

María Gutiérrez Urtiaga*
Maribel Sáez Lacave**

LAS ACCIONES CON DERECHOS DE VOTO ADICIONALES POR LEALTAD «ACCIONES DE LEALTAD» DESDE EL ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO

La introducción de las acciones de lealtad es una de las medidas que se incluyen en el anteproyecto de ley por el que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para adaptar la normativa española a la [Directiva \(UE\) 2017/828 del Parlamento y del Consejo de 17 de mayo de 2017](#) en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. El propósito de este trabajo es estudiar, desde la perspectiva del análisis económico del derecho, su funcionalidad y regulación.

Shares that confer additional voting rights because of loyalty, *loyalty shares*: a Law and Economics approach

The incorporation of loyalty shares is one of the measures included in the draft bill that amends the Stock Companies Law to adjust Spanish legislation to the Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 as regards the encouragement of long-term shareholder engagement in listed companies. The aim of this paper is to study, using a Law and Economics perspective, its functionality and regulation.

Palabras clave: acciones de lealtad, estructura de propiedad, gobierno corporativo, cláusulas de puesta de sol.

Keywords: loyalty shares, ownership structure, corporate governance, sunset clauses.

JEL: G38, K22.

1. Introducción

Las acciones con derechos ligados al tiempo de tenencia, *loyalty shares* o «acciones de lealtad», tienen derechos de voto o derechos económicos adicionales

si se han mantenido en manos del actual propietario durante un período mínimo de tiempo preestablecido (generalmente entre dos y cuatro años). La introducción de las acciones de lealtad es una de las medidas que se incluyen en el anteproyecto de ley por el que se modifica la Ley de Sociedades de Capital (LSC) para adaptar la normativa española a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento y del Consejo de 17 de mayo de 2017, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. El propósito de este trabajo es estudiar,

* Universidad Carlos III de Madrid y European Corporate Governance Institute (ECGI).

** Universidad Autónoma de Madrid. Departamento de Derecho Privado, Social y Económico.

Versión de marzo 2020.

DOI: <https://doi.org/10.32796/ice.2020.915.7073>

desde la perspectiva del análisis económico del derecho, su funcionalidad y regulación.

Las *acciones de lealtad* se han propuesto como un mecanismo llamado a limitar —al menos, en teoría— las presiones cortoplacistas que el mercado impondría a los directivos de las empresas con capital disperso, cuyo salario y supervivencia están ligados al valor de mercado¹. De este modo, al aumentar el poder de voto de los socios más fieles y estables, se facilitaría que la sociedad se gestionara con una perspectiva a largo plazo. Sin embargo, aunque existe alguna evidencia empírica de que la entrada de inversores institucionales con períodos de inversión cortos puede afectar a las decisiones de inversión y rendición de cuentas de los administradores², no existe ninguna evidencia empírica de que las *acciones de lealtad* ayuden a resolver este problema³. Además, como explicaremos más adelante, ya existen mecanismos de mercado que podrían premiar la lealtad de los accionistas sin necesidad de alterar la regulación.

En realidad, las *acciones de lealtad* se utilizan en la práctica con otros fines. El primero es como mecanismo para abaratar el control que los accionistas significativos ejercen en muchas empresas cotizadas de

propiedad concentrada⁴. En este sentido son funcionalmente equivalentes a las acciones con múltiples derechos de voto, y muy similares a otros mecanismos que cumplen el mismo propósito, como las estructuras piramidales, las acciones de oro, las acciones cruzadas, o los techos a los derechos de voto, pactos parasociales de control, uso de derivados para crear «voto vacío», etc⁵. Por lo tanto, el debate de mayor calado consiste en determinar si las *acciones de lealtad* ofrecen ventajas respecto a estos otros mecanismos de abaratamiento del control.

Otro propósito que persiguen los países a la hora de introducir las acciones de lealtad tiene que ver con el mercado de productos jurídico-societarios y la competencia normativa entre distintas jurisdicciones. Estas acciones están reguladas en Francia, Holanda, Italia, Bélgica y son aceptadas por el NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) y el NYSE (New York Stock Exchange). Sin embargo, hay mercados como Alemania o el Reino Unido que no las permiten. Por lo tanto, hay que entender la regulación de las acciones de lealtad como una manifestación de la competencia entre los mercados de capitales. En Europa esta competencia parece llevar hacia ofrecer mayor flexibilidad y libertad contractual en la protección de los inversores⁶, como forma de atraer a los directivos y accionistas de control —y, consecuentemente, la empresa que controlan— a un mercado determinado.

Teniendo en cuenta todo esto, este trabajo tiene como objetivo analizar la regulación óptima de estas

¹ El primer análisis de este tipo de acciones se debe a Bolton y Samama (2013), y su propuesta inicial se centra en la emisión de acciones con *warrants* no transmisibles que pueden ejercerse si se mantienen las acciones durante un período determinado. Sin embargo, en la práctica, a posteriori, tanto Francia como Italia han regulado por separado las *acciones de lealtad* y los dividendos mejorados. Por su parte, Quimby (2013) propone unas *acciones de lealtad* que combatirían el cortoplacismo sin necesidad de alterar ni los derechos de económicos ni los de voto, simplemente con una imposición diferencial en el momento de vender acciones según el plazo durante el cual se hayan mantenido las acciones.

² Cremers, Pareek y Sautner (2018), controlando por problemas de endogeneidad, encuentran que un aumento de inversores institucionales con horizontes de inversión cortos en una empresa es seguido de una reducción en los niveles de I+D, aumentos de los beneficios y sorpresas positivas respecto a los beneficios esperados por el mercado.

