pp. 4-5), se prevea la existencia de acciones con derechos de voto doble para aquellos accionistas que hayan sido sus titulares durante, al menos, dos años, debiendo acreditarse este hecho mediante inscripción en el registro de acciones nominativas de la sociedad. A diferencia de Francia e Italia, el derecho puede tener un efecto inmediato, puesto que el cómputo de los dos años se realiza desde la inscripción en el registro de acciones nominativas, que puede ser anterior a la reforma estatutaria⁷⁴.

Al igual que sucede en Francia e Italia, en el derecho belga la admisión de estas acciones con voto adicional no supone la creación de una clase distinta de acciones, sino que el derecho doble de voto es un derecho intrínseco a las acciones, pero condicionado al cumplimiento del periodo de lealtad y al registro, *ex* artículo 7:53 §3 del CSA. Como consecuencia de lo anterior, el derecho se extingue con la transmisión de las acciones, salvo excepciones recogidas en el artículo 7:53 §2 del CSA, como la transmisión *mortis causa*, la liquidación del régimen matrimonial y la fusión o escisión societaria.

3.3.5. Régimen jurídico propuesto en el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020

El régimen que el legislador español propone para estas *acciones de lealtad* en el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020 se refleja en una nueva subsección de la LSC bajo la rúbrica «Acciones con voto por lealtad» (que comprende los proyectados arts. 527 *ter* a 527 undecies LSC). En esta subsección se va a permitir que las sociedades cotizadas incluyan un régimen de voto adicional en sus estatutos (*opt-in*). El propio apartado VIII de la exposición de motivos del proyecto de ley adelanta que el régimen propuesto es similar al existente en Francia e Italia.

Tal y como se ha apuntado, el proyectado artículo 527 *ter* de la LSC opta por un sistema *opt-in*, requiriendo por tanto la modificación o, en su caso, la incorporación, como previsión estatutaria, del reconocimiento a los titulares de acciones del «voto de lealtad». El periodo que permite acceder a este privilegio se fija en dos años, que podrá ampliarse (así se contempla expresamente en la norma), pero no reducirse (expresamente prohibido)⁷⁵, y comenzará a contarse desde la inscripción en el libro registro especial que se contempla en el proyectado artí-

mado a 23 de marzo de 2019). Disponible en (página web del «Moniteur belge. Service public federal Justice».): https://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=fr&la=F&cn=2019032309&table_name=loi

⁷⁴ *Ex* artículo 7:53 §1 CSA. Véase nota 73.

⁷⁵ El Anteproyecto de Ley de 24 de mayo de 2019 no recogía expresamente la prohibición de reducción del plazo de tenencia, aunque esta prohibición se entendía implícita. En el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020, el legislador ha optado por la claridad, y ha decidido indicarlo expresamente.

culo 527 septies de la LSC⁷⁶. Este artículo zanja el debate sobre si este tipo de acciones que rompen con el principio de proporcionalidad de voto tienen cabida en el ordenamiento jurídico español, puesto que dispone, expresamente, que el reconocimiento del voto adicional por lealtad se conforma «como excepción a lo previsto en los artículos 96.2 y 188.2». Se admite así, manifiestamente, una nueva excepción legal a la regla general de proporcionalidad. Además, en este proyectado artículo 527 ter de la LSC se define «voto doble» como «el doble de votos que correspondan a cada una de las acciones en función de su valor nominal», y se indica que estas acciones con voto doble por lealtad no constituyen una clase separada de acciones.

La modificación estatutaria se encuentra regulada en los proyectados artículos 527 quáter y sexies del LSC. El primero regula las mayorías necesarias para que la junta general incluya esta figura en sus estatutos, y lo hace a través de una doble opción: a) con un quórum del 50 %, se requiere el voto favorable del 60 % del capital presente (o representado); o b) con un quórum del 25 %, se requiere el voto favorable del 75 % del capital presente (o representado)⁷⁷. Con todo, los propios estatutos pueden ampliar las mayorías y los quórums. El segundo artículo, artículo 527 sexies de la LSC, establece que la supresión de la previsión estatutaria de voto adicional por lealtad requiere de los requisitos de quórum y mayorías del artículo 201.2 del LSC. Los requisitos de supresión, por tanto, son sensiblemente inferiores a los requisitos de inclusión, puesto que para su eliminación se requiere de mayoría absoluta para un quórum del 50 % y, con un quórum del 25 %, se exige el voto favorable de dos tercios. Además, en esta votación de supresión, el propio artículo establece un límite temporal de 10 años desde la inclusión del voto adicional de manera que, si no ha transcurrido este periodo, se computan los votos adicionales por lealtad, pero si han transcurrido los 10 años, no se tienen en cuenta. Nos encontramos ante lo que la doctrina denomina «mecanismos de puesta de sol», figuras que tienen como finalidad que los instrumentos que refuerzan el control de ciertos accionistas, como es el voto adicional por lealtad, no se perpetúen en el tiempo, sino que tengan cierto carácter limitado (Gutiérrez Urtiaga y Sáez Lacave, 2020, pp. 103-105).

