

VISTO BUENO DEL O DE LA TUTOR/A DEL TRABAJO FIN DE MÁSTER

La Profesora Irene Navarro Frías, como Tutora del Trabajo Fin de Máster titulado “Las acciones de lealtad en el ordenamiento jurídico español”, realizado por Antonio Rodríguez Figueroa, informa favorablemente el mismo, dado que reúne las condiciones necesarias para su defensa.

En cumplimiento de lo previsto en la Guía docente de la asignatura, se propone la calificación de 9,5, en atención a la novedad del tema tratado, el nivel de profundidad alcanzado en su tratamiento, el desarrollo de la argumentación jurídica, la forma de la redacción y la sistemática utilizada y las consultas jurisprudenciales y bibliográficas realizadas.

En La Laguna, a 7 de marzo de 2022

Fdo.: Irene Navarro Frías

C/ Padre Herrera s/n
38207 La Laguna
Santa Cruz de Tenerife. España

T: 900 43 25 26

ull.es

Este documento incorpora firma electrónica, y es copia auténtica de un documento electrónico archivado por la ULL según la Ley 39/2015.
La autenticidad de este documento puede ser comprobada en la dirección: <https://sede.ull.es/validacion/>

Identificador del documento: 4249724 Código de verificación: LfqkushD

Firmado por: Irene Navarro Frías
UNIVERSIDAD DE LA LAGUNA

Fecha: 07/03/2022 10:41:45

TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

Universidad de La Laguna

Curso 2021/2022

Convocatoria: marzo

LAS ACCIONES DE LEALTAD EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL

“THE LOYALTY SHARES IN SPANISH LAW”

Realizado por el alumno: D. Antonio Rodríguez Figueroa

Tutorizado por la profesora: Dña. Irene Navarro Frías

Departamento: Derecho Público y Privado especial y de la Empresa

Área de conocimiento: Derecho Mercantil

ABSTRACT
<p>On April 12, 2021 by the approval of 5/2021 law, which modifies the Consolidated Text of the Capital Companies Law, approved by Royal Legislative Decree 1/2010, of June 2, in transposition of the provisions of Directive (EU) 2017/828, loyalty shares were introduced in our Legal System, specifically, in 527 ter to 527 undecies articles, giving place to important consequences in our company law.</p> <p>In this work, their legal status and the possible effects and consequences of their inclusion in our system will be analyzed and commented, as well as their opportunity and suitability in relation to the problem they are trying to solve.</p>

RESUMEN (entre 150 y 350 palabras)
<p>En fecha 12 de abril de 2021, mediante la aprobación de la ley 5/2021 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 junio, en trasposición de lo dispuesto en la Directiva (UE) 2017/828, se introdujeron las acciones de lealtad en nuestro Ordenamiento Jurídico, concretamente, en los artículos 527 ter a 527 undecies, teniendo ello importantes consecuencias en nuestro derecho de sociedades.</p> <p>En la presente obra se analizará y comentará tanto el régimen jurídico de las mismas, como los posibles efectos y consecuencias de su inclusión en nuestro Ordenamiento, así como su oportunidad e idoneidad en relación con el problema que tratan de resolver.</p>

ÍNDICE

1.- INTRODUCCIÓN.....	4
2.- FUNDAMENTO Y FINALIDAD: CORTO PLAZO O <i>SHORT-TERM</i> VS LARGO PLAZO O <i>LONG-TERM</i>.....	5
3.- CONCEPTO Y RÉGIMEN JURÍDICO.....	7
4.- DERECHO COMPARADO: RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS ACCIONES DE LEALTAD EN OTROS ORDENAMIENTOS JURÍDICOS	20
4.1.- Las acciones de lealtad en Europa.....	20
4.1.1.- Francia.....	20
4.2.2.- Italia.....	21
4.2.3.- Bélgica.....	22
4.2.4.- Holanda.....	22
4.2.5.- Estados Unidos.....	23
5.- LAS ACCIONES DE LEALTAD EN NUESTRO DERECHO DE SOCIEDADES: ALGUNOS EFECTOS Y CONSECUENCIAS.....	24
5.1.- Acciones de lealtad y principio de proporcionalidad e igualdad de trato.....	24
5.2.- Acciones de lealtad y derecho de separación del socio.....	28
5.3.- Acciones de lealtad y paralización de los órganos sociales.....	31
6.- CONCLUSIONES.....	33
7.- BIBLIOGRAFÍA.....	37

1.- INTRODUCCIÓN

En fecha 17 de mayo de 2017 se aprobó por el Parlamento Europeo la Directiva (UE) 2017/828 por la cual se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

Como mera aproximación a lo que se tratará en los próximos apartados del presente trabajo, cabe mencionar aquí que la referida Directiva nace de la preocupación que tiene el legislador europeo en relación al problema jurídico-económico que puede suponer el abusar de políticas de inversión cortoplacistas en el seno de las sociedades de capital cotizadas europeas.

La medida principal propuesta en la mencionada Directiva para fomentar la implicación a largo plazo de los socios en la vida societaria, es la inclusión de las llamadas acciones con doble voto por lealtad o *loyalty shares* que, como se verá mas adelante, implican, muy resumidamente, otorgar un voto doble a aquellos socios que lleven perteneciendo a la misma sociedad durante un determinado periodo de tiempo.

A partir de lo anterior, el legislador español, hizo lo propio en fecha 12 de abril de 2021, mediante la aprobación de la ley 5/2021 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 junio, que en trasposición de lo dispuesto en la mencionada Directiva (UE) 2017/828, introdujo las acciones de lealtad en nuestro Ordenamiento Jurídico, concretamente, en los artículos 527 ter a 527 undecies.

A lo largo de este trabajo se comentará el régimen jurídico de las mencionadas acciones de lealtad o *loyalty shares*, contenido en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, así como los posibles efectos de su inclusión e idoneidad de las mismas. Además, se tratarán las principales diferencias existentes entre la regulación española y la de diversos ordenamientos jurídicos extranjeros, que, a diferencia de nuestro caso, ya conocían la figura de las *loyalty shares* con anterioridad.

2.- FUNDAMENTO Y FINALIDAD: CORTO PLAZO O *SHORT-TERM* VS LARGO PLAZO O *LONG-TERM*

El cortoplacismo en la toma de decisiones no está limitado al mundo empresarial, sino que podría considerarse que es una tendencia inherente a la condición humana, consistente en tomar

decisiones buscando la gratificación inmediata en detrimento de futuras recompensas.¹ En el mundo empresarial, las políticas de inversión a corto plazo se pueden manifestar de diversas formas: apenas invirtiendo en I+D+I, en la formación y reciclaje de sus empleados, etc, abandonando así su principal ventaja competitiva y, en definitiva, descuidando el porvenir de la sociedad. Por otro lado, en los mercados bursátiles, un ejemplo típico -y muy actual- de cortoplacismo lo representan los “*high frequency traders*”, es decir, inversores que introducen y extraen el capital objeto de su inversión en operaciones separadas por lapsos temporales de apenas un segundo -o menos-, llegando a utilizar en muchos casos programas informáticos que se encargan de invertir capital cuando la acción o activo en concreto baja de precio, y vender cuando sube, de forma constante en el tiempo, buscando el máximo beneficio en cada momento. Un ejemplo de mercado en el que se produce en gran medida este tipo de inversión cortoplacista es el de las criptomonedas, en auge en los últimos años.

En relación con lo anterior, en 2009, el *Aspen Institute*² publicó un informe³ en el que se indicó la necesidad de realizar cambios estructurales para luchar contra el cortoplacismo, para propiciar que las compañías persigan objetivos a largo plazo e intentar minimizar los problemas que habitualmente se vinculan con este tipo de políticas de inversión⁴:

- El alto coste de las operaciones de las “*high frequency trades*” que realizan las empresas intermediarias -muy frecuentes en este tipo de inversiones- reduciendo la ganancia neta del inversor principal.
- El escaso -o nulo- interés de los socios que invierten de esta manera en la vida societaria y, por ende, en el desarrollo a largo plazo de la misma -teniendo interés, exclusivamente, en obtener el máximo beneficio económico en el menor tiempo posible-, pudiendo incluso llegar a perjudicar a aquellos socios que si tengan interés en el crecimiento a largo plazo.

Sin ir más lejos, en la exposición de motivos de la mencionada Directiva (UE) 2017/828, se relaciona directamente la práctica de políticas de inversión cortoplacista con las últimas crisis

¹ Kay, J. “*The Kay review of UK equity markets and long-term decision making: final report*”, 2012, p. 14 (https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf)

² Organización Internacional referente a nivel mundial en promover y asesorar sobre el liderazgo basado en valores (<https://www.aspeninstitute.org/about/>)

³ The Aspen Institute, “*Overcoming Short-termism: A call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*”, 2009, p. 2 y ss disponible en: (https://www.aspeninstitute.org/wpcontent/uploads/files/content/docs/pubs/overcome_short_state0909_0.pdf)

⁴ Kay, J. “*The Kay review of UK equity markets and long-term decision making: final report*” op. cit. p.14 y ss.

financieras.⁵ Esto se debe, en gran medida, a que en el mercado de la Unión Europea, los inversores reales -los que asumen el riesgo aportando su capital- normalmente actúan en el mercado mediante algún tipo de intermediario -ya sean inversores institucionales o gestores de activos, como fondos de inversión- los cuales, habitualmente, no se implican en la vida societaria en la que operan, y a menudo ejercen presión para obtener rendimientos económicos a corto plazo.⁶ Por ello, el legislador europeo estima de capital importancia el fomentar objetivos y estrategias a largo plazo, que bien pueden estar dirigidas a la fidelización de los socios mediante la implementación del régimen del voto doble por lealtad, o a la supeditación de la remuneración de los administradores sociales a *“los intereses y la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad”*⁷, entre otras.

Por su parte, el legislador español hace lo propio en el Preámbulo de la Ley 5/2021, de 12 de abril, mediante la cual se transpone a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva (UE) 2017/828, al indicar que tiene como objetivo “que los accionistas participen más a largo plazo en las sociedades cotizadas en las que invierten” pues “las estrategias de inversión cortoplacistas tienen a afectar negativamente al potencial desarrollo sostenible de las sociedades cotizadas”, llegando a afirmar que la crisis financiera de 2008 “se produjo, entre otros factores, como el resultado de una visión cortoplacista de la economía”. En este sentido, se introduce en nuestro derecho de sociedades -

⁵ “La crisis financiera ha puesto de manifiesto que, en muchos casos, los accionistas han apoyado una asunción excesiva de riesgos a corto plazo por parte de los gestores. Además, existen pruebas claras de que el nivel actual de «seguimiento» de las sociedades en las que se invierte y de implicación de los inversores institucionales y los gestores de activos a menudo es inadecuado y se centra demasiado en una rentabilidad a corto plazo, lo que puede dar lugar a una gestión y a un rendimiento empresarial que disten de ser óptimos.” (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, Considerando (2)).

⁶ “Los inversores institucionales y los gestores de activos son con frecuencia importantes accionistas de las sociedades cotizadas en la Unión y pueden, por lo tanto, desempeñar un papel destacado en el gobierno corporativo de esas sociedades, y también, de forma más general, en lo que se refiere a su estrategia y rendimiento a largo plazo. Ahora bien, la experiencia de los últimos años ha puesto de manifiesto que los inversores institucionales y los gestores de activos no suelen implicarse en las sociedades en las que tienen acciones, y se ha demostrado que a menudo los mercados de capitales ejercen presión sobre las sociedades para que obtengan resultados a corto plazo, lo que puede poner en riesgo el rendimiento financiero y no financiero de las sociedades y conducir, entre otras consecuencias negativas, a un nivel de inversión que diste de ser óptimo, por ejemplo en investigación y desarrollo, en detrimento del rendimiento a largo plazo tanto de las sociedades como de los inversores.” (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, Considerando (15)).