³ De hecho, las decisiones de voto de los inversores institucionales y sus incentivos contrapuestos para votar o no hacerlo, así como los beneficios o costes que el voto activo de los inversores institucionales puede tener para las empresas, son temas que todavía no están resueltos en la literatura. Un buen análisis del problema es presentado por Enríques y Romano (2018).

⁴ Croci (2018) encuentra que después de su aprobación en Italia, durante el período de tres años que va de 2015 a 2018, este tipo de acciones fueron adoptadas únicamente por empresas controladas por familias. Dallas y Barry (2015) documentan el mismo fenómeno en EE UU, mostrando además que los socios de control reducen su participación tras la adopción de estas medidas. Ver *infra* apartado 4.

⁵ Sobre los distintos blindajes del control minoritario, frente a la regla una acción-un voto, véase Sáez Lacave (2011).

⁶ Este sería según Ventruruzzo (2015) el caso de las jurisdicciones europeas. Véase también, Reddy (2019) argumentando que la falta de acciones de voto doble no facilita a las *starts-up* inglesas salir a bolsa en el mercado londinense, LSE (London Stock Exchange), y estas empresas acaban siendo compradas por inversores o competidores extranjeros.

acciones, poniendo el acento en la manera que pueda potenciar más sus beneficios, manteniendo a la vez salvaguardas que permitan a los inversores minoristas proteger su inversión. Para ello, partimos de la regulación actual española y después estudiamos las normativas europeas de los países que permiten este tipo de acciones (Francia, Italia, Holanda y Bélgica). A partir de aquí, y tras un análisis coste-beneficio, examinamos las diferentes opciones regulatorias en referencia al objetivo propuesto.

2. Las acciones de lealtad y otros mecanismos para favorecer el mantenimiento de acciones a largo plazo en la regulación actual española

El principio en el que están basadas las acciones de lealtad es el de premiar a los accionistas que mantienen sus acciones durante un mayor plazo de tiempo. Este premio puede hacerse bien aumentando los derechos de voto (acciones de lealtad), bien aumentando sus derechos económicos (dividendo mejorado) o bien aumentando ambos, lo cual se haría con una emisión de *warrants* entre el accionariado, otorgando dichos *warrants* derecho a comprar nuevas acciones con la condición de que se mantengan las acciones hasta el período de ejercicio de los *warrants*.

De las tres alternativas, la emisión de *warrants* ya sería posible dentro de la regulación española actual, mientras que los *dividendos mejorados* y las *acciones de lealtad* precisarían de regulación para que puedan ser introducidos en nuestro ordenamiento. Nótese, sin embargo, que mientras la mayoría de los países de nuestro entorno que han regulado las acciones de lealtad, también han hecho lo propio con los dividendos mejorados, el legislador español ha optado por dar cabida a las acciones de lealtad, pero no así a los dividendos mejorados.

Por lo que respecta a los dividendos mejorados, nuestro ordenamiento permitiría que se pactara cualquier privilegio en relación con la distribución del resultado con la condición *sine qua non* de que se hiciera como una clase privilegiada de acciones. No parece

dudoso que la autonomía privada ampararía este tipo de arreglos.

Sin embargo, lo que no permite el ordenamiento es que simplemente se pacte en los estatutos que se mejore a unos accionistas frente a otros dentro de la misma clase⁷. Por lo tanto, un dividendo mejorado no tendría cabida, salvo que se constituya una clase de acciones a tal fin. Desde esta perspectiva, otra interpretación de la regulación española es, en esencia, voluntarista. La clave del razonamiento se sustenta en una petición de principio: «la preferencia en dividendo recompensa al socio y no constituye “un privilegio” de una clase de acciones o participaciones respecto de las de la clase ordinaria». Lo cierto es que por muy legítimo o deseable que nos pueda parecer promocionar la permanencia en la sociedad a través de la entrega de un mayor dividendo, no por ello deja de ser, *stricto sensu*, un privilegio. Como lo sería que se retribuyera (*ergo*, se repartiera beneficios) a unos socios frente a otros socios por cualquiera otra razón, sea o no atendible o merecedora de protección. Por mucho que se hable de «la prestación de lealtad» o de la permanencia como una carga, y se trate de concebir el dividendo mejorado como una retribución a esa situación, a nuestro modo de ver, la semántica no cambia el fondo del asunto⁸.

En todo caso, aunque fuese posible crear dividendos mejorados por lealtad a través de acciones privilegiadas, su implementación sería dificultosa. Por lo tanto, si se desea facilitar a las empresas este instrumento de manera similar a cómo lo hacen otros países, sería deseable hacer una regulación específica.

Por último, las acciones de lealtad no serían factibles en la actualidad, ya que el artículo 96.2 de la LSC prohíbe la emisión de acciones que «de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal

⁷ No obstante, esta es la interpretación de Fernández del Pozo (2018).

⁸ La LSC contempla la posibilidad de que parte de los beneficios se pueda distribuir a no accionistas o a personas que, aun pudiendo ser accionistas, son retribuidos en función de otro de sus roles en la sociedad, como pueden ser los directivos o el socio fundador, pero esto nunca implica un reparto diferencial de beneficios entre los accionistas en su calidad de accionistas.

y el derecho de voto o el de preferencia» y el artículo 188.2 de la LSC señala que «en la sociedad anónima no será válida la creación de acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto».

3. Regulación de las acciones de lealtad y otras medidas para favorecer el mantenimiento de acciones a largo plazo en otros países europeos

Tanto las *acciones de lealtad* como los *dividendos mejorados* están regulados en las normativas francesa e italiana y son permitidos en Holanda. Los detalles regulatorios son como sigue.