Al margen de la excepción en la supresión de la disposición estatutaria, la regla general de cómputo del voto adicional se contempla en el proyectado artículo 527 quinquies de la LSC. Este indica que se deben tener en cuenta estos votos adicionales, tanto para determinar el quórum (que se calculará sobre el número total de votos, incluyendo los dobles),

⁷⁶ El Anteproyecto de Ley de 2019 no dejaba claro si la medida tenía efectos retroactivos (como en el caso belga), pudiendo ejercer el derecho adicional desde la entrada en vigor de la ley y la modificación estatutaria (si se cumplía con la tenencia de 2 años) o si, por el contrario, se debía esperar 2 años adicionales desde la modificación estatutaria, comenzando el cómputo con la inscripción en el registro especial. El proyecto de ley resuelve este debate en favor de la segunda opción.

⁷⁷ Observamos como se han rebajado las mayorías respecto de las que se exigían en el anteproyecto de ley. Para este, se requería, con un quórum del 50 %, el voto favorable de dos tercios del capital presente, y con un quórum del 25 %, el voto favorable del 80 % del capital presente. El legislador parece querer así favorecer la aprobación de este mecanismo.

como para hacer el cómputo de las mayorías necesarias⁷⁸. En su segundo apartado, y de forma expresa, se remarca que deben incluirse los votos adicionales al comunicar las participaciones significativas en el informe anual de gobierno corporativo⁷⁹, así como a efectos de concretar la obligación de formular una OPA⁸⁰. Es interesante que este artículo zanja el debate surgido con el anteproyecto de ley relativo al alcance del límite estatutario que imponga un número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista. No quedaba claro en el anteproyecto si este límite estatutario abarcaba, o no, los votos dobles. El Proyecto de Ley de 2020 declara, de forma expresa, que estos votos dobles sí que quedan comprendidos dentro de la citada prohibición. No solo eso, sino que este proyectado artículo 527 quinquies de la LSC también introduce la obligación de reflejar en el acta de la reunión de la junta general el número de votos con el que concurre cada accionista⁸¹.

Lo que más se criticó del régimen establecido en el Anteproyecto de Ley de 24 de mayo de 2019 fue la ausencia absoluta de regulación relativa al registro especial en el que se debía acreditar el periodo de lealtad. Es por ello que el legislador ha incluido en el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020 el proyectado artículo 527 septies de la LSC. Este artículo regula el «libro registro especial de acciones con voto doble» que debe crear la sociedad emisora y a través del cual se va a dar cumplimiento a la obligación de los accionistas de acreditar este periodo de titularidad ininterrumpida. El accionista que pretenda la obtención del derecho doble deberá, primero, solicitar su inscripción en ese registro complementario, indicando el número de acciones respecto de las que se busca el reconocimiento del derecho de voto por lealtad⁸² y, segundo, mantener la titularidad de esas acciones durante un periodo de dos años desde la inscripción. Para fijar el contenido que debe incluir este registro, el artículo se remite a lo contemplado en el artículo 497 de la LSC, cuya redacción se modifica con el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020⁸³. Esta información, además, debe ser proporcionada por la sociedad a cualquier accionista que la solicite. En esta línea,

⁷⁸ A estos efectos, indica el proyectado apartado 2 del artículo 527 nonies de la LSC que el titular de la acción beneficiada por el doble voto debe acreditar su derecho durante el plazo de legitimación anticipada previo a cada reunión de la junta general. Esta acreditación se realizará mediante la aportación de un certificado expedido por la entidad encargada del libro registro de anotaciones en cuenta.

⁷⁹ Obligación establecida en el artículo 540 de la LSC.

⁸⁰ Obligación prevista en los artículos 128 y ss. de la LMV.

⁸¹ Obligación que, con carácter general, no aparecía recogida en el artículo 97.1.4.º del RRM, y que sí que aplicará a las sociedades cotizadas que hayan incluido el régimen de voto adicional por lealtad en sus estatutos.

⁸² Nos indica el proyectado apartado 1 del artículo 527 nonies de la LSC que la solicitud debe ir acompañada de un certificado en el que se acredite la titularidad de las acciones sobre las que se pretende obtener el derecho de voto doble. Este certificado será expedido por la entidad encargada del libro registro de anotaciones en cuenta.