⁷ “(...) La política de remuneración debe contribuir a la estrategia empresarial, a los intereses y la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad y no debe estar vinculada, entera o mayoritariamente, a objetivos a corto plazo. El rendimiento de los administradores debe evaluarse usando criterios de rendimiento financiero y no financiero, incluidos, en su caso, factores medioambientales, sociales y de gestión.” (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, Considerando (29)).

entre otras medidas- el régimen del voto doble por lealtad como “un mecanismo que puede ser utilizado para incentivar a los accionistas a mantener su inversión en la sociedad en el largo plazo y reducir presiones cortoplacistas sobre la gestión de las empresas”.

No obstante lo anterior, no es pacífico en la doctrina que las acciones de lealtad sean una medida útil o eficiente para luchar contra ese cortoplacismo. En este sentido, sus detractores señalan, por ejemplo, que en otros ordenamientos jurídicos donde se han reconocido tales acciones, no siempre han tenido el efecto buscado⁸; que alteran la democracia accionarial⁹; que, evidentemente, vulneran el principio de proporcionalidad y la regla una acción-un voto -aunque, en mi opinión, esto no tiene por qué considerarse como algo negativo *per se*, como se explicará más adelante-; que la introducción de dicho mecanismo de voto doble en sociedades de capital concentrado podría generar situaciones de abuso¹⁰, o incluso, que las acciones con voto múltiple tienen mejores resultados en el corto plazo y peores en el largo plazo¹¹.

Por ello, tras presentar aquí su fundamento, una primera aproximación al problema que pretende dar solución y sus principales críticas, volveremos a abordar la cuestión más adelante.

3.- CONCEPTO Y RÉGIMEN JURÍDICO

En una primera aproximación a la delimitación de las acciones de lealtad o *loyalty shares* podríamos destacar que no se trata de una categoría especial de acciones, sino más bien de la posibilidad de otorgar un voto doble a los accionistas que reúnan ciertos requisitos¹². Es decir, podríamos definirlos como un mecanismo puesto a disposición de las sociedades de capital españolas, consistente en dar la posibilidad a las mismas de que, mediante aprobación en Junta, otorguen un voto doble por acción a aquellos socios que reúnan ciertas condiciones, pero la más importante es que lleven perteneciendo a la sociedad, como mínimo, durante dos años consecutivos.

⁸ J.A. García Cruces, “*Derecho de Sociedades Mercantiles*” 2021, Valencia, Tirant lo blanch, p.548

⁹ Fernández Torres, I. “*Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*”, 2017, Marcial Pons, p. 89

¹⁰ Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. “*Actualidad mercantil 2021*”, Tirant lo blanch, Valencia, 2021, p. 795 y ss.

¹¹ Ventoruzzo, M. “*The disappearing taboo of multiple voting shares: regulatory responses to the migration of Chrysler-Fiat*”, 2015, ECGI Working Paper Series in Law, nº 288/2015, p. 11

¹² J.A García Cruces, “*Derecho de sociedades mercantiles*”, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, p. 546; Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. “*Actualidad mercantil 2021*”, Tirant lo blanch, Valencia, 2021, p. 785-786; Campuzano A., Quetglas R. y Tortuero Ortiz J. “*Esquemas de derecho de las sociedades de capital*”, Tirant lo blanch, Valencia, 2021, p. 170 y 659; García-Cruces J. A. y Sancho Gargallo, I. “*Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*”, Tirant lo blanch, Valencia, 2021, p. 1351-1352; González Fernández, M^a B. “*El derecho de separación y la exclusión en las sociedades de capital*”, Tirant lo blanch, Valencia, 2021, p. 633

De la propia definición dada, se infieren algunas de las características principales de su régimen jurídico, contenido en los artículos 527 ter a 527 undecies del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Es en el primero de los artículos de la Subsección 4ª de la Sección 3ª del Capítulo IV del Título XIV, dedicado a las sociedades anónimas cotizadas, donde se introducen las acciones de lealtad, al prever el mencionado precepto, la posibilidad de, -vulnerando el principio de proporcionalidad previsto en el artículo 96.2 y la regla una acción-un voto- atribuir un voto doble a cada acción de la que haya sido titular el mismo accionista durante dos años:

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

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

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

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

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

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

Como se puede observar, se limita la posibilidad de introducción de las acciones de lealtad de dos maneras: por un lado, de forma temporal, puesto que solamente se le podrá atribuir el voto doble a aquellas acciones de las que haya sido titular un mismo accionista durante -como mínimo, puesto que cada sociedad podrá exigir un plazo mayor en sus estatutos sociales- dos años consecutivos y de forma ininterrumpida; y, por otro lado, una limitación definitoria o categórica, puesto que se prevé la introducción de las acciones de lealtad exclusivamente para las sociedades cotizadas. De esta manera, no podrán incorporarlas a sus estatutos ni las sociedades de responsabilidad limitada ni las sociedades anónimas que no negocien en un mercado regulado español.

Por otro lado, se recoge en este artículo 527 ter una de las características delimitadoras de las acciones de lealtad que mencionábamos en su definición, y es que no constituyen una categoría especial o separada de acciones. Por ello, considero adecuado entender a las acciones de lealtad como un mecanismo, una suerte de *opt-in*¹³, que podrán introducir las sociedades anónimas cotizadas españolas o no, para otorgar un voto doble a aquellas acciones que reúnan las condiciones anteriores.

Artículo 527 quater. Mayorías necesarias para su aprobación.

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

2. Los estatutos sociales podrán elevar las mayorías y quórum previstos en el apartado anterior.

Se recogen en el artículo 527 quater las mayorías y quórum necesarios para la aprobación del acuerdo de introducción de las acciones de lealtad, que presentan ciertas especialidades con respecto al régimen general establecido en el artículo 201 del mismo texto: En las sociedades anónimas, los acuerdos sociales se adoptan con mayoría simple de los votos presentes o representados en la junta -esto es, mas votos a favor que en contra- pero, para la adopción de los acuerdos previstos en el artículo 194 -modificaciones de los estatutos sociales, emisión de obligaciones, supresión o limitación del derecho de adquisición preferente de nuevas acciones, transformación, fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo, o el traslado del domicilio al extranjero- se requiere, por un lado, un quorum del cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho de voto y mayoría absoluta para aprobación de acuerdos en la primera convocatoria de la junta general, y un quorum del veinticinco por ciento y mayoría de dos tercios del capital presente con derecho a voto para la adopción de acuerdos en segunda convocatoria.¹⁴

Por su parte, para la aprobación de la introducción de las acciones de lealtad, elude el legislador el régimen general de la mayoría simple y parte, directamente, del quorum exigido para los

¹³ Fernández Torres I. “A propósito del Anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades de Capital”, 2019 (<https://almacenederecho.org/el-voto-doble-por-lealtad>); J.A. García Cruces, “Derecho de sociedades mercantiles” op. cit. p. 549

¹⁴ J.A. García Cruces, “Derecho de sociedades mercantiles”, op. cit. p. 549; Campuzano A., Quetglas R. y Tortuero Ortiz J. “Esquemas de derecho de las sociedades de capital” op. cit. p. 660.

acuerdos del artículo 194, con la especialidad de que la asistencia del veinticinco por ciento del capital con derecho a voto será necesario en todo caso, y la asistencia del cincuenta por ciento lo que provocará será una atenuación de la exigencia de voto para su aprobación, que en el primer caso será del setenta y cinco por ciento de votos favorables, y en el segundo del sesenta por ciento.

No obstante, como ocurre con el régimen previsto en los artículos 194 y 201, los socios podrán acordar elevar los quorum y mayorías previstas en el presente artículo 527 quater.

Artículo 527 quinquies. Cómputo del voto por lealtad.

1. Salvo disposición estatutaria en contrario, los votos dobles por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de determinar el quórum de las juntas de accionistas y del cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos.

A estos efectos, en las sociedades cotizadas cuyos estatutos contemplen la atribución de voto doble por lealtad, el quórum de constitución de la junta general previsto en los artículos 193 y 194 se calculará sobre el número total de votos correspondientes al capital suscrito con derecho a voto, incluyendo los votos dobles.

En la lista de asistentes se hará constar, junto al carácter o representación de cada asistente, el número de acciones con que concurran y el número de votos que corresponden a dichas acciones.

Cuando los estatutos fijen con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista conforme a lo establecido en el artículo 527, dicha limitación será aplicable a los accionistas titulares de acciones con voto doble por lealtad.

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

El artículo 527 quinquies contiene una previsión de capital importancia, y es que los votos dobles por lealtad se contabilizarán no solo para la consecución de las mayorías necesarias para la adopción de acuerdos, sino también para la constitución de los quorum de asistencia exigidos por la ley¹⁵. Esto aumentará enormemente el impacto que tendrán los socios beneficiarios de este mecanismo en la vida societaria, puesto que verán como no solamente se duplica la cantidad de votos que pueden emitir en relación con las acciones que ostentan, sino que también aumentará el porcentaje de capital que representan en cada junta a los efectos del quorum exigido.

¹⁵ J.A García Cruces, “*Derecho de sociedades mercantiles*”, op. cit. p. 550 y ss.

El legislador podría haber optado por establecer un régimen en el cual los votos dobles por lealtad solo contabilizaran para la adopción de acuerdos, y no para la constitución del quorum necesario en junta, pero quizás ello hubiera desmerecido en demasía la utilidad práctica del voto doble por lealtad. Pensemos que, si no se constituye el quorum necesario en primera o segunda convocatoria, deviene inútil el ostentar la posibilidad de votar doblemente. No obstante, por otro lado, con el régimen actual quizá se le da demasiado poder ya no de decisión, sino de constitución -del quorum- en la junta a los socios que ostenten voto doble por lealtad, y por ello el legislador prevé, en el segundo apartado del artículo comentado, la obligación de comunicar a la Comisión Nacional de Mercado de Valores la adquisición de participaciones significativas a la que hace referencia el artículo 23 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea, que dispone que *“El accionista que adquiera o transmita acciones que atribuyan derechos de voto de un emisor para el que España sea Estado de origen, cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, deberá notificar al emisor y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la proporción de derechos de voto que quede en su poder cuando, como resultado de dichas operaciones, esa proporción alcance, supere o se reduzca por debajo de los umbrales del 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 35 %, 40 %, 45 %, 50 %, 60 %, 70 %, 75 %, 80 % y 90 %”*. Se trata de la obligación -impuesta al socio- de comunicar al órgano de control competente -la CNMV- el porcentaje de derechos de voto que queden en su poder tras la adquisición o venta de acciones que atribuyan derechos de voto en el seno de las sociedades españolas cotizadas en España o la Unión Europea, cuando por dicha operación se modifiquen los porcentajes de voto de forma relevante, atendiendo a los umbrales establecidos en el propio precepto. Así pues, el legislador impone la misma obligación al socio que, tras la incorporación del mecanismo de voto doble por lealtad en la sociedad de la que forme parte, vea aumentados sus derechos de voto en tal medida que, atendiendo a los umbrales expuestos, deba comunicarlo a la CNMV.

Artículo 527 sexies. Cláusula de extinción y eliminación de la previsión estatutaria de voto por lealtad.

La previsión estatutaria de voto doble por lealtad deberá ser renovada en las condiciones contenidas en el artículo 527 quater transcurridos cinco años desde la fecha de aprobación estatutaria por la junta general de accionistas.