En relación con los *dividendos mejorados*, tanto en Francia como en Italia, se exige una previsión explícita en los estatutos, lo que precisa la aprobación por una mayoría reforzada (la de modificación de estatutos) en acuerdo de la Junta General de Accionistas, sin contemplarse el derecho de separación. Se establece un período mínimo de tenencia continuada de las acciones para poder beneficiarse del derecho al dividendo reforzado (dos años en Francia y uno en Italia) y se limita el importe máximo por este concepto al 10 % del dividendo ordinario. Además, se establece un importe máximo a percibir por accionista del 0,5 % del capital social, independientemente de su participación total. Esta limitación perjudica a los accionistas significativos (entre los que están los socios de control). En el caso italiano, de manera más radical, se impide que los accionistas que participan en el control accedan al privilegio (aunque la definición del control es un tanto farragosa, porque es complicado definir normativamente todos los supuestos de control)⁹. Además, en el caso italiano se conserva el derecho económico en caso de determinadas transmisiones: *mortis causa*,

⁹ Es muy difícil encontrar una definición satisfactoria de control. En todo caso, la restricción al 0,5 % ya consigue eliminar cualquier posibilidad de que los accionistas de control pudieran utilizar los dividendos mejorados como mecanismo expropiatorio.

fusión o escisión, y puede extenderse a nuevas acciones liberadas.

Es importante destacar que tanto Francia como Italia excluyen explícitamente a los accionistas significativos de este dividendo mejorado. La lógica económica de esta restricción es doble. Por una parte, se trataría de evitar que el dividendo mejorado se convierta en un porcentaje de expropiación «legal» de los accionistas minoritarios a manos de los accionistas de control. Por otra parte, se buscaría premiar a los socios que, teniendo la posibilidad de vender sus acciones a precio de mercado, eviten las tentaciones cortoplacistas. *Es importante constatar que los accionistas significativos no sufren tales tensiones dado que sus paquetes accionariales tienen reducida liquidez.* En este sentido puede decirse que el derecho a un dividendo mejorado, excluyendo a los accionistas de control, se ajusta mejor a la idea de premiar a los accionistas externos o de mercado a cambio de mantener la inversión en la sociedad que los derechos de voto por lealtad. Esto importa reseñarlo porque los accionistas externos al estar sujetos a las tentaciones y presiones del mercado, son por naturaleza más cortoplacistas que los accionistas de control, cuyas inversiones son, de por sí, a largo plazo.

Por otro lado, en lo que se refiere a las *acciones de lealtad* propiamente dichas, o acciones con derechos de voto adicionales por lealtad, se exige una previsión explícita en los estatutos que precisa la aprobación por una mayoría reforzada en acuerdo de la Junta General de Accionistas (en Francia las acciones de lealtad son el sistema por defecto, por lo que la previsión estatutaria se requiere para eliminarlas). Además, se establece un período mínimo de tenencia que confiera al accionista el derecho a los votos adicionales y se establece un máximo de desdoblamiento de votos (el doble). Por último, se contempla la extensión a nuevas acciones liberadas y no se pierde el derecho en transmisiones por sucesión *mortis causa*, fusión o escisión, salvo que los Estatutos prevean lo contrario.

La única jurisdicción que introduce las *acciones de lealtad* como opción por defecto es la francesa. Pero,

como veremos más adelante, la experiencia demuestra que una opción por defecto no es una solución satisfactoria, ya que no hay una justificación empírica que permita concluir que son una opción superior para los inversores a los que debe proteger el regulador.

Además, aunque en principio cualquier opción por defecto podría ser modificada, la evidencia existente demuestra que esto no siempre es así. En particular, en Francia, con el cambio de opción por defecto a las *acciones de lealtad* en 2014, se observó que, aunque la mayoría de las empresas que no las tenía antes del cambio pudo votar para mantener la estructura de una acción-un voto, esto no pasó en todos los casos. En concreto, esto afectó a aquellas empresas donde el grupo de control tenía una minoría de bloqueo —entre un tercio y dos tercios de las acciones— y en las que, con anterioridad al cambio de opción, se seguía la norma una acción-un voto, ya que no resultaba posible entonces lograr una mayoría de, al menos, dos tercios para aprobar las acciones de lealtad. Tras el cambio de opción por defecto de la ley *Florange* estas empresas no votaron para mantener el sistema anterior, ya que los accionistas de control podían ahora (teniendo más de un tercio de los votos) mantener la nueva opción por defecto. Por lo tanto, hacer las acciones de lealtad la opción por defecto aumenta el poder de los accionistas de control para influir en la decisión sobre qué régimen aceptar¹⁰.

En los Países Bajos, la regulación mercantil permite desviaciones del principio de «una acción, un voto» siempre que se incluyan en los estatutos (artículos 2:105 sub 1 y 9 del Código civil neerlandés). Además, la jurisprudencia de la corte suprema (Hoge Raad), en su resolución del caso de la introducción de *acciones de lealtad* por la empresa DSM, en 2007, especificó que es posible emitir estas acciones siempre que se cumplan tres condiciones: *i)* que se incluyan en los estatutos de la empresa; *ii)* que se justifiquen con un objetivo válido; y *iii)* que la proporción de votos que se

otorgue a las acciones de lealtad parezca adecuada para la consecución del objetivo y no abusiva.