⁸³ Contenido que establece la proyectada nueva redacción del artículo 497 de la LSC: a) nombre y datos de contacto (dirección y email para personas físicas, y LEI o NIF para personas jurídicas); b) número de acciones de las que es titular; y c) si la sociedad lo solicita, las clases de las acciones y la fecha desde la que es titular.

el proyectado apartado 3 del artículo 527 nonies de la LSC establece otro deber adicional de transparencia: la obligación de publicar, en la página web de la sociedad cotizada, información sobre el número de acciones con voto dobles existentes en cada momento, así como el número de acciones inscritas y pendientes de cumplir el periodo de lealtad.

Más aún, el proyectado artículo 527 septies de la LSC recoge, en su apartado quinto, la posibilidad de que el accionista renuncie, de forma total o parcial, al voto doble que le hubiese correspondido⁸⁴. Este artículo también confiere a los socios, en su apartado séptimo, la potestad de regular, vía estatutos sociales, la forma en que debe acreditarse la titularidad ininterrumpida de las acciones desde la inscripción, y el modo en el que se debe comunicar tanto la renuncia como la minoración del voto.

Por otro lado, en el proyectado apartado 1 del artículo 527 decies de la LSC se regula que, con la transmisión (o cesión) de las acciones a las que va asociado el privilegio, ya sea a título oneroso o gratuito, la regla general es que se produzca la extinción del derecho adicional de voto. Dicha extinción surgirá efectos desde la fecha de la transmisión. En esta norma es donde se observa que el privilegio se vincula al titular de la acción, y no a la acción en sí.

Frente a esta regla general de la extinción, y al igual que en derecho comparado, en el proyectado apartado 2 del artículo 527 decies de la LSC se disponen una serie de excepciones en las que la transmisión de las acciones, y el consecuente cambio de titularidad, no extingue el privilegio: a) la sucesión *mortis causa*; b) la liquidación de la sociedad de gananciales o comunidad de bienes; c) las donaciones entre cónyuges (o análoga relación), ascendientes y descendientes; d) la modificación estructural de la sociedad (de las previstas en la Ley 3/2009, de 3 de abril); y e) la transmisión entre sociedades del mismo grupo. Finalmente, debemos añadir que se contempla la concesión automática del derecho de voto adicional a las acciones asignadas gratuitamente en ampliaciones de capital sobre acciones ya poseídas con este derecho (en virtud del proyectado apartado 3 del artículo 527 ter LSC).

Por último, el proyectado artículo 527 undecies de la LSC establece que en el supuesto de titularidad indirecta, se debe acreditar únicamente la titularidad ininterrumpida del beneficiario último durante el periodo de lealtad, no siendo necesario el cumplimiento de este requisito por los intermediarios.

Expuesto el régimen, se echan en falta ciertas previsiones que, quizás, el prelegislador debería haber contemplado. En relación con la OPA, no se establece ningún periodo transitorio, como sí que se hace en el ordenamiento francés⁸⁵, en el que se suspende la obligación

⁸⁴ Esta cuestión no quedaba nada clara en la redacción del marco jurídico que hacía el Anteproyecto de Ley de 2019.

⁸⁵ La llamada cláusula *grand-père*, que otorga seis meses de suspensión de la obligación de formular la OPA si supera el 30 % (a partir del cual es obligatoria una OPA) y siempre que no supere un tercio de los derechos de voto (Fernández Torres, 2019, p. 10).

de formular la OPA cuando se han superado los umbrales como consecuencia de este voto adicional, dando así la posibilidad al accionista de deshacer su posición o de renunciar al derecho doble. Además, lanzada la OPA, si se refuerza el voto durante la operación, ¿podría impedirse esta? (Fernández del Pozo, 2018, p. 27). ¿Debemos dar por hecho que este derecho es compatible, y aplica, en el régimen de derechos de la minoría? ¿Podrían establecerse en los estatutos condiciones adicionales para adquirir el derecho adicional de voto⁸⁶?

El legislador español, sin embargo, sí que ha dado respuesta a problemas que se han planteado en otros ordenamientos jurídicos de derecho comparado, como el reconocimiento de la posibilidad de ampliar el periodo de lealtad (cuestión controvertida en Francia), o el cómputo, o no, del voto adicional en la obligación de hacer una OPA, que el artículo 527 quinquies apartado 2 de la LSC resuelve en sentido afirmativo.