La eliminación de la previsión estatutaria de voto doble por lealtad podrá acordarse en cualquier momento por la junta general con los quorums y mayorías previstos en el artículo 201.2. En el caso de que hubieran transcurrido más de diez años desde la fecha de aprobación de la previsión estatutaria por la junta general de las acciones con voto doble por lealtad, para su eliminación no se tendrán en cuenta en el cómputo de quórums y mayorías necesarios los derechos de voto dobles.

Introduce aquí este precepto lo conocido como una *time-based sunset provision*, que no es más que una norma que decaerá por el mero transcurso del tiempo. Concretamente, se trata de la previsión de unificación forzosa de las acciones que se trate (en este caso de las que ostenten voto doble por lealtad) en una única estructura con los mismos derechos de voto tras cierto periodo de tiempo.¹⁶

A pesar de que realmente estas *sunset provisions* están pensadas para varios tipos de acciones, y ya se mencionó anteriormente que las mal llamadas acciones de lealtad no constituyen ningún tipo de acción especial o separada, sino que es, más bien, un mecanismo o instrumento, utiliza aquí el legislador dicho mecanismo de control sobre el voto doble por lealtad para evitar que se extiendan en el tiempo cualquier tipo de conductas abusivas que pudieran llegar a darse por parte de algún socio, decayendo los votos dobles por lealtad de forma automática cada cinco años, debiendo ser renovados en junta. Sin embargo, podría considerarse que el periodo de tiempo decidido por el legislador -cinco años- es demasiado corto, sobre todo teniendo en cuenta que el periodo mínimo de dominio de las acciones que se traten, exigido legalmente al socio que quiera beneficiarse del voto doble por lealtad, son dos años.¹⁷

No obstante, deja en el aire el precepto la duda de si deben contabilizarse los propios votos dobles por lealtad para la consecución del acuerdo de renovación de los mismos. Si se entendiera que sí, en mi opinión, carecería de sentido la propia *sunset provision*, puesto que se facilitarían en exceso la renovación del voto doble. Por ello, y teniendo en cuenta que el propio precepto no lo

¹⁶ B. S. Sharfman, “*The Undesirability of Mandatory Time-Based Sunsets in Dual Class Share Structures: A Reply to Bebchuk and Kastiel*”, Southern California Law Review Postcrip Vol. 93, 2019, p. 1; Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. “*Actualidad mercantil 2021*”, op. cit. p. 799

¹⁷ J. A. Águila-Real, “*Sunset clauses en materia de acciones con voto doble por lealtad*” Almacén de derecho, 2021 (<https://derechomercantilesana.blogspot.com/2021/03/sunset-clauses-en-materia-de-acciones.html>)

específica, parece que lo correcto sería entender que para llegar a las mayorías exigidas para la aprobación de la renovación de los votos dobles por lealtad, éstos no se tendrán en cuenta.¹⁸

La utilidad e idoneidad de estas *time-based sunset provisions* es una cuestión controvertida en la doctrina. La lid gira en torno a que, por un lado, la inclusión del mencionado mecanismo de control impediría el desarrollo de la visión del líder de la empresa, que en ciertas ocasiones puede ser determinante para el triunfo de la misma; mientras que por otro lado, se entiende que dicha visión se va deteriorando a medida que pasa el tiempo, y la inclusión de las *time-based sunset provisions* otorgarían al resto de socios un mayor control de la sociedad.¹⁹ Ejemplos de triunfo de la visión de un líder los encontramos en los casos de Alphabet, Facebook, Berkshire Hathaway, Comcast o Nike²⁰, no tienen ningún tipo de *sunset provision* a pesar de contar con varios tipos de acciones con diverso poder de voto, figurando entre las empresas más prósperas de Estados Unidos en la actualidad²¹; y por otro lado, hay estudios que indican que, en el mismo país, desde el año 2004 se ha incrementado de forma notable el número de empresas cotizadas que incorporan en sus estatutos algún tipo de *sunset provision*.²²

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

1. La sociedad emisora creará un libro registro especial de acciones con voto doble por lealtad que contendrá los datos previstos en el artículo 497.1. La inscripción en este libro registro en ningún caso afectará a la titularidad y legitimación para el ejercicio de los derechos de socio que se deriven de los asientos en los registros contables según lo previsto en la normativa del mercado de valores.
2. Para obtener la atribución del derecho de voto doble, el accionista deberá solicitar su inscripción en el libro registro especial, indicando el número de acciones respecto de las que pretende el reconocimiento del derecho de voto doble, y mantener la titularidad de ese número de acciones ininterrumpidamente durante un período mínimo de dos años desde la fecha de inscripción.
3. El accionista privilegiado deberá comunicar y justificar ante la sociedad, para su debida constancia en el libro registro al que se refiere el apartado anterior, cualquier transmisión de acciones que minore el número de votos por lealtad inscritos a su nombre, tanto si da lugar a su extinción como si no la determina conforme al artículo 527 decies.
4. La sociedad deberá facilitar sin demora la información que conste en este libro registro a cualquier accionista que lo solicite.

¹⁸ V. supra p.12

¹⁹ B. S. Sharfman, “*The Undesirability of Mandatory Time-Based Sunsets in Dual Class Share Structures: A Reply to Bebchuk and Kastiel*”, Southern California Law Review Postscript Vol. 93, 2019, pp. 4-9

²⁰ V. supra p.13

²¹ H. Bessembinder, “*Do Stocks Outperform Treasury Bills?*”, Journal of Financial Economics, Arizona State University, 2017, pp. 49-50

²² Informe del Council of Institutional Investors, 2018, pp.4-5

5. El accionista inscrito en el libro registro especial podrá comunicar a la sociedad en cualquier momento su renuncia total o parcial al voto doble que pueda corresponderle. En tal caso, la sociedad procederá a la modificación o cancelación de la inscripción correspondiente con efectos desde la misma fecha en que se comunique la renuncia.
6. El Reglamento (UE) n.º 2016/679 y en general la normativa de protección de datos de carácter personal se aplicará a los tratamientos de datos personales de los accionistas privilegiados descritos en este artículo, en los términos y condiciones que se establecen en el artículo 497.3
7. Los estatutos podrán desarrollar el modo en que deba acreditarse ante la sociedad la titularidad ininterrumpida del número de acciones, así como el modo en que deban realizarse las comunicaciones de minoración de votos por lealtad y de renuncia previstas en este artículo.
8. Mediante Orden de la persona titular del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital o, con su habilitación expresa, mediante Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se podrán concretar otros aspectos técnicos y formales relativos al libro registro complementario a que hace referencia este artículo.

La obligación de creación de un libro registro especial e independiente de cualquier otro para las acciones con voto doble por lealtad, impuesta por el artículo precedente, constituye una de las cuestiones con mayor relevancia práctica. Esto es así porque, junto con la necesidad de aprobación en junta con los quorum y mayorías contenidas en el artículo 527 quater -ya explicado anteriormente- la creación de un libro registro especial de acciones con voto doble por lealtad constituye el otro paso o requisito -que no presupuesto- que debe cumplir la sociedad para valerse de este mecanismo de voto doble por lealtad.

No obstante, no es claro el precepto en algunos aspectos relevantes en la práctica: ¿Cuál es el proceder que debería seguir una sociedad que quiera hacer uso del voto doble por lealtad? Del estudio de los artículos precedentes, y concordancia con los que se analizarán seguidamente, podría entenderse que lo razonable sería que la sociedad, en primer lugar, deba aprobar en junta la modificación de sus estatutos sociales para establecer que es deseo de los socios de la misma el valerse del mecanismo del voto doble por lealtad y, para ello, en segundo lugar, crea el registro especial al que se refiere el artículo 527 septies. Posteriormente, desde ese momento, y no antes -evidentemente- podrá el socio solicitar que se le incluya en el mencionado libro registro especial, para que, una vez transcurrido el tiempo requerido, hacer uso del voto doble por lealtad²³.

²³ Campuzano A., Quetglas R. y Tortuero Ortiz J. “*Esquemas de derecho de las sociedades de capital*”, op. cit. p. 661

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

1. Las sociedades que soliciten la admisión a negociación de sus acciones en un mercado regulado podrán incluir en sus estatutos sociales, con efectos desde la fecha de admisión a cotización de sus acciones, la atribución de voto doble por lealtad mediante acuerdo adoptado con las mayorías de constitución y votación previstas en el artículo 527 quater, creando asimismo el libro registro especial de acciones con voto doble.

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

3. Para la atribución de voto doble por lealtad a cualesquiera otras acciones distintas de aquellas a las que se haya atribuido el voto doble conforme a lo previsto en los dos apartados anteriores, será necesaria la previa inscripción en el libro registro especial y el transcurso del periodo mínimo de titularidad de dos años computado desde la fecha de dicha inscripción en los términos previstos en el apartado 2 del artículo 527 septies.

Resume este artículo la mayoría de características principales del régimen jurídico del voto doble por lealtad que hemos ido comentando hasta ahora:

- 1.- Que las sociedades anónimas que pretendan su inclusión deben negociar en un mercado regulado.
- 2.- Que la inclusión del régimen de voto doble por lealtad se configura como una especie de *opt-in*.
- 3.- Que dicha inclusión deberá ser aprobada en junta atendiendo a los quorum y mayorías del artículo 527 quater.
- 4.- Que es necesaria la creación de un libro registro especial de acciones con voto doble.
- 5.- Que se debe acreditar la titularidad ininterrumpida de acciones durante un periodo de tiempo determinado -que legalmente será de dos años pero que cada sociedad puede ampliarlo- siendo el *dies a quo* la fecha de inscripción en el mencionado libro registro especial.

No obstante, introduce el precepto una excepción a la regla general del *dies a quo* mencionada con anterioridad, y es que, las sociedades que soliciten su admisión a cotización podrán incluir en sus estatutos el régimen del voto doble por lealtad y, posteriormente, aprobar la correspondiente

creación del libro registro especial, teniéndose en cuenta para el cómputo de los dos años, la fecha de admisión al mercado de cotización y no la fecha de inscripción en el libro registro especial²⁴

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

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

Importante precepto que contiene algunas reglas sobre el cómputo y acreditación del periodo de lealtad a efectos de beneficiarse del voto doble. En primer lugar, como no podría ser de otra manera, se exige que el socio que pretenda valerse del régimen del voto doble por lealtad acredite la titularidad de las acciones que pretenda utilizar para ello. La forma para hacerlo es aportando un certificado expedido por el registro de anotaciones en cuenta al que se refiere el artículo 92 del TRLSC²⁵. Esto tiene sentido, si recordamos que el artículo 496 TRLSC impone la obligación de que las sociedades anónimas cotizadas representen sus acciones mediante anotaciones en cuenta, eliminando la posibilidad de hacerlo mediante títulos; y siendo que la aplicación del voto doble por lealtad también es de uso exclusivo de las sociedades anónimas cotizadas, es razonable que se exija, para la acreditación de la titularidad de las acciones, un certificado de dicho registro.

²⁴ Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. “Actualidad mercantil 2021”, op. cit. p.801

²⁵ “Las acciones podrán estar representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta. En uno y otro caso tendrán la consideración de valores mobiliarios (...)”

Por otro lado, introduce el legislador en este precepto ciertas exigencias de publicidad y/o transparencia para con el régimen de las acciones con doble voto por lealtad, pues establece que las sociedades cotizadas que cuenten con esta figura deberán indicarlo en su página web y mantenerla constantemente actualizada, además de notificar a la Comisión Nacional de Mercado de Valores el número de acciones con voto doble existentes en cada momento, y aquellas inscritas pendientes de que se cumpla el periodo de lealtad aplicable, permitiendo a los inversores conocer de forma sencilla y actualizada la situación de la sociedad.²⁶

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

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

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

a) Sucesión mortis causa, atribución de acciones al cónyuge en caso de disolución y liquidación de la sociedad de gananciales, disolución de comunidad de bienes u otras formas de comunidad conyugal, como la donación entre cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o entre ascendientes y descendientes, excepto cuando se trate de accionistas de control, en cuyo caso se someterá a votación la condición de accionista con voto doble en los términos que se determinen estatutariamente.