La propuesta de 4 de junio de 2018 de una nueva ley de sociedades en Bélgica sería la más permisiva con las desviaciones de la norma de «una acción, un voto» vigente hasta ahora en el país. Permitiría a las empresas no cotizadas emitir acciones con derechos de voto múltiples y a las empresas cotizadas emitir acciones de lealtad que duplicarían sus derechos de voto después de un período de tenencia registrado mínimo de dos años. Los dos años se contarían desde el registro, lo cual haría que, ya desde el momento en que se aprobasen las acciones de lealtad o desde que la empresa saliese a bolsa, los accionistas con acciones registradas antes de o durante los dos años anteriores, se beneficiasen inmediatamente de los derechos de voto adicionales. La opción por defecto en el momento de creación de una empresa seguiría siendo «una acción, un voto» y una mayoría de dos tercios sería necesaria para introducir cualquier cambio en los estatutos. Sin embargo, las abstenciones no contarían para el cálculo de los dos tercios y, además, se daría un período especial de seis meses (entre enero y junio de 2020) durante el cual se podría aprobar la introducción de acciones de lealtad por mayoría simple. Adicionalmente, se mantendrían los derechos de voto adicionales si se produce una venta entre empresas de un grupo o entre una empresa y su socio de control. No se cambiarían los requisitos para la consideración de las participaciones significativas o de control, por lo que los derechos de voto adicionales sí computarían para estos efectos, pero no computarían para el umbral del 30 % que obliga a lanzar una OPA (oferta pública de adquisición) obligatoria.

4. El análisis coste-beneficio sobre las acciones con derechos de voto desiguales

No hay duda de que las acciones con derechos de voto desiguales están de moda en las bolsas. Al hablar de manera genérica de las acciones con derechos de voto desiguales nos referimos tanto a las acciones

¹⁰ Véase Becht, Kamisarenka y Pajuste (2018) para un análisis detallado de esta cuestión.

de lealtad que se van prodigando por las jurisdicciones europeas, como a las tradicionales *dual class* americanas, en tanto que son funcionalmente equivalentes¹¹. Actualmente, más del 10 % de las grandes sociedades del índice americano S&P (Standard and Poor's) 500 cotizan con acciones con menos derechos de voto, o incluso, sin derechos de voto. Además han aumentado considerablemente las salidas a bolsa con estructuras de clases de acciones con derechos de votos desiguales, llegando hasta el 19 % en 2017. La mitad de las empresas tecnológicas han salido a bolsa con esta estructura dual, estando entre ellas Google, Facebook o LinkedIn. Y, en 2019, siguen sumando, con ejemplos como Lyft, Pinterest y Zoom. La difusión de esta estructura accionarial entre las compañías tecnológicas es un fenómeno muy moderno si pensamos que la primera en hacerlo fue Google, en un momento no muy lejano del presente. Antes ya existían sociedades con doble estructura accionarial, pero estas estructuras accionariales desiguales estaban asociadas a sectores en los que la concentración de propiedad se consideraba endógena: el caso paradigmático es el de las empresas de medios audiovisuales, que suelen proteger la propiedad para garantizar la independencia de la línea editorial.

En buena parte, el debate se plantea en relación con el abaratamiento del control y la estructura de gobierno corporativo que se origina a través de estos mecanismos de separación de propiedad y control. La cuestión de si es deseable o no rebajar los costes del control es, quizás, una de las más controvertidas en materia de gobierno corporativo¹². Si nos fijamos en las *start-ups* tecnológicas, podríamos pensar que las acciones con votos desiguales son valiosas porque permiten al fundador

desarrollar su visión idiosincrática, rebajando problemas de agencia y poniendo a las empresas a salvo de las presiones de los activistas y otros inversores que busquen obtener ganancias a corto plazo¹³. Esto se lograría permitiendo el control desde posiciones minoritarias, es decir, con reducidos derechos económicos, rebajando de esta forma los costes de falta de diversificación y falta de liquidez que conlleva el control. Pero, la contrapartida es que los riesgos de expropiación para los socios externos, típicos de las sociedades controladas, se verían agravados por el abaratamiento del control¹⁴. Veamos estos argumentos a favor y en contra con más detenimiento.

En concreto, si tomamos la perspectiva de un mercado de valores, el *lado positivo* del abaratamiento del control vendría de: *i*) un mayor valor de las empresas cotizadas, si se reducen los costes de agencia en general, al facilitar la presencia de socios de control que vigilan a los gestores y evitan el cortoplacismo; y *ii*) aumentar el número de empresas cotizadas, ayudando a las empresas con socios de control a obtener financiación en los mercados de valores, ya que la pérdida del control es una de las razones por las que algunas empresas renuncian a salir a bolsa (independientemente de que ese control tenga efectos positivos o negativos)¹⁵. De hecho, ejemplos recientes de exitosas salidas a bolsa realizadas en los últimos años podrían no haber tenido lugar, con el resultado de que las empresas no hubieran dado el salto a los mercados de capitales, si los emisores americanos no hubieran contado con la doble estructura accionarial. Esta demanda de las *start-ups*, unida a la competencia y la presión de los mercados para captar emisores, ha provocado que algunos mercados tradicionalmente contrarios a las acciones

¹¹ Aunque tanto las acciones de lealtad como las duales son mecanismos de voto desigual ligado a acciones, presentan algunas diferencias. De hecho, hay países europeos que ya tenían acciones duales. Adams y Ferreira (2008) encuentran que estas acciones duales son comunes en Suecia (59 % de las empresas cotizadas) o en Holanda (41 %). Por otra parte, también en EE UU existen mecanismos similares a las acciones de lealtad bajo la denominación de *tenure voting*.

¹² Para el lector interesado, que desee un análisis más detallado del ofrecido aquí, Ventoruzzo (2015) discute ampliamente la evidencia empírica existente a favor y en contra.

¹³ Como explican Goshen y Hamdani (2016).

¹⁴ Como muestran empíricamente Nenova (2003) y Zingales (1995).

¹⁵ Este parece haber sido el factor clave que habría llevado al regulador italiano a aprobar las acciones de lealtad a la vista del análisis de costes y beneficios que se hace en Alvaro, Ciavarella, D'eramo y Linciano (2014). Aunque Ventoruzzo (2015) argumenta que la previsión de la salida a bolsa de varias empresas estatales y el deseo de poder controlarlas a un bajo coste fueron un factor importante.

duales se hayan visto obligados a reconsiderar su posición. Es el caso de Hong Kong o Singapur, que han eliminado recientemente sus prohibiciones relativas a las acciones con voto desigual tras comprobar como Estados Unidos permitía la cotización de la empresa china Alibaba. Todas estas jurisdicciones pretenden beneficiarse mediante esta medida de futuras salidas de los llamados «unicornios»: empresas tecnológicas muy productivas que deseen salir a bolsa manteniendo el control que ejercen sus fundadores.