4. Conclusiones

1. La excesiva asunción de riesgos a corto plazo por los inversores afecta de manera negativa a la gestión y al rendimiento empresarial, pudiendo generar una pérdida de competitividad, productividad e ir en detrimento del valor de la empresa. Además, la doctrina ha identificado la existencia de una crisis en el funcionamiento de la junta general de las sociedades cotizadas, y la necesidad de adoptar medidas que la revitalicen como órgano conformador de la voluntad social. El cortoplacismo que padecen algunos socios, e incluso los administradores, afecta a las decisiones que todos ellos han de adoptar. La obtención de beneficios a corto plazo, como objetivo empresarial, es susceptible de comprometer la sostenibilidad de la sociedad.
2. Durante las últimas décadas, el gobierno corporativo ha tratado de mejorar el funcionamiento interno de las sociedades a través del fomento de la implicación de los accionistas en el largo plazo, el aumento de la transparencia y la búsqueda del equilibrio entre los órganos sociales y las partes interesadas. En particular, a través del activismo accionario y el «largoplacismo», se pretende la implicación efectiva de los accionistas en la gestión a largo plazo de la sociedad y, frente a la «apatía racional del accionista», se opta por el refuerzo de sus derechos y la inclusión de mecanismos que faciliten el ejercicio de voto. En este contexto, y con esta finalidad, surge la Directiva (UE) 2017/828, de 17 de mayo de 2017.
3. La Directiva (UE) 2017/828 refuerza la posición del accionista en materia de comunicación y ejercicio de sus derechos, de decisión sobre la remuneración de los

⁸⁶ Sí que se permite esta posibilidad en el ordenamiento belga, aunque debe ser acotada en el tiempo, no puede ser contraria ni a la ley ni al interés societario y no puede constituir un sometimiento al ejercicio del derecho conforme a las instrucciones de la sociedad, ex artículo 7:56 §1 CSA. Véase nota 73.

administradores y de implicación y transparencia de los inversores institucionales. Por otra parte, el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020, por la que se modifica la LSC y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, recoge los postulados resultantes de la directiva y proyecta su trasposición a nuestro ordenamiento jurídico. En este contexto cabe destacar el proyectado régimen jurídico relativo a las acciones con voto adicional por lealtad.

4. El prelegislador español ha incorporado las *loyalty shares* o «acciones de lealtad», en su modalidad de voto adicional por lealtad. Este instrumento se enmarca en las denominadas «políticas de fidelización corporativa», entendidas como aquel mecanismo mediante el cual el socio que cumple con la prestación de fidelidad requerida obtiene una ventaja en su posición jurídica en la sociedad. Dentro de este amplio concepto, en concreto, en las «acciones de lealtad» la prestación de fidelidad se materializa en una obligación del socio de mantener sus acciones durante un periodo de tiempo predeterminado, y la ventaja obtenida por este puede ser de tres tipos: a) la obtención de un dividendo privilegiado; b) el incremento del número de acciones que el accionista posee (ya sea directamente, a través de la entrega de acciones, o indirectamente, mediante la entrega de opciones sobre acciones); y c) el incremento de su derecho político de voto. Siendo la tercera modalidad la elegida en el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020.
5. En Francia, Italia y Bélgica se ha admitido progresivamente el voto adicional por lealtad, y el marco jurídico de estos países ha sido tenido en cuenta a la hora de elaborar el régimen proyectado español. Lo más destacado de todos estos regímenes de derecho comparado es que el derecho adicional de voto se vincula al titular de la acción, y no al título en sí mismo considerado. Esto deriva de que el reconocimiento del derecho adicional y su ejercicio dependen de un requisito subjetivo: la tenencia de acciones durante un periodo de tiempo. Como consecuencia de lo anterior, el derecho adicional se extingue si se transmiten las acciones beneficiadas.
6. Aunque en un primer momento puede parecer que este régimen de derecho adicional por lealtad choca con el principio de proporcionalidad entre el valor nominal, cuota de participación en la cifra de capital, y el voto que se consagra para la SA en nuestro derecho societario, lo cierto es que la propia LSC recoge ciertos casos en los que se rompe esta regla (como, por ejemplo, la posibilidad de emitir acciones sin voto). Y así lo admite también el Tribunal Supremo. Por ello, la configuración del principio de proporcionalidad como una regla de carácter no absoluto, y que admite excepciones, y la ordenación del derecho de voto como derecho permeable cuyo reconocimiento y ejercicio puede verse afectado en atención a otros intereses de política legislativa, permiten la incorporación en la LSC de un régimen de voto adicional por lealtad.