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

c) Transmisión entre sociedades del mismo grupo.

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

El hecho de que el voto doble por lealtad no constituye una clase especial ni separada de acciones se refleja en el artículo precedente que, consecuentemente, anuda la calidad del voto doble al socio, y no a la acción. Por ello, al cederla o transmitirla, perderá el derecho al voto doble, configurándose como un beneficio *ad personam*²⁷. No obstante, prevé el artículo tres excepciones:

- Transmisiones mortis causa o inter vivos pero con el cónyuge o personas de análoga relación de afectividad y otras personas estrechamente relacionadas con el socio²⁸

²⁶ Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. “Actualidad mercantil 2021”, op. cit. p.802

²⁷ Fernández Torres, I. “El voto adicional doble por lealtad: una reforma controvertida”, El Notario del Siglo XXI n°99, 2021 (<https://www.elnotario.es/opinion/opinion/10760-el-voto-adicional-doble-por-lealtad-una-reforma-controvertida>); Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. “Actualidad mercantil 2021”, op. cit. p. 800.

²⁸ J.A García Cruces, “Derecho de sociedades mercantiles”, op. cit. p. 549

- (ascendientes y descendientes) excepto cuando se trate de accionistas de control, en cuyo caso deberá someterse a votación en junta general dicho mantenimiento del voto doble.
- Transmisiones provocadas por cualquier modificación estructural de la sociedad que se trate.
 - Transmisiones entre sociedades del mismo grupo de empresas.
 - Acciones adquiridas gratuitamente con motivo de una ampliación de capital por un socio que ya disfrutara del beneficio del voto doble por lealtad.

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

1. En caso de existir un beneficiario último de las acciones conforme a lo previsto en el artículo 497 bis, únicamente será necesario acreditar la titularidad ininterrumpida por el periodo al que se refiere el artículo 527 ter con respecto al beneficiario último.
2. El voto doble por lealtad se extinguirá como consecuencia de cualquier cambio de beneficiario último de las acciones, salvo en los supuestos del artículo 527 decies.

El artículo que cierra la Subsección 4ª de la Sección 3ª del Capítulo IV del Título XIV, dedicado a las sociedades anónimas cotizadas, contiene una previsión que no se entiende sin explicar previamente el régimen contenido en el artículo 497 bis del mismo texto legal.

La Directiva 2007/36/CE sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas introdujo normas relacionadas con el ejercicio de los derechos de los accionistas de las sociedades anónimas cotizadas europeas. Posteriormente, la ya mencionada Directiva (UE) 2017/828 modifica la anterior, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, proponiendo, entre otras cosas, el derecho de las sociedades de identificar a sus accionistas y a obtener información sobre la identidad de los accionistas de parte de cualquier intermediario, imponiendo a estos el deber de transmitir dicha información sin demora.²⁹ De otro lado, el Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1212 por el que se establecen requisitos mínimos de ejecución de las disposiciones de la Directiva 2007/36/CE (y,

²⁹ Directiva de los derechos de los accionistas (*Shareholder Rights Directive*) (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=LEGISSUM%3A133285>); Deloitte Legal, “*Ley 5/2021: Acciones de lealtad e identificación de los accionistas y beneficiarios últimos en sociedades cotizadas*”, p.7 (https://www.iberclear.es/docs/docsSubidos/Presentaci%C3%B3n_acciones_de_lealtadidentificaci%C3%B3n_accionistas.pdf)

evidentemente, de las disposiciones modificadas por la Directiva (UE) 2017/828) concretó que, como mínimo, se deberá indicar:

- El nombre del accionista (nombre y apellido en caso de que sea persona física)
- Dirección
- Código postal
- Localidad
- País
- Código postal y apartado de correos
- Correo electrónico
- Tipo de tenencia de acciones (por cuenta propia, por cuenta ajena, etc)
- Número de acciones que tiene el accionista custodiadas por el intermediario respondedor
- Fecha inicial de la participación
- Nombre del tercero designado por el accionista

Posteriormente, mediante la aprobación de la ley 5/2021 de 12 de abril 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, se introdujo el artículo 497 bis que añade como novedad, el derecho de las sociedades cotizadas a conocer el beneficiario último de las acciones que se trate cuando la persona legitimada como accionista sea una entidad intermediaria.

Para comprender lo anterior, debemos tener claro que, en estos casos, el “accionista” y el “beneficiario último” no son coincidentes: cuando la norma habla de accionista se está refiriendo al socio en sentido estricto o formal, esto es, al sujeto que figura como titular de determinadas acciones, y el cual ostenta los derechos económicos y políticos inherentes a su condición de socio. Por otro lado, cuando la norma se refiere al beneficiario último, está hablando de esos supuestos en los que el verdadero inversor, es decir, el que asume el riesgo de la inversión, adquiere acciones a través de un intermediario (como por ejemplo, un banco). En estos supuestos, el intermediario adquiere las acciones a nombre propio pero por cuenta del verdadero inversor (beneficiario último) que es su cliente³⁰.

³⁰ Díaz Moreno, A. “Derecho a identificar a los beneficiarios últimos (art. 497 bis LSC), transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos de los socios”, Gómez Acebo & Pombo, 2021 (https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2021/05/Derecho_identificar_beneficiarios-1.pdf)

Finalmente, lo que prevé el artículo 527 undecies en relación con lo anterior es que, el socio intermediario que actúe en nombre propio pero por cuenta ajena, y pretenda acogerse al régimen del voto doble por lealtad, solamente deberá acreditar la titularidad ininterrumpida de las acciones que se trate del beneficiario último por cuenta del cual actúa, extinguiéndose dicho derecho por cualquier cambio de beneficiario último de las acciones, salvo en los casos previstos en el artículo 527 decies.

4.- DERECHO COMPARADO: RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS ACCIONES DE LEALTAD EN OTROS ORDENAMIENTOS JURÍDICOS

4.1 Las acciones de lealtad en Europa

4.1.1 Francia

En Francia el voto doble por lealtad no constituye ninguna novedad: Forman parte de su ordenamiento jurídico desde la promulgación de la *Loi du 13 novembre, réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions* de 1933³¹. No obstante, el régimen jurídico ahí contenido fue modificado en el año 2014 por la denominada *Loi Florange*³², cuya novedad mas importante es que configuró el voto doble por lealtad como el régimen general del que parten todas las sociedades anónimas cotizadas francesas, teniendo que aprobarse en junta el hecho de no utilizarlas (opt-out), diferenciándose así del sistema escogido por el legislador español, en el cual lo que se debe aprobar en junta es su inclusión (opt-in).³³ Por su parte, los requisitos que debe reunir el socio para beneficiarse del voto doble por lealtad no son otros que los exigidos por nuestro ordenamiento jurídico: (i) acreditación de la titularidad de las acciones

³¹ Loi du 13 novembre 1933, réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions (JORF, núm. 266, de 15 de noviembre de 1933); Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. "*Actualidad mercantil 2021*", op. cit. p.790

³² Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014, visant à reconquérir l'économie réelle (JORF, núm. 77, de 1 de abril de 2014).

³³ Roe M. y Cenzi Venetze F. "*Will loyalty shares do much for corporate short-termism?*," The Business Lawyer, Vol. 76, Issue 2, 2021, p. 487-490 (https://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/business_lawyer/2021/76_2/article-loyalty-shares-202104.pdf); Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. "*Actualidad mercantil 2021*", op. cit. p. 791

por un periodo de al menos dos años e (ii) inscripción de las acciones en un registro especial, momento a partir del cual se iniciará el *dies a quo* a efectos del plazo de dos años.³⁴

Pero ¿qué impacto ha tenido en Francia la inclusión del voto doble por lealtad? Pues bien, algunos autores apuntan que el Estado francés ha aumentado considerablemente su poder de voto, al tener una importante participación en más de setenta sociedades, lo que le ha permitido aumentar sus ingresos sin aumentar los impuestos³⁵. Por ello, se entiende que, de forma general, el impacto del voto doble por lealtad el Francia ha beneficiado a los *insiders* y al estado, no reflejando aún beneficios a largo plazo.³⁶

4.1.2 Italia

Al igual que en Francia, en Italia las acciones de lealtad tampoco son algo novedoso. A principios del año 2014, el gigante italiano Fiat trasladó su sede a Holanda. Uno de los motivos que provocó dicho traslado fue que en Holanda si se permitían las acciones de lealtad, a pesar de no estar reguladas expresamente -como se verá mas adelante-. Por ello, el legislador italiano consideró idóneo la introducción del voto doble por lealtad en el ordenamiento jurídico italiano, mediante la promulgación del *Decreto competitività*³⁷, para fomentar la competitividad de las empresas italianas y la involucración de los socios en la vida societaria de las mismas.³⁸

La fórmula bajo la que se introduce el voto doble por lealtad en el derecho de sociedades italiano es el denominado *voto maggiorato*, que no es mas que la posibilidad que tienen las sociedades cotizadas italianas de introducir en sus estatutos la previsión de atribución de un máximo de dos votos adicionales a los socios que acrediten la titularidad de sus acciones durante un periodo mínimo de dos años.³⁹ De esta forma, se configura el voto por lealtad como un *opt-in* al igual que en España, a diferencia del caso de Francia.

³⁴ Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. V. supra p.20

³⁵ Roe M. y Cenzi Venezze F. “*Will loyalty shares do much for corporate short-termism?*”, op. cit. p. 492 (https://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/business_lawyer/2021/76_2/article-loyalty-shares-202104.pdf)

³⁶ V. Supra p. 493

³⁷ Decreto-Legge núm. 91, de 24 de junio de 2014; convertido posteriormente en Ley por la Legge núm 116, de 11 de agosto de 2014 (GU núm. 192, de 20 de agosto de 2014).