Pero, en el *lado negativo*, cualquier mecanismo que separa derechos de voto y derechos económicos genera incentivos para la expropiación de los accionistas minoritarios, a manos de los accionistas mayoritarios, mediante operaciones vinculadas y otras situaciones de conflicto de interés¹⁶. Para ilustrar este extremo, imaginemos un accionista que con un 30 % de los derechos económicos puede controlar las decisiones de la empresa A. Supongamos que puede desviar 100 euros del beneficio de la empresa mediante una operación vinculada (por ejemplo, pagándose a sí mismo una mayor compensación en el caso de tener una posición directiva o contratando con una empresa B que le pertenece en un 100 %). El coste de esta operación para este accionista es una reducción de la parte proporcional de su beneficio en A por 30 euros, mientras que el ingreso son los 100 euros que recibe de A por la operación vinculada. Existe amplia evidencia empírica que parece indicar que, si bien la concentración de la propiedad puede aumentar el valor de la empresa, una alta separación entre los derechos económicos y los derechos de voto disminuye el valor de la empresa¹⁷. Obviamente es posible controlar una empresa grande, aunque solo se tengan un 30 % de los votos, cuando el resto de las acciones está disperso,

con lo cual habría una diferencia grande entre los derechos económicos, el 30 % y los de control, que serían totales. Y, claramente, los mecanismos que separan la participación o inversión en la sociedad de los derechos de voto, como es el caso de las acciones con votos múltiples, agravan el problema. A mayor separación, más fácil resulta monopolizar el control y evitar los mecanismos de rendición de cuentas de los socios de control frente a los accionistas externos. Los socios de control no se someten al mercado (no se arriesgan a perder el control si la sociedad registra malos resultados), ni pueden ser evacuados del control a través de una OPA o por la presión de un inversor activista. Por lo tanto, para un mercado de valores, el abaratamiento del control puede ser negativo si hay un rechazo de los inversores minoristas (especialmente los inversores institucionales) hacia los mercados que permiten las acciones con distintos derechos de voto y que suponen para ellos: *i)* una posible reducción de la liquidez del mercado; *ii)* una reducción de la probabilidad de las OPA; y *iii)* mayores probabilidades de sufrir expropiación a manos de los accionistas de control con un alto ratio de derechos de voto sobre los derechos económicos.

Por eso, no sorprende que grandes inversores institucionales como Fidelity y Vanguard tengan políticas explícitas de gobierno corporativo que rechazan desviaciones del principio de «una acción, un voto». Y, de acuerdo con estos principios, los inversores institucionales tienden a invertir menos en empresas que se desvían del principio «una acción, un voto»¹⁸. Es más, los inversores institucionales que más rechazan las empresas con estructuras de voto complejas son los inversores con plazos de inversión más largos. Así, por ejemplo, algunos autores reportan que las empresas italianas que contaban con un miembro del consejo de administración nombrado por la minoría (en cuyo nombramiento suelen ser importantes los votos de los inversores institucionales) presentan una menor

¹⁶ Tal como se explica en Bebchuk, Kraakman y Triantis (2000).

¹⁷ Estudios empíricos que muestran esto son Claessens, Djankov, Fan y Lang (2002), que utilizan una muestra de empresas cotizadas de Asia oriental, y Bennedsen y Nielsen (2010), que emplean una muestra de empresas europeas cotizadas. Para sociedades anónimas españolas Gutiérrez, Mariano y Tribó (2012) presentan evidencia de una relación en forma de U entre la rentabilidad de la empresa y la participación del mayor accionista.

¹⁸ Li, Ortíz-Molina y Zhao (2008).

probabilidad de adoptar este tipo de estructuras¹⁹. En el caso de EE UU, también se establece que la adopción de este tipo de acciones no aumenta el plazo durante el cual los inversores mantienen sus acciones²⁰.

Una vez identificadas las ventajas y desventajas de este tipo de doble estructura de acciones, es una cuestión empírica determinar si sus ventajas superan sus inconvenientes. Existen diferentes estudios que han tratado de testar empíricamente si las estructuras de acciones con distintos derechos de voto aumentan o reducen el valor de las empresas. Buena parte de la evidencia empírica con la que contamos pertenece a la época pre-Google en Estados Unidos. Las sociedades que salían al mercado de capitales con este tipo de estructuras accionariales eran típicamente sociedades controladas por familias, y la literatura constató que las estructuras de acciones duales contribuían a agravar los problemas de expropiación de los inversores externos, y por ello, a reducir el valor de la sociedad²¹. Pero, al menos en Estados Unidos, el tipo de sociedades que utilizan la doble estructura accionarial mayoritariamente para salir a bolsa ha cambiado sustancialmente en los últimos tiempos. Ya no son las empresas familiares tradicionales, sino las *start-ups* las que lideran estos mecanismos de abaratamiento del control.