7. Así, el Proyecto de Ley de 7 de septiembre de 2020 propone un sistema de voto adicional que requiere de concreción estatutaria, y fija en dos años el periodo de lealtad para acceder al privilegio. Además, se debe acreditar este periodo de titularidad ininterrumpida mediante la inscripción en un registro previsto por los estatutos. Es decir, modificados los estatutos, al accionista que cumpla con estos requisitos se le conferirá un voto adicional por cada acción de la que haya sido titular durante el periodo de lealtad de dos años.
8. En cualquier caso, no debemos olvidar que nos encontramos ante un proyecto de ley y que, aunque su contenido nos sirve para conjeturar sobre las intenciones del legislador, deberemos esperar a la modificación legislativa que sea definitivamente aprobada por las Cortes Generales para poder comprobar cuáles son las opciones legislativas por las que se ha decantado el legislador español.

Referencias bibliográficas

- Adenso Puente González, I. (2017). La influencia del activismo accionarial en el gobierno corporativo de las sociedades de capital. Régimen jurídico comparado: España, Estados Unidos y Reino Unido. *Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales*, 5, 1-11.
- Allaire, Y. (2007). Hedge Funds as Activist Shareholders: Passing Phenomenon or Grave-Diggers of Public Corporations? *Social Science Research Network*, 3-5. <https://ssrn.com/abstract=961828> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.961828>
- Álvarez Martínez, G. (2019). Gobierno corporativo, activismo accionarial y proximidad a la insolvencia. *Revista de Derecho Concurusal y Paraconcurusal*, 31, 1-5.
- Dallas, L. (2012). Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance. *Journal of Corporation Law*, 37(12-078), 293-300. <https://ssrn.com/abstract=2006556>
- Engracia Antunes *et al.* (2011). Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law (5 de abril de 2011). 46-50. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1851654
- Esteban, M. y Gil, G. (2019). Consideraciones sobre el último intento de aprobar las tasas Google y Tobin. *Actualidad Jurídica Aranzadi*, 949.
- Fernández del Pozo, L. (2018). La viabilidad de las «acciones de lealtad» en nuestro derecho de sociedades («loyalty shares»). *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 152, 9-29.
- Fernández del Pozo, L. (2019). Fidelización del socio mediante la concesión de ventajas corporativas. Dinámica de juegos y cortoplacismo. *La Ley Mercantil*, 54, 2-8.
- Fernández Torres, I. (2019). El voto adicional por lealtad: a propósito del Anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades de Capital. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 25, 1-10.
- Gandía, E. (2016). Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la

- reciente introducción del voto privilegiado en Italia. *Revista de Derecho Mercantil*, 3-6.
- García Mandaloniz, M. (2018). Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y con divulgación de la información no financiera. *Revista de Derecho de Sociedades*, 54, 1-6.
- Gutiérrez Urtiaga, M. y Sáez Lacave, M. (2020). Las acciones con derechos de voto adicionales por lealtad «acciones de lealtad» desde el análisis económico del derecho. *Revista de Economía ICE*, 915, 103-105.
- Largo Gil, R. (2017). *Derecho Mercantil I*. Vol. 2.: *El empresario. Empresario Individual y Derecho de Sociedades*. (3.ª ed.). Kronos.
- Martínez Echevarría, A. (2018). The Nature of Shareholding and Regulating Shareholders' Duties. *Nordic & European Company Law Working*, 18-08, 40-50.
- Mateu de Ros, R. (2017). Gobierno corporativo de las sociedades cotizadas: entre la libertad y la regulación. *Revista de Derecho Mercantil*, 303, 2-6.
- Megías López, J. (2017). La creación del valor tolerante: un modelo de compatibilidad jurídica entre interés social y responsabilidad social corporativa. *Diario La Ley*, 9019, 1-9.
- Paz Ares, C. (2004). El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor. *Revista de Derecho Mercantil*, 251, 7-11.
- Pérez Moriones, A. (2017). Gobierno corporativo y junta general: del Código Olivencia al Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 147, 3-13.
- Sánchez-Calero Guillarte, F. (2006). El declinar de la Junta y el buen Gobierno Corporativo. *Revista de Derecho Bancario*, 104, 1-4.
- Sánchez-Calero Guillarte, F. (2010). La igualdad de trato de los accionistas ¿un principio general? *Revista de Derecho de Sociedades*.
- Rosenblum, S. A., Cain, K. L., Niles, S. V., Wachtell, Lipton, Rosen y Katz (2014). *NYSE: Corporate Governance Guide*. White Page, 296-309 https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Corporate_Governance_Guide.pdf
- Villacorta, M. A. (2019). Acciones privilegiadas en el derecho de voto: las acciones de lealtad. *Técnica Contable y Financiera*, 21, 4-10.