³⁸ Roe M. y Cenzi Venezze F. “*Will loyalty shares do much for corporate short-termism?*”, op. cit. p. 495 (https://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/business_lawyer/2021/76_2/article-loyalty-shares-202104.pdf)

³⁹ Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. “*Actualidad mercantil 2021*”, op. cit. p. 792

El problema es que en Italia, la mayoría de sociedades que han incluido en sus estatutos el voto doble por lealtad son sociedades relativamente pequeñas, con gran parte de su poder de voto concentrado en una persona, no llegando a calar en las sociedades con capital disperso, que son precisamente las más propensas a las políticas de inversión cortoplacistas.⁴⁰

4.1.3 Bélgica

No es hasta el año 2019 cuando, mediante la reforma del artículo 7:52 del *Code des sociétés et des associations*, que se elimina la regla “una acción-un voto” para las sociedades anónimas no cotizadas, teniendo como límite, solamente, la doctrina del abuso de derecho.⁴¹ Se introduce así la posibilidad de atribución de un voto reforzado por lealtad a aquellos socios que acrediten la titularidad de sus acciones durante un plazo ininterrumpido de, como mínimo, dos años, manteniendo grandes similitudes con el modelo español e italiano.⁴² La gran diferencia con estos, es que el cómputo del mencionado plazo se hace en base al registro de acciones nominativas de la sociedad, sin tener en cuenta la fecha en que se decida aplicar el régimen del voto doble o la fecha en la que es admitida la sociedad en bolsa. Consecuencia de ello es, que a diferencia de lo que ocurre en el sistema español, francés e italiano, el régimen del voto doble por lealtad puede ser efectivo de forma inmediata.⁴³

4.1.4 Holanda

Las acciones de lealtad no están reguladas de forma expresa en la legislación holandesa. No obstante, sí que está admitido el voto múltiple, por lo que algunos autores entienden que, por extensión, aquellas también estarían permitidas.⁴⁴ De hecho, las acciones de lealtad fueron empleadas con motivo de la fusión entre Fiat Industrial y CNH Global en 2013: Se atribuyó en

⁴⁰ Roe M. y Cenzi Venezze F. “*Will loyalty shares do much for corporate short-termism?*”, op. cit. p. 494 (https://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/business_lawyer/2021/76_2/article-loyalty-shares-202104.pdf)

⁴¹ González Fernández, M. B. “*El derecho de separación y la exclusión en las sociedades de capital*”, op. cit. p. 648

⁴² Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. “*Actualidad mercantil 2021*”, op. cit. 793

⁴³ V. supra p.21

⁴⁴ Roe M. y Cenzi Venezze F. “*Will loyalty shares do much for corporate short-termism?*”, op. cit. p. 494 (https://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/business_lawyer/2021/76_2/article-loyalty-shares-202104.pdf)

los nuevos estatutos un voto doble a aquellos socios que hubieran mantenido sus acciones durante al menos tres años.⁴⁵

4.2 Las acciones de lealtad en Estados Unidos

El mercado de valores estadounidense siempre ha estado caracterizado por el cortoplacismo o *short-term*: una fuerte y generalizada tendencia a sacrificar el rendimiento a largo plazo por centrarse en obtener rendimientos a corto plazo. Por ello, la mayoría de inversores de este país, tienden a mantener sus acciones por un corto periodo de tiempo, estando la media en menos de un año.⁴⁶ Esto explica, en mayor o menor medida, que las acciones de lealtad apenas tengan uso en la actualidad en las sociedades de capital americanas.⁴⁷

No obstante, existen críticas a esta visión cortoplacista que mantienen las sociedades estadounidenses, y desde hace algunos años, diversos autores defienden un cambio del *statu quo*, que apueste por incentivar las políticas de inversión a largo plazo, pasando por incluir las acciones de lealtad.⁴⁸ Además, a pesar de que el uso del voto doble por lealtad no esté muy extendido, sí que es práctica habitual la de configurar una doble estructura accional (*dual class*) en la que se emiten dos tipos de acciones: una con un voto por acción, y otra que se distribuye a los accionistas titulares de las anteriores, con más de un voto por acción. Lo interesante, es que el segundo tipo de acciones solamente mantendrá su cualidad de voto extra mientras el titular de las acciones no las transmita, concentrándose las acciones con voto extra en manos de accionistas que estén interesados en el largo plazo, y el primer tipo de acciones en manos de accionistas con una visión más cortoplacista, a los cuales no les interesa el poder de voto de las mismas, sino su contenido económico.⁴⁹

⁴⁵ V. supra p. 22

⁴⁶ Conaghan, T., Lesur, L., Reighard L., Leroy L, “*Rewarding Long-Term Shareholders: European and US Loyalty Share Programmes*”, 2017 (<https://www.mondaq.com/unitedstates/shareholders/629580/rewarding-long-term-shareholders-european-and-us-loyalty-share-programmes>).

⁴⁷ Roe M. y Cenzi Venezze F. “*Will loyalty shares do much for corporate short-termism?*”, op. cit. p. 498 (https://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/business_lawyer/2021/76_2/article-loyalty-shares-202104.pdf): A modo ilustrativo, los autores explican que las pocas sociedades que decidieron incorporar las acciones de lealtad entre la década de 1980 hasta principios de 1990, la mitad decidieron eliminar dicho régimen con posterioridad.

⁴⁸ Bolton, P. y Samama F. “*L-Shares: Rewarding Long-term Investors*”, Finance Working Paper N° 342/2013 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2188661)

⁴⁹ Ortega Burgos, E. y Enciso Alonso-Muñumer, M. “*Actualidad mercantil 2021*”, op. cit 794

5.- LAS ACCIONES DE LEALTAD EN NUESTRO DERECHO DE SOCIEDADES: ALGUNOS EFECTOS Y CONSECUENCIAS

5.1.- Acciones de lealtad y principio de proporcionalidad e igualdad de trato

Cuando hablamos del principio de proporcionalidad y de la igualdad de trato, estamos haciendo referencia a elementos estructurales de nuestro derecho de sociedades, que guardan relación entre sí, y que la introducción del régimen del voto doble por lealtad ha alterado.

El principio de proporcionalidad ha sido un pilar en el desarrollo histórico de las sociedades de capital, pues desde mediados del siglo XX, al configurarse como una especie de regla de correlación entre el riesgo asumido (inversión) y el poder de decisión obtenido (voto), proporcionó un aliciente para que se produjeran importantes inversiones, favoreciendo, como consecuencia, el auge de las grandes sociedades capitalistas.⁵⁰

No obstante, en España no se recogió expresamente dicho principio hasta la promulgación de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 que, en su artículo 50.2, prohibía las cláusulas que, de cualquier forma, alteraran la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto.⁵¹

En la actualidad, el principio de proporcionalidad se refleja en los artículos 96.2 y 188.2 de la Ley de Sociedades de Capital, los cuales establecen, básicamente, la prohibición de crear acciones que alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto en el seno de las sociedades anónimas⁵². Se postula así como un elemento configurador o, dicho de otra manera, como un principio general del régimen jurídico de las sociedades anónimas -no así de las limitadas- que, no obstante, no es absoluto y admite excepciones: Las acciones sin voto (art. 98 LSC); las limitaciones estatutarias del número máximo de votos que puede emitir un socio (art.

⁵⁰ Fernández Torres, I. “*Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*”, op. cit. p. 40 y ss.

⁵¹ “*No es válida la creación de acciones con derecho a percibir un interés, cualquiera que sea la forma de su determinación, ni la de aquellas que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto o el derecho de suscripción preferente.*” (art. 50.2 LSA 1989).

⁵² Ibáñez Jiménez, J. y Martín de Vidales Godino, M. *El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el derecho de sociedades,* Cuadernos de la Cátedra Garrigues, 2015, pp. 5 y ss (disponible en https://www.comillas.edu/images/catedras/Garrigues/Cuadernos_C%C3%A1tedra_Garrigues_vol_4.pdf)

188.3 en relación con el art. 527 LSC);⁵³ los pactos parasociales⁵⁴ o, recientemente, -como se explicará más adelante- las acciones de lealtad (art. 527 ter LSC) que alteran, todas ellas, la regla “una acción-un voto”, que no es mas que la manifestación práctica del principio de proporcionalidad.

Contrariamente a lo que ocurre con las sociedades anónimas, en las de responsabilidad limitada el principio de proporcionalidad no es imperativo y deja de ser la regla general, para dar paso a la autonomía de la voluntad de los socios: “*En la sociedad de responsabilidad limitada, salvo disposición contraria de los estatutos sociales, cada participación social concede a su titular el derecho a emitir un voto.*” (art. 188.1 LSC).

Por otro lado, el principio de igualdad de trato, contenido en el artículo 97 LSC, establece que la sociedad deberá tratar igual a los socios que se encuentren en iguales condiciones⁵⁵. Aquí hay que aclarar varios extremos:

- (i) El principio obliga a la sociedad -y no a los socios- a tratar de forma igualitaria a aquellos socios que estén en las mismas condiciones. O dicho de otra manera, los socios no tienen por qué tratarse de forma paritaria entre sí (por ejemplo, los socios

⁵³ Los pronunciamientos del Tribunal Supremo no abundan al respecto. No obstante, en fecha 05 de noviembre de 1990, casa el Alto Tribunal la sentencia dictada por la Audiencia Provincial de Santa Cruz de Tenerife, sobre impugnación de acuerdos sociales. En ella, deniega el Tribunal la posibilidad de que, en el seno de una Sociedad Anónima en la cual se había llegado a un empate en la votación en junta, dirima el voto del presidente: “*La respuesta afirmativa equivaldría a que el accionista que presida tiene derecho a un voto plural, lo que chocaría frontalmente con la rotunda prohibición que en este sentido hace el artículo 38, al condenar todo supuesto directo o indirecto de creación de acciones de voto plural.*” Hace también el Tribunal una reflexión interesante en el Fundamento de Derecho Segundo *in fine*, pues determina que no es lo mismo que estatutariamente se permita limitar -reducir- el número de votos que pueda emitir un socio, que introducir acciones con voto plural -que aumentarían el número de votos que puede emitir dicho socio-

⁵⁴ Fernández Torres, I. “*Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*”, op. cit. p. 104.
⁵⁵ No supondría una vulneración del principio de igualdad de trato, por ejemplo, la introducción en los estatutos sociales de una cláusula limitativa del derecho de voto si dicha limitación se aplica a todos los accionistas que se hallen en la misma situación (STS 608/2014, de 12 de noviembre). Tampoco supone una vulneración al principio de igualdad de trato el hecho de que la sociedad reclame judicialmente a unos socios la devolución de ciertas cantidades indebidamente recibidas y a otros no: es lo ocurrido en el supuesto enjuiciado por la Audiencia Provincial de Coruña, en su sentencia 21/2018, de 19 de enero, donde se explica que los socios no demandados no lo fueron porque nunca se negaron a devolver las cantidades que debían, pero que, naturalmente, también deberán hacerlo, no apreciando el Tribunal ningún tipo de vulneración ni trato discriminatorio. Esto es lógico, porque “*Una cosa es que a los socios se les dispense el mismo trato en el ejercicio de sus derechos y otra bien distinta e injustificable que se constituya un consorcio de incumplidores, que impida la restitución de la legalidad societaria.*”

Sí vulneraría el principio de igualdad de trato, sin embargo, el realizar una reducción de capital -cuyo objeto no era otro que excluir a los socios minoritarios para que el capital social fuera íntegramente de la sociedad matriz- sin permitir votar separadamente a esos socios minoritarios que iban a verse afectados por dicha reducción (STJM N°7 Madrid, 20/12/2012); o la venta de la autocartera de una sociedad realizada exclusivamente en favor de determinados accionistas y en perjuicio de otros -con los que estaban enfrentados- al no ofrecérseles la misma oportunidad de compra, a pesar de ser accionistas de la misma clase (SAP Granada 143/2014, de 30 de mayo).