Las empresas tecnológicas son empresas jóvenes, en las que los fundadores y su visión empresarial suelen estar bien valorados por los inversores. Adicionalmente, al ser el mercado tecnológico muy competitivo, los riesgos de expropiación quedan en buena medida conjurados. Los estudios más recientes encuentran que las empresas que salen a bolsa con doble estructura accionarial tienen mejores resultados sostenidos en el tiempo que las empresas que lo hacen con una sola clase de acciones²². Pero tam-

bién advierten que el valor que crean las acciones duales en los primeros años después de salir a bolsa, mientras están creciendo e implementando su visión y perspectivas a largo plazo, va desapareciendo con el paso del tiempo. Lo que hace sospechar que, a la larga, los costes potenciales de las acciones duales o leales van incrementándose, mientras sus potenciales beneficios van reduciéndose. Entonces, las sociedades serán menos dinámicas si la visión del fundador se deja de alinear con el crecimiento de la empresa y, naturalmente, si futuras generaciones toman el control de la empresa. Otros estudios establecen que la estructura de acciones dual tiene efectos positivos en innovación, pero que la senda de la innovación se contraerá antes de lo que lo haría en las empresas bajo el régimen «una acción, un voto»²³.

5. Las acciones de lealtad frente a las acciones duales

Hasta el momento se ha tratado de manera conjunta las acciones de lealtad y las acciones duales en tanto mecanismos de abaratamiento del control. Conviene ahora centrarnos en sus diferencias. La estructura doble de acciones o *dual class* se establece como un mecanismo para salir a bolsa y, a la vez, retener los fundadores el control de la sociedad. Se emiten dos clases de acciones con distintos derechos de voto: una clase destinada a los inversores del mercado en condiciones de «una acción, un voto», y otra clase destinada al fundador, con mayores derechos de voto (la proporción suele ser 1/10). Por su lado, las acciones de lealtad dan mayores derechos de voto, normalmente el doble, a los accionistas que retengan sus acciones durante un período de tiempo dado, con el propósito de alinear la gestión de la empresa con los intereses de los accionistas a largo plazo. Adicionalmente, es importante subrayar que las acciones de lealtad se han desarrollado en jurisdicciones de Europa continental,

¹⁹ Croci (2018).

²⁰ Dallas y Barry (2015).

²¹ Véanse los trabajos de DeAngelo y DeAngelo (1985) y Gompers, Ishii y Metrick (2010).

²² Según Cremers, Lauterbach y Pajuste (2018) tienen mejores resultados que las acciones tipo «una acción, un voto» en los siguientes siete u ocho años. Kim y Michaely (2019) elevan los beneficios a 11 años.

²³ En concreto Baran, Forst y Via (2018).

cuyas sociedades se caracterizan por tener socios de control (que naturalmente son socios a largo plazo) y empresas maduras. En cambio, las acciones duales tienen más presencia en jurisdicciones con estructuras de capital dispersas, como es el caso de Estados Unidos, y se ha popularizado en empresas jóvenes del sector tecnológico que buscan financiación del mercado²⁴.

A primera vista, las *acciones de lealtad* parecen tener tres ventajas significativas frente a otros mecanismos de abaratamiento del control. En primer lugar, las acciones de lealtad son más transparentes que otras medidas de abaratamiento del control, y que se venían usando en las jurisdicciones europeas, como por ejemplo, los pactos parasociales. Como segunda ventaja, las *acciones de lealtad* no permiten una excesiva separación entre los derechos de voto y los económicos, pues el número de veces que los votos pueden multiplicarse es reducido²⁵. Y, por último, las *acciones de lealtad* son más ecuanímes ya que, en el momento de la emisión o creación, ofrecen el mismo trato a todos los accionistas²⁶. En comparación con las acciones duales, no se privilegia al fundador sobre los inversores públicos o externos, y proporciona un blindaje menos estable y desproporcionado.

Todo esto parece indicar que las *acciones de lealtad* proporcionan un compromiso más ajustado entre blindar el control (frente a adquirentes o activistas), y la rendición de cuentas a los inversores externos que las *acciones duales*. Así, se ha puesto de manifiesto que

las acciones de lealtad permitirán blindar el control de manera efectiva en tanto los accionistas de control continúan manteniendo un paquete sustancial de acciones a lo largo del tiempo (entre el 20 % y el 30 %). Lo que significa que mantendrán el control de la sociedad incluso ante las presiones de accionistas disidentes o activistas. En cambio, si los accionistas de control optan por vender parte de su paquete accionario a lo largo del tiempo, de tal manera que su propiedad quede reducida a porcentajes bajos, los inversores institucionales a largo plazo tendrán más peso en las decisiones y en el gobierno de la sociedad (incluido el nombramiento del consejo de administración)²⁷.

6. Los retos regulatorios de las acciones de lealtad

Aunque las acciones de lealtad puedan parecer un mecanismo de separación de la propiedad y el control más eficiente y menos costoso que mecanismos alternativos destinados a este fin, es importante que su introducción en el ordenamiento jurídico en un país como España, se realice de manera que se refuercen las ventajas de las acciones de lealtad y se reduzcan lo máximo posible las posibilidades de expropiación. Se trata de una cuestión importante porque en el caso de empresas cotizadas, independientemente de sus posibles ventajas, la introducción de acciones de lealtad supone un claro conflicto de intereses entre diferentes grupos de accionistas y, en particular, entre los accionistas significativos y el resto. Existen, en concreto, varias opciones regulatorias que deben ser discutidas.

Como primera cuestión, es obvio que la posición de los socios minoritarios será bien distinta si *las acciones con voto desigual —sean leales o duales— se introducen a través de un procedimiento de salida a bolsa o mediante una decisión de la junta de la sociedad cotizada*. Ambos sistemas son cualitativamente distintos. Si solo se permiten en salidas a bolsa, como sucede

²⁴ Anand (2018) muestra que en Canadá, entre las empresas con acciones duales, se encuentran empresas icónicas del país como Bombardier, Power Corp., Rogers Communications, Onex y Canadian Tire.