- que deciden comprar las acciones de otro no están obligados a comprar las de los demás, ni a comprarlas en las mismas condiciones).⁵⁶
- (ii) No se trata de un derecho a la igualdad en todo caso, sino solamente entre aquellos socios que reúnan las mismas condiciones. Pensemos, por ejemplo, en que una sociedad emite dos tipos de acciones: (A) y (B). Pues bien, todos los socios que tengan el mismo tipo de acción, deberán ser tratados por igual y, por el contrario, los socios con distintos tipos de acciones, pueden tener distintos derechos, siendo esto perfectamente respetuoso con el principio de igualdad de trato.
 - (iii) Además de lo anterior, hay que destacar que se prohíben las desigualdades arbitrarias, pero se permiten aquellas que estén justificadas. Sería el caso, por ejemplo, de las acciones con voto doble por lealtad, como veremos más adelante.⁵⁷
 - (iv) El artículo 97 TRLSC solamente hace referencia a los artículos que le preceden, proclamando el principio de igualdad de trato a los socios que se encuentren en condiciones idénticas, pero refiriéndose a cuando se encuentren en los concretos supuestos contemplados en los artículos anteriores.⁵⁸

La relación entre el principio de proporcionalidad y el de igualdad de trato es algo compleja. Mientras uno pretende establecer una equivalencia entre el capital social suscrito y el derecho de voto, el otro pretende equiparar en derechos a todos los socios independientemente del capital social suscrito. No obstante, la realidad es que estos principios generales no se aplican de forma absoluta, sino que, como hemos visto con anterioridad, la propia Ley los matiza y limita de

⁵⁶ Alfaro Águila-Real J. “*El principio de igualdad de trato en el contrato de sociedad*”, Almacén de Derecho, 2019, (disponible en <https://almacenederecho.org/el-principio-de-igualdad-de-trato-en-el-contrato-de-sociedad/>); Sánchez-Calero Guilarte, J. “*La paridad de trato de los accionistas y la Sentencia Audiolux del Tribunal de Justicia de la Unión Europea*”, Juan Sánchez-Calero Guilarte blog, 2009 (disponible en <http://jsanchezcalero.com/la-paridad-de-trato-de-los-accionistas-y-la-sentencia-audiolux-del-tribunal-de-justicia-de-la-union-europea/>)

⁵⁷ “*Ahora bien, ese tratamiento no implica una identidad plena de derechos, sino que determina que la igual o distinta posición de los socios tenga un fundamento admisible en la organización de la sociedad. Como se ha indicado por la doctrina, la igualdad se justifica desde diversas perspectivas. En el ámbito interno, porque la participación de distintos sujetos en una misma persona jurídica parte de que todos ostentan la condición de socio de la que derivan muchos de los principios de organización de la sociedad, lo que tiene su origen en la voluntad de los participantes en el contrato de sociedad. A todos se les atribuyen derechos idénticos y, el ejercicio de esos derechos por cada uno de ellos se proyecta sobre el resto. Ello no quiere decir que su concreta participación en el capital social pueda aparejar una mayor intensidad en el ejercicio de esos derechos. Lo relevante será que la disparidad en el trato a los accionistas encuentre una fundamentación legítima.*” (STJM N°7 Madrid, 20/12/2012).

⁵⁸ STS 406/2015, de 15 de julio: Establece el Alto Tribunal que el principio de igualdad de trato solamente se refiere a “*los derechos, privilegios y prohibiciones a que se refieren los artículos que le preceden en relación a la diversidad de derechos (art. 94.II), a las distintas clases de acciones y series, o la creación de participaciones o acciones privilegiadas frente a las ordinarias (art. 95 LSC) o las prohibiciones en materia de privilegios (art. 96 LSC)*”.

diversas formas.⁵⁹ Además, hay que tener en cuenta que el principio de proporcionalidad se aplica en una faceta muy concreta de la vida societaria (la emisión del voto), mientras que el principio de igualdad de trato tiene diversas implicaciones (tanto societarias como económicas), por tanto, en mi opinión, debe entenderse que, a pesar de que pudiera parecer que ambos principios chocan y proponen máximas diferentes, lo que realmente ocurre es que el principio de proporcionalidad tiene una manifestación muy concreta (la regla una acción-un voto) y, el principio de igualdad de trato se aplicaría en el resto de acciones llevadas a cabo por los socios a lo largo de la vida societaria (siempre que se encuentren en igualdad de condiciones).

Pues bien, así las cosas, tras la inclusión en nuestro Derecho de Sociedades el voto doble por lealtad, se altera tanto el principio de proporcionalidad como el principio de igualdad de trato pero, ¿cómo?:

- (i) La vulneración del principio de proporcionalidad, en mi opinión, es evidente: se permite la inclusión de un régimen de voto doble que burla la regla de una acción-un voto⁶⁰. No obstante, como casi todo en derecho, esto tiene sus matices, y es que, realmente, lo que prohíben los artículos 96.2 y 188.2 LSC es la creación de acciones que alteren la proporcionalidad entre el capital suscrito y el derecho de voto, cosa que no ocurre con las -mal llamadas- acciones de lealtad pues, como ya se explicó, no constituyen una nueva clase de acciones, sino un mecanismo por medio del cual se otorga el voto doble a las acciones de determinados socios que reúnan ciertos requisitos -los socios, y no las acciones, por eso la regla general es que, como ya dijimos, cuando se transmiten dichas acciones se pierden los privilegios de voto doble-. No obstante, aunque atendiendo a la dicción literal del artículo pudiera defenderse que no se trata de una vulneración al principio de proporcionalidad, yo

⁵⁹ Ruiz Peris, J.I. *“Igualdad de trato en el derecho de sociedades”*, Tirant lo blanch, 2007, pp.130 y ss. En esta obra, desactualizada en cuanto a normativa pero aun válida en reflexiones mas abstractas sobre determinadas cuestiones, defiende el autor que el principio de igualdad de trato es la regla general y la excepción es el principio de proporcionalidad, por lo que, *“identificado un derecho como general para todos los socios y ausente en la normativa una regla de proporcionalidad habrá que entender la plena vigencia del principio de igualdad de trato respecto al mismo”*. En mi opinión, esto responde a la normativa vigente en aquella época, pero en la actualidad se trata de una regla general en la cual el propio artículo que la regula prevé el matiz clave para su delimitación: solo se trata igual a aquellos socios que estén en iguales condiciones. De esta forma, el propio principio de igualdad de trato se relaciona con el de proporcionalidad, en el sentido de que, aquellos socios que no tengan el mismo tipo o número de acciones, no tendrán el mismo trato.

⁶⁰ González Fernández, M.B.; Márquez Lobillo, P. y Otero Cobos M.T. *“El derecho de separación y la exclusión de socios en las sociedades de capital”*, Tirant lo blanch, 2021, p.635; Fernández Torres, I. *“Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial”*, op. cit. p.89;

considero que a pesar de ello, si que se lesiona dicho principio, por cuanto habrán socios que, sin haber alterado su capital suscrito o riesgo asumido, verán como varía su derecho de voto o poder de decisión -tal y como ocurre con las otras excepciones ya admitas por la Ley. Sin embargo, el hecho de que considere que el régimen de voto doble por lealtad transgrede el principio de proporcionalidad y la regla una acción-un voto, no quiere decir que sea algo negativo: simplemente se suma a las excepciones ya preexistentes.

- (ii) Por otro lado, el quebranto del derecho a la igualdad de trato se produce cuando, tras la inclusión del régimen de voto doble por lealtad en la sociedad que se trate, unos socios se vean beneficiados y otros no -los que reúnen los requisitos exigidos por la Ley o la Junta-. No obstante, dicha situación es temporal, y la vulneración del principio es relativa, pues se trata de un régimen que se aprueba para la generalidad de los socios, exigiéndose unos requisitos que todos podrán reunir en algún momento si -y esta es la razón de ser de la figura- mantienen sus acciones el suficiente periodo de tiempo. En mi opinión, si se atiende además de a lo expuesto, a las propias características del principio de igualdad de trato, considero que las acciones de lealtad no suponen un verdadero quebranto del mismo -puesto que el mencionado principio solo exige igualdad de trato a los accionistas que estén en igualdad de condiciones-.

5.2.- Acciones de lealtad y derecho de separación del socio

El derecho de separación es uno de los derechos de carácter político inherente al *status socii*⁶¹ o, lo que es lo mismo, inherente a la condición de socio, que consiste, básicamente, en la posibilidad que tiene cualquier socio de salir de la sociedad de manera voluntaria en cualquier momento, - con matices- y descansa sobre la idea de que si las sociedades son fruto de la voluntad de las partes -el contrato de sociedad-, nadie puede -o debe- ser obligado ni a formar parte de una ni a permanecer en la misma cuando se ha perdido la *affectio societatis*⁶².

⁶¹ El art. 91 de la LSC dice que: “Cada participación social y cada acción confieren a su titular legítimo la condición de socio y le atribuyen los derechos reconocidos en esta Ley y en los estatutos”. Y el art. 346 “los socios que no hubieran votado a favor del correspondiente acuerdo, incluidos los socios sin voto, tendrán derecho a separarse de la sociedad en...”.

⁶² Entendida como voluntad de unión y voluntad de permanecer en la sociedad.

Históricamente, el derecho de separación del socio ha estado muy limitado⁶³. Esto ha sido así porque, por un lado, se entendía que era mas propio de las sociedades cerradas o personalistas, y no tanto de las sociedades anónimas que, por regla general, se suele afirmar que tienen carácter abierto⁶⁴ y por ello, los socios gozan de una mayor facilidad para salir de la misma; y por otro

⁶³ Con la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 en vigor, el derecho de separación estaba previsto para cuatro situaciones extremadamente delimitadas y definidas: “Artículo treinta y dos.- Los administradores de la sociedad anónima, dentro del plazo de cuatro meses, a contar desde su constitución, están obligados a revisar la valoración de las aportaciones no dinerarias. Dentro de los cuatro meses siguientes, cualquier accionista podrá solicitar del Juez de Primera Instancia el nombramiento de un perito, que revisará la valoración efectuada por los administradores. El Juez decidirá cuál de las dos valoraciones es la justa, y en su consecuencia resolverá sobre las costas. Hasta que esta revisión no se realice o transcurra el plazo en que puede solicitarse, los accionistas aportantes no podrán obtener los títulos definitivos de sus acciones. Si la revisión demuestra que el valor de los bienes aportados es inferior a la cifra oficialmente asignada a las aportaciones, el socio aportante deberá optar entre que se le anulen las acciones equivalentes a la diferencia, separarse de la Sociedad o completar en dinero esa diferencia. (...)” “Artículo ochenta y cinco —Ninguna modificación de los Estatutos que implique nuevas obligaciones para los accionistas podrá adoptarse sin la aquiescencia de los interesados. Cuando la modificación afecte directa o indirectamente a los derechos de una clase especial de acciones, será preciso, además, el acuerdo de la mayoría de estas acciones, adoptado con los requisitos previstos en el artículo anterior. Cuando la modificación consista en restringir o condicionar la transmisibilidad de las acciones nominativas, los accionistas afectados que no hayan votado a favor de tal acuerdo no quedarán sometidos a él durante un plazo de tres meses, contados desde su inscripción en el Registro Mercantil. Cuando la modificación consista en el cambio de objeto, los accionistas que no hayan votado a favor del acuerdo tendrán el derecho de separarse de la Sociedad y de obtener el reembolso de las acciones propias al precio de cotización media del último semestre o, si las acciones no se cotizan, al tipo que resulte de la apreciación del patrimonio líquido, según el último balance aprobado. Este derecho habrá de ejercitarse en el plazo de tres meses, a contar de la inscripción del acuerdo en el Registro Mercantil.” “Artículo ciento treinta y cinco.- El acuerdo de transformación sólo obligará, a los socios que hayan votado a su favor. Los accionistas disidentes podrán separarse de la Sociedad, recibiendo la parte que les corresponda en el patrimonio social, según balance cerrado el día anterior al de la fecha del acuerdo. La separación tendrá lugar siempre que el accionista disidente no se adhiera al acuerdo en el plazo de un mes, a contar de dicha fecha. También quedarán separados los accionistas no asistentes a la Junta general que, en el plazo de tres meses, contados desde la fecha del último anuncio a que se refiere el artículo anterior, no se adhieran por escrito al acuerdo de transformación.” “Artículo ciento cuarenta y cuatro.- El acuerdo de fusión sólo obligará a los accionistas que hayan votado a su favor. Los disidentes y los no asistentes a la Junta gozarán de la facultad de separarse de la Sociedad en la misma forma establecida en el artículo ciento treinta y cinco de esta Ley para el caso de transformación.” Posteriormente, tras la publicación de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989, solamente se conservó dicho derecho para los casos de sustitución del objeto social (art. 147) cambio de domicilio (art. 149) o transformación de la sociedad (arts. 225 y 227). No ocurrió lo mismo con las sociedades de responsabilidad limitada, ya que tan solo cinco años después, en 1995, se reguló un derecho de separación mucho mas amplio (art. 95: “Los socios que no hubieran votado a favor del correspondiente acuerdo tendrán derecho a separarse de la sociedad en los siguientes casos: a) Sustitución del objeto social. b) Traslado del domicilio social al extranjero, cuando exista un Convenio internacional vigente en España que lo permita con mantenimiento de la misma personalidad jurídica de la sociedad. c) Modificación del régimen de transmisión de las participaciones sociales. d) Prórroga o reactivación de la sociedad. e) Transformación en sociedad anónima, sociedad civil, cooperativa, colectiva o comanditaria, simple o por acciones, así como en agrupación de interés económico. f) Creación, modificación o extinción anticipada de la obligación de realizar prestaciones accesorias, salvo disposición contraria de los estatutos.” Guardando, como se puede observar, cierta relación con la regulación actual.

⁶⁴ No obstante, estas afirmaciones no les han parecido suficiente a la doctrina para justificar la estricta regulación que ha tenido históricamente el derecho de separación. En este sentido, por ejemplo: Senén de la Fuente, G. “*La disolución de la sociedad anónima por paralización de los órganos sociales*” Sociedad de Estudios y Publicaciones, 1965 p. 57.

lado, porque con el derecho de separación se intentan equilibrar dos intereses: de una parte, el derecho individual del socio a poder salir de la sociedad cuando desee; y de otra, el interés social, ya que el ejercicio del derecho de separación del socio tiene una evidente repercusión para el resto de socios y para la sociedad en sí misma -ya que dicha separación lleva aparejada la correspondiente liquidación del valor razonable de sus acciones o participaciones sociales- y, dependiendo del tamaño de la cartera de acciones del socio y de la sociedad en sí, podría ser más o menos relevante la salida de dicho socio⁶⁵.

Su regulación legal la encontramos en los artículos 346 y 347 de la Ley de Sociedades de Capital, de los cuales debemos destacar que, el primero de ellos, contiene las causas legales de separación -vinculadas todas ellas a una determinada votación en junta⁶⁶- mientras que el segundo precepto da la posibilidad a los socios de que, estatutariamente, y mediante votación unánime, establezcan las causas de separación que consideren.⁶⁷ No obstante, las causas de separación del socio contenidas en los mencionados preceptos son -en su mayoría-, de muy difícil aplicación en las sociedades anónimas cotizadas⁶⁸.

Poniendo en relación lo expuesto precedentemente con el objeto de estudio del trabajo, cabe afirmar que la introducción del régimen del voto doble por lealtad no ha alterado directamente el régimen de separación del socio previsto en nuestro derecho de sociedades. Como ya se explicó, al ser virtualmente imposible -o improbable- que se den los supuestos tasados en el artículo 346 LSC en el seno de las sociedades anónimas cotizadas, no se suele admitir, ni siquiera estatutariamente, el reconocimiento del derecho de separación del socio, puesto que los mismos tienen la posibilidad de vender las acciones con relativa facilidad en el mercado en el que cotice

⁶⁵ No es pacífica en la doctrina la cuestión que gira en torno a si el ejercicio del derecho de separación del socio es un asunto que afecte solamente a los socios o si afecta también a la sociedad en sí misma. En el primer sentido, Águila-Real, A. “*Conflictos intrasocietarios (los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada)*”, Revista de Derecho Mercantil, nº222, 1996 y, en el segundo sentido, González Fernández, M.B.; Márquez Lobillo, P. y Otero Cobos M.T. “*El derecho de separación y la exclusión de socios en las sociedades de capital*” op. cit. p. 193 y ss.

⁶⁶ Art. 346 LSC: “1. Los socios que no hubieran votado a favor del correspondiente acuerdo, incluidos los socios sin voto, tendrán derecho a separarse de la sociedad de capital en los casos siguientes: a) Sustitución o modificación sustancial del objeto social, b) Prórroga de la sociedad, c) Reactivación de la sociedad, d) Creación modificación o extinción anticipada de la obligación de realizar prestaciones accesorias, salvo disposición contraria de los estatutos.”

⁶⁷ Art. 347 LSC: “1. Los estatutos podrán establecer otras causas de separación distintas a las previstas en presente ley. En este caso determinarán el modo en que deberá acreditarse la existencia de la causa, la forma de ejercitar el derecho de separación y el plazo de su ejercicio. 2. Para la incorporación a los estatutos, la modificación o la supresión de estas causas de separación será necesario el consentimiento de todos los socios.”

⁶⁸ González Fernández, M.B.; Márquez Lobillo, P. y Otero Cobos M.T. “*El derecho de separación y la exclusión de socios en las sociedades de capital*”, op. cit. p 650.

la sociedad en cuestión.⁶⁹ No obstante, se debe tener presente una particularidad del régimen del voto doble por lealtad: se permite su inclusión en sociedades anónimas que, si bien aun no sean cotizadas, sí hayan solicitado su admisión a un mercado negociado (art.527 octies LSC). En este sentido, parece que lo mas adecuado sería admitir que se introduzca estatutariamente el derecho de separación del socio ante la inclusión de las acciones de lealtad siempre y cuando se ejercite el mismo en el periodo comprendido entre la solicitud y la efectiva admisión a un mercado negociado, pues hasta que eso se produzca, la sociedad en cuestión sigue siendo una sociedad anónima no cotizada⁷⁰.

5.3.- Acciones de lealtad y paralización de los órganos sociales

La paralización de los órganos sociales es una de las causas de disolución previstas en el artículo 363.1 de la Ley de Sociedades de Capital, que engloba todos aquellos supuestos en los que se produzca el colapso de la vida societaria por la imposibilidad de tomar decisiones⁷¹ por parte de la Junta General⁷², de forma permanente e insuperable⁷³, siendo irrelevante la atribución de culpas o de mala fe⁷⁴, evocando a la sociedad a su disolución, liquidación y posterior extinción⁷⁵.

La razón principal que provoca la paralización de los órganos sociales es la pérdida de la -ya mencionada- *affectio societatis*⁷⁶, agravada por el carácter limitado del derecho de separación del socio, que impedirá a los mismos separarse de la sociedad en cuestión -ante las graves

⁶⁹ González Fernández, M.B.; Márquez Lobillo, P. y Otero Cobos M.T. “*El derecho de separación y la exclusión de socios en las sociedades de capital*”, op. cit. p. 656 y ss.

⁷⁰ Vid. Supra, nota 58, p. 660 y ss.

⁷¹ La paralización contemplada en el artículo 363.1 LSC no hace referencia exclusivamente a los casos en los que la Junta General no tiene actividad, sino que también comprende los casos de bloqueo en los cuales a pesar de celebrarse juntas generales, no se logra ningún acuerdo o los alcanzados nunca son ejecutados (STS 373/2010, de 15 de junio; STS 653/2014, de 26 de noviembre, entre otras).

⁷² La paralización del órgano de administración nunca produciría la paralización a la se refiere la LSC. Para que dicho bloque reúna la suficiente entidad como para provocar la disolución de la sociedad que se trate, debe afectar a la Junta General. Esto es lógico, pues la inactividad del primero es fácilmente superable si la Junta General funciona correctamente -bastaría con convocar junta para cesar a los antiguos administradores, que estaban provocando la parálisis, y nombrar a otros-. (STS 373/2010, de 15 de junio; STS 653/2014, de 26 de noviembre)

⁷³ Entendiéndose por “permanente” aquella no transitoria o vencible, y por “insuperable” aquella que resulte imposible su funcionamiento (STS 653/2014, de 26 de noviembre).

⁷⁴ Es irrelevante que la acción de disolución se haya ejercitado con abuso de derecho. Lo único que afecta a la procedencia o no de la causa de disolución es la constatación de la paralización. (STS 653/2014, de 26 de noviembre).

⁷⁵ La disolución de las sociedades de capital es una -la primera- de las fases del proceso de extinción de las mismas, seguida del procedimiento de liquidación -judicial o mediante acuerdo- y la posterior extinción definitiva. En este sentido: Rojo, A. y Beltrán, E. “*La disolución y liquidación de sociedades mercantiles*”, Tirant lo Blanch, Valencia, 2009 p.23; Beltrán E. “*La disolución de la sociedad anónima*”, Civitas, Madrid, 1991 p.21-22; García-Cruces, J.A. “*Derecho de sociedades mercantiles*”, Tirant lo Blanch, Valencia, 2019, p.490, entre otros.

⁷⁶ STS 02 de marzo de 1998; STS de 10 de junio de 1.999.

desavenencias entre ellos sufridas- a menos que se haya previsto estatutariamente dicha eventualidad, provocando la imposibilidad de adoptar acuerdos -o incluso de convocar juntas- causando eso a su vez, inevitablemente, la disolución de la sociedad.

En este sentido, para prevenir y solucionar dicha parálisis, y teniendo en cuenta que la situación más habitual en la que se suele manifestar la causa de disolución en cuestión es la imposibilidad de aprobar determinados asuntos por empate de votos, las soluciones más habituales que se suelen proponer pasan por la utilización de determinados pactos de socios -parasociales⁷⁷ o estatutarios⁷⁸. Entre ellos, cabe destacar el voto reforzado o voto de calidad, que consiste en otorgar a la persona elegida por la Junta, un voto doble o plural que se activaría exclusivamente cuando fuera necesario; el voto dirimente del socio o vocal independiente, que consistiría en dar la posibilidad de que el beneficiario de dicho privilegio vote en sentido contrario al seguido por el resto del Consejo, en su caso; la intervención dirimente de un tercero arbitrador, mediante el cual se le otorgaría un derecho de voto a una persona ajena a la sociedad; las cláusulas de arrastre o *drag-along*, que concederían un derecho de arrastre al socio que pretende vender sus acciones a un tercero, con respecto al socio/s que se oponen a dicha venta; o las cláusulas de sometimiento a métodos alternativos de resolución de conflictos, como la mediación o el arbitraje -o ambas-.⁷⁹

De todos ellos, por lo que a esta obra compete, cabe destacar la posibilidad de otorgar un voto reforzado o de calidad a uno de los socios. El problema principal que plantea la utilización de esta cláusula es que, como ya se dijo, la Ley de Sociedades de Capital prohíbe expresamente la utilización del voto doble o plural en las sociedades anónimas (art. 96 y 188 LSC) en manifestación del principio de proporcionalidad y la regla una acción-un voto. Por lo tanto, dicho pacto sería aplicable -y en mi opinión, útil- solamente en las sociedades de responsabilidad limitada. No obstante, ya se comentó que ambos principios no son absolutos y se encuentran con diferentes excepciones y limitaciones a lo largo de la Ley. De hecho, la inclusión del régimen del voto doble por lealtad constituye una clara excepción al principio de proporcionalidad y a la prohibición del voto doble en la sociedad anónima cotizada. En este sentido, considero que la utilización del régimen del voto doble por lealtad sería realmente útil como método novedoso de

⁷⁷ Acuerdos realizados entre los socios, al margen de los estatutos sociales, para regular diversas cuestiones que estiman pertinentes (Burgos Ortega, E. “*Tratado de conflictos societarios*”, Tirant lo Blanch, Valencia, 2019, pp.61)

⁷⁸ Fernández Del Pozo, L. “*La paralización de los órganos sociales en las sociedades de capital. Estudio de sus remedios societarios y una propuesta de reforma*”, Marcial Pons, Madrid, 2018, p. 86

⁷⁹ Fernández Del Pozo, L. “*La arbitrabilidad de las situaciones de paralización de los órganos sociales*”, Revista de derecho de sociedades, N°51, 2017, p. 229; Tusquets Trías de Bes, F. “*Comentario a la Resolución de la Dirección General de Registros y del Notariado de 25 de junio de 2013. Sumisión de las controversias societarias entre administradores a mediación y arbitraje*”, Anuario de justicia alternativa, N°13, 2015, p. 141 y ss

solución de la paralización de los órganos sociales: se le otorgaría el voto doble a aquellos socios que cumplan con los requisitos temporales exigidos, pero condicionando su ejercicio únicamente a los supuestos de imposibilidad de adopción de acuerdos por la Junta, cumpliendo así un doble objetivo: la lucha contra el cortoplacismo accionarial, mediante la fidelización de los socios a través de la potenciación de su derecho de voto y, por consiguiente, la estabilización del capital social mayoritario (finalidad de las acciones de lealtad); y la resolución de las situaciones de parálisis societaria por parte de aquellos socios más antiguos que, además, -y en principio- serán los que más interés tendrán en el porvenir de la sociedad. De esta forma, se estaría utilizando una especie de cláusula de voto reforzado o de calidad de forma encubierta bajo el espectro del régimen del voto doble por lealtad, en el seno de una sociedad en la cual, en principio, estaría prohibido utilizar.