²⁵ Cuantos más derechos de voto conlleven las acciones de los socios de control, mayores son los riesgos de dilución y de expropiación. Un buen ejemplo lo encontramos en Bebchuk y Kastiel (2019a) que analizan el caso paradigmático de Pinterest. En el momento de su salida a bolsa, la empresa tenía tres fundadores con acciones con fuertes derechos de voto (20 a 1). Después de un período de siete años desde la salida a bolsa, se activó su cláusula de puesta de sol y uno de los fundadores vendió más del 50 % de su participación en la sociedad. Bebchuk y Kastiel calculan que dos de los fundadores siguieron controlando el 50 % del poder de voto de la compañía con aproximadamente el 4,76 % de participación.

²⁶ Tal como discuten Berger, Solomon y Benjamin (2017).

²⁷ Como argumentan Edelman, Jiang y Thomas (2018).

en los Estados Unidos en relación con las *dual class*, los nuevos potenciales accionistas, a la vista de toda la información suministrada al mercado, pueden valorar si las acciones de lealtad van a servir como mecanismo de atrincheramiento de los *insiders*, o si, por el contrario, les merece confianza la visión y capacidad de los socios de control para crear valor y el voto múltiple va a facilitar la realización a largo plazo de esa visión del «fundador». Entonces, en función de cuál sea su juicio, los nuevos inversores —muchos de ellos expertos y profesionales— tomarán la decisión de participar en la oferta pública comprando, o, por el contrario, abstenerse de hacerlo²⁸.

En cambio, si se permite que sociedades cotizadas puedan cambiar sus estatutos para emitir acciones de lealtad, los accionistas minoritarios sin poder de voto quedarán en buena medida a expensas de lo que decidan los socios de control que ya existan. No se debe olvidar que los socios de control monopolizarían los beneficios del voto doble porque sus acciones son poco líquidas, mientras que otros inversores externos, aunque tengan horizontes de inversión a largo plazo, se enfrentan a problemas bien sabidos de apatía racional (en el caso del capital flotante), o de incentivos y conflictos de agencia (en el caso de los fondos de inversión)²⁹. Naturalmente, las consecuencias de esta decisión tendrán distinto impacto en los intereses de los socios minoritarios dependiendo de si la empresa está en crecimiento y en mercados competitivos, con potencial de suponer valor importante para los minoritarios (como es, tal vez, el caso de las tecnológicas), o si, por el contrario, se trata de empresas maduras y con tasas más altas de beneficios privados del control. En este último caso, el abaratamiento del control, como hemos visto, aumentaría la probabilidad de expropiación de los socios minoritarios en manos de los

socios de control, lo que implicaría un grave riesgo para los inversores externos.

En todo caso, la emisión de estas acciones a través de la salida a bolsa se revela como un sistema más adecuado para la protección de los accionistas minoritarios. A fin de cuentas, los inversores conocen las condiciones de la salida a bolsa antes de adquirir las acciones. Si, en cambio, las acciones de lealtad se introducen a través de una modificación de estatutos, como sucede en las jurisdicciones europeas, los accionistas minoritarios podrían ver cómo sus perspectivas como inversores se deterioran.

La segunda cuestión que debe afrontar el regulador se refiere a las *reglas de aprobación*. Debido al conflicto de interés entre socios de control y socios externos, la protección de los accionistas minoristas hace deseable que la aprobación de la creación de *acciones de lealtad* en empresas cotizadas se realice bien a través de un mecanismo MOM (mayoría de la minoría) o bien a través de una alta mayoría reforzada. Nótese que no se trata de una decisión equiparable a otros casos de modificación estatutaria dado que este caso presenta un serio conflicto de intereses de extrema gravedad para los minoritarios: se altera la proporcionalidad y se rebajan, de facto, las reglas de mayoría en favor de los socios de control³⁰. Además, otras maneras de tutelar los derechos de los socios minoritarios afectados por la adopción de las acciones de lealtad, como el derecho de separación o el acuerdo separado de la clase de acciones, resultan, por distintas razones, difíciles de articular en este caso.

En tercer lugar, y esto es predicable tanto para las acciones de lealtad como para las duales, sus efectos perniciosos pueden, en parte, contrarrestarse si se acompaña su regulación con un *refuerzo de la protección de los inversores minoritarios a través de mecanismos de gobierno corporativo para los casos de*

²⁸ La literatura tradicional de derecho y economía asumía que los mercados son eficientes a la hora de valorar y poner precio a las acciones duales en las salidas de bolsa (Easterbrook y Fischel, 1991, pp. 17-19). Sin embargo, hay autores que cuestionan la eficiencia del mercado en la valoración del gobierno corporativo (Daines y Klausner, 2001).

²⁹ Argumentos desarrollados por Bebchuk y Hirst (2019) y por Nili y Kastiel (2016).

³⁰ Nótese que esta situación de conflicto de interés se evita en el caso del dividendo mejorado al limitar su disfrute a los socios de control. En consecuencia, no hará falta proteger *ex profeso* a los minoritarios a través de la mayoría reforzada que se propone para el caso del voto.

sociedades controladas y las reglas de conflictos de interés. A fin de cuentas, las sociedades que hacen uso de acciones de lealtad suelen ser sociedades gobernadas por socios de control, con los problemas de expropiación característicos de estas sociedades³¹, pero en las que, además, el control a través de posiciones minoritarias tiende a exacerbar los problemas de expropiación y de conflictos de interés. Los efectos negativos de las acciones de lealtad se podrían en parte neutralizar elevando el estándar antiexpropiatorio del derecho de sociedades. Se trataría, en definitiva, de incrementar la supervisión de los socios de control por parte de los accionistas externos y, en particular, en relación con operaciones interesadas o en conflicto de interés. Así, por ejemplo, sería deseable aumentar el número de consejeros independientes y el poder de los accionistas minoritarios en el nombramiento de consejeros, o reforzar los mecanismos de revisión de las operaciones vinculadas.