No obstante, esta tesis no está exenta de fallas, puesto que, como se indicó en su momento, el legislador solo ha previsto la inclusión del régimen del voto doble por lealtad para las sociedades anónimas cotizadas. Por ello, lo aquí propuesto no serviría para solucionar las situaciones de parálisis societaria sufridas en las sociedades anónimas no cotizadas -ni en las sociedades de responsabilidad limitada, pero ahí no tiene mayor importancia puesto que pueden valerse de las cláusulas de voto reforzado o de calidad al no estar prohibido-. En este sentido, a pesar de que la decisión adoptada por el legislador tiene lógica, teniendo en cuenta que la finalidad de las acciones de lealtad es luchar contra las políticas de inversión cortoplacistas que se dan, lógicamente, dentro de las sociedades negociadas, y no en otras, considero que, no obstante, no había ningún problema en que se introdujera el régimen del voto doble por lealtad en todas las sociedades anónimas, puesto que el aumentar el interés de los socios en la participación de la vida societaria reforzando su poder de voto hubiera sido igualmente útil en este tipo de sociedades, ya que potenciaría la posición de los accionistas que tienen mayor interés en el porvenir de la sociedad de la que forman parte, pudiéndose traducir eso, posteriormente, en una mejor toma de decisiones que, en cualquier caso, reportaría beneficios al conjunto de la sociedad (mediante la creación y mantenimiento de puestos de trabajo, la contribución a las arcas públicas por el pago de impuestos, la inversión en innovación... etc).

6.- CONCLUSIONES

A lo largo del presente trabajo ha quedado patente cómo el problema del cortoplacismo es una cuestión que preocupa -y viene preocupando desde hace años- tanto al legislador nacional como europeo. En este sentido, en distintos países en los cuales los mercados y la estructura de las

sociedades de capital difieren -en mayor o menor medida- se han ido previendo diversas fórmulas que, sin embargo, apuntan todas ellas en la misma dirección: fomentar las inversiones a largo plazo en el seno de las sociedades de capital. En relación con lo anterior, se ha centrado el objeto de estudio de la presente obra en el análisis de uno de los mecanismos empleados para ello: las *loyalty shares* o acciones de lealtad.

En este sentido, tras desgranar pormenorizadamente el régimen jurídico de las mismas -contenido en los artículos 527 ter a 527 undecies del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital- y compararlo en el plano internacional, se comprobó que cada país no solo ha adoptado medidas diferentes para luchar contra el cortoplacismo, sino que, a pesar de que muchos han incorporado a su derecho de sociedades las *loyalty shares* o acciones de lealtad, lo han hecho adaptando su configuración a las características concretas de su mercado y de sus sociedades de capital, pero compartiendo la misma finalidad.

No obstante lo anterior, no era objeto de este trabajo el analizar los efectos producidos por la introducción de las mencionadas acciones de lealtad en todos los ordenamientos jurídicos comparados, sino solamente algunos de los producidos -o que se podrían producir- en nuestro derecho de sociedades. Así pues, se explicó cómo iban a romper completamente con el principio de proporcionalidad y la regla una acción-un voto previstas en los artículos 96.2 y 188 TRLSC, los efectos que podrían tener -o no- con respecto al principio de igualdad de trato (art. 97 TRLSC) y el derecho de separación del socio (art. 346 y 347 TRLSC), y los efectos y su posible utilidad con respecto a la paralización de los órganos sociales, -una de las causas de disolución de las sociedades de capital previstas en el art. 363 TRLSC-.

En relación con lo anterior, y en lo que atañe a mi opinión sobre el tema expuesto, cabe resaltar que no es mi intención extenderme demasiado al respecto, puesto que, en realidad, he ido reflejando mis conclusiones a lo largo de toda la obra. No obstante, me gustaría destacar que en mi opinión, las acciones de lealtad no van a tener un impacto significativo en el abandono de las políticas cortoplacistas de las sociedades anónimas cotizadas españolas o, al menos, no por sí solas. Considero que deberían haberse acompañado con otras medidas de diferente entidad: por ejemplo, desde un punto de vista fiscal, se podría gravar el “*trading*” y rebajar la carga fiscal de la venta de acciones que se hayan mantenido durante un determinado periodo de tiempo; desde un punto de vista de oportunidad legislativa, podría el legislador haber permitido su inclusión en -al menos- las sociedades anónimas no cotizadas, como se permite en otros ordenamientos jurídicos, -llegando incluso a admitirse en las sociedades de responsabilidad limitada, con los beneficios y problemas que eso podría suponer, teniendo en cuenta que, normalmente, este tipo

de sociedades se caracterizan por tener su capital altamente concentrado en pocos socios-, para que tuvieran un mayor impacto en el tejido empresarial español, al cual, como ya se dijo, no solo le afectaría positivamente la predominancia de políticas de inversión largoplacistas en las sociedades anónimas cotizadas, sino también que el resto de sociedades de capital tomen sus decisiones teniendo presente el rendimiento a largo plazo de las mismas y, además, se podría haber previsto las mencionadas acciones de lealtad como solución -legal- a la paralización de los órganos sociales, en los términos expuestos en el apartado quinto del presente trabajo.

Por otro lado, desde un punto de vista societario, me gustaría destacar que hay que tener claro que el socio al que va dirigida la medida es el socio mayoritario: la intención de la inclusión de la medida es la estabilización del capital social de las sociedades anónimas cotizadas. No obstante, la intención es una cosa y lo que se consigue o se pudiera conseguir -en mi opinión- es otra: ni van a suponer un gran incentivo para el socio mayoritario -teniendo en cuenta que ya era el socio de control y probablemente ya estaría interesado en el rendimiento a largo plazo de la sociedad antes de la inclusión del voto doble por lealtad-, ni es una medida exenta de problemática, porque podrían propiciar situaciones de abuso de control, al reforzar sobremanera la posición de esos socios que ya gozaban una posición ventajosa, pudiendo tener una consecuencia nefasta para el socio minoritario que, no solo no se vería incentivado por la futura obtención de un voto doble por lealtad, sino que, ante el aumento de control del socio mayoritario, se estaría desincentivando, directamente, el interés de la minoría en la implicación en la vida societaria y, por ende, en el rendimiento a largo plazo de la sociedad. Por ello, si bien es cierto que lo que se persigue a través de las acciones de lealtad no es la protección del socio minoritario, creo que deberían haberse acompañado las mismas con algunas medidas que buscaran mitigar los posibles efectos adversos que podrían sufrir los socios minoritarios o, incluso, tratar de recompensarles también a ellos el hecho de que mantengan sus acciones por un determinado periodo de tiempo, incluyéndolos así en esta corriente largoplacista de políticas de inversión y toma de decisiones que se está intentando fomentar. Con respecto a este último extremo, se debe tener en cuenta que los socios minoritarios de las sociedades anónimas cotizadas normalmente no tienen interés en participar en la vida societaria, y lo único que buscan es obtener un rendimiento económico. Pensemos, por ejemplo, en una persona física que compra una acción -o una fracción de acción- de Inditex. ¿Acaso ese inversor tendrá algún interés más allá de obtener beneficios económicos fruto de la inversión realizada? Indudablemente no, y aunque lo tuviera, ni siquiera otorgándole el voto doble por lealtad tendría la suficiente capacidad para ello. Por eso, el otorgarle un doble voto no le incentivará a mantener sus acciones, debiendo ser su recompensa de carácter económico -un dividendo extra, una acción de la propia sociedad, etc- y no de carácter político.

Sin embargo, no quiero que se me malinterprete: me parece que la introducción de las *loyalty shares* en nuestro Ordenamiento Jurídico no resta, sino suma. Lo que quiero resaltar es que, si la intención es evolucionar hacia un capitalismo sostenible y fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas, es un buen paso hacia la consecución de ese fin, pero no el definitivo, y además, debido a su reciente adopción, habrá que esperar para ver sus efectos finales.

BIBLIOGRAFÍA

- Águila-Real, A: *Conflictos intrasocietarios (los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada*, Revista de Derecho Mercantil, nº222, 1996.
- Beltrán E: *La disolución de la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1991.
- Bessembinder H: *Do Stocks Outperform Treasury Bills?*, Journal of Financial Economics, Arizona State University, 2017.
- Bolton, P. y Samama F: *L-Shares: Rewarding Long-term Investors*, Finance Working Paper, Nº 342/2013.
- Burgos Ortega, E: *Tratado de conflictos societarios*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2019.
- Campuzano B.; Quetglas R. S.; Tortuelo Ortiz J: *Esquemas de Derecho de las sociedades de capital*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021.
- Fernández Torres, I: *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, 2017.
- Fernández Del Pozo, L: *La paralización de los órganos sociales en las sociedades de capital. Estudio de sus remedios societarios y una propuesta de reforma*, Marcial Pons, Madrid, 2018.
- Fernández Del Pozo, L: *La arbitrabilidad de las situaciones de paralización de los órganos sociales*, Revista de derecho de sociedades, Nº51, 2017.
- García-Cruces, J.A: *Derecho de Sociedades Mercantiles*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021.
- García-Cruces J.A. y Sancho Gargallo I: *Comentario de la ley de sociedades de capital*, Tirant lo blanch, valencia, 2021.
- González Fernández, M.B.; Márquez Lobillo, P. y Otero Cobos M.T: *El derecho de separación y la exclusión de socios en las sociedades de capital*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021.
- Ortega Burgos, O.; Alonso-Muñumer M: *Actualidad Mercantil 2021*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021.
- Roe M. y Venezze F: *Will loyalty shares do much for corporate short-termism?*, The Business Lawyer, Vol. 76, Issue 2, 2021.
- Rojo, A. y Beltrán, E: *La disolución y liquidación de sociedades mercantiles*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2009.
- Ruiz Peris, J.I: *Igualdad de trato en el derecho de sociedades*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2007.

- Senen de la Fuente, G: *La disolución de la sociedad anónima por paralización de los órganos sociales*, Sociedad de Estudios y Publicaciones, 1965.
- Sharfman S.B: *The undesirability of Mandatory Time-Based Sunsets in Dual Class Share Structures, a reply to Bebchuk and Kastiel*, Souther California Law Review Postcrip, nº93, 2019.
- Tusquets Trías de Bes, F: *Comentario a la Resolución de la Dirección General de Registros y del Notariado de 25 de junio de 2013. Sumisión de las controversias societarias entre administradores a mediación y arbitraje*, Anuario de justicia alternativa, Nº13, 2015.
- Ventoruzzo, M: *The disappearing taboo of multiple voting shares: regulatory responses to the migration of Chrysler-Fiat*, 2015, ECGI Working Paper Series in Law, nº 288/2015.