En cuarto lugar, la última cuestión que debe tenerse en cuenta al regular las acciones de lealtad, la de *introducir en la regulación mecanismos de duración limitada o término (las llamadas cláusulas de puesta de sol o sunset provisions)* ha suscitado gran debate y será objeto de un tratamiento más detallado en el siguiente apartado. De momento, baste hacer una aclaración. Estas cláusulas permiten revertir las acciones de lealtad a la vista de los efectos que hayan podido ocasionar su introducción en la sociedad. Son, por lo tanto, mecanismos de protección de los inversores externos. Es claro que, a falta de regulación, tales cláusulas pudieran ser incorporadas en los estatutos sociales en virtud de la autonomía de la voluntad. De hecho, así se han prodigado en algunas empresas estadounidenses que han salido a bolsa con estructuras de acciones duales. Sin embargo, es difícil imaginar que las sociedades españolas, dominadas por socios de control y sin necesidad de hacer atractiva la introducción de las acciones de lealtad a los inversores externos a través de una salida a bolsa, tengan interés en limitar su eficacia temporal

(aún a costa del interés de los inversores externos). Los ejemplos de las jurisdicciones europeas con más veteranía en acciones de lealtad así lo atestiguan. Desde esta perspectiva, la regulación de las «cláusulas de puestas de sol» por parte del regulador español coloca a nuestro país a la vanguardia de la protección de los inversores externos o ajenos al control en esta materia.

7. Mecanismos de «puesta de sol» o duración limitada a término

Los beneficios de blindar a un accionista o grupo de control y de evitar el cortoplacismo, en caso de existir, son claramente mayores para las empresas en fase de rápido crecimiento y con necesidades de inversión importantes a medio-largo plazo en entornos de fuerte competencia. Estas empresas, a diferencia de lo que ocurre en empresas maduras y con fuerte riesgo de expropiación, son las que más pueden beneficiarse de una salida a bolsa que permita el abaratamiento del control y, paralelamente, al moverse en entornos competitivos de alto crecimiento, son las menos susceptibles de sufrir problemas de expropiación.

Sin embargo, los estudios empíricos ponen de manifiesto que, con el paso del tiempo, estas ventajas tienden a reducirse cuando, por efecto de la competencia en los mercados de productos y servicios, las tasas de crecimiento e inversión se reducen y los fundadores dejan paso a otros gestores. Adicionalmente, a medida que se reduce el crecimiento y la inversión, los riesgos de expropiación aumentan. Por todo ello, las estructuras pensadas para abaratar el control disminuyen su eficiencia a lo largo del tiempo³².

Estas consideraciones han llevado a que el debate académico, centrado inicialmente en la conveniencia o

³¹ Como muestran empíricamente Dyck y Zingales (2004).

³² Esto es consistente con la evidencia empírica que muestra que mientras que la adopción de mecanismos que separan los votos de los derechos económicos no tiene en media un impacto sobre el valor de mercado de las acciones en el momento de su adopción, su eliminación tiene de manera consistente un impacto positivo. Para un análisis de este fenómeno y la literatura empírica al respecto véase Dallas y Barry (2015).

no de permitir las acciones duales o leales, se traslade a los mecanismos de puesta de sol o *sunset provision*. Las cláusulas de puesta de sol establecen que, al cumplirse un plazo o un hecho predeterminado, las acciones con más derechos de votos expiren y se conviertan en acciones simples³³. Su propósito es que las acciones de voto desigual, en tanto mecanismos que abaratan el control, no sean perpetuos y caduquen con el paso del tiempo. Desde esta perspectiva, se trataría de esta manera de garantizar un equilibrio entre el interés del fundador de perseguir su visión de la empresa sin cortapisas, con el interés de los inversores de contar con algún sistema de rendición de cuentas³⁴. Así, la visión del fundador puede estar alineada con el interés de la sociedad en el momento de la salida a bolsa, pero, con el paso del tiempo, la visión del fundador puede desactualizarse, o el fundador perder interés por el porvenir de la empresa. Los datos atestiguan que este tipo de límites a las estructuras de acciones duales van popularizándose: el 32 % de las empresas estadounidenses que han salido a bolsa desde el 2010 tienen cláusulas de puesta de sol ajustadas a un plazo temporal, siendo el plazo de duración común de seis o siete años³⁵. En esta línea, se discute cómo se han de diseñar estas cláusulas para ser eficaces en su propósito, esto es, para aminorar los efectos perniciosos del mantenimiento en el tiempo de las acciones de voto múltiple o desigual³⁶.

Este es el estado de la cuestión en relación con las estructuras de acciones duales en Estados Unidos. No

obstante, la situación es bien distinta en relación con las acciones de lealtad habituales en las jurisdicciones europeas, que, salvo el caso de España, no prevén mecanismos de reversión y, por tanto, garantizan la perpetuidad de estos mecanismos de abaratamiento y blindaje del control. Esto no parece correcto, porque también en este contexto las cláusulas de puesta de sol tienen sentido para, llegado el caso, poder revertir la situación si el valor de la empresa no crece como se esperaba. A fin de cuentas, los inversores externos y financiadores de la sociedad deben contar con alguna garantía de que el control, una vez que no emana directamente de una alta participación en la propiedad, sino que, de alguna manera, está siendo prestado o tolerado, está alineado con la creación de valor.

Por otra parte, se podría alegar que, en el caso particular de las acciones de lealtad, disponer de un mecanismo de reversión automática podría ser contraproducente y exacerbar el riesgo moral. Los socios de control, sabiendo que su posición está sujeta a caducidad, tendrían incentivos para intensificar la extracción de beneficios privados, a pesar de que pueda suponer sacrificar valor para los socios minoritarios, o para impulsar estrategias que reduzcan su participación en la empresa sin perder el control³⁷. Para mitigar este riesgo, no conviene que la reversión de las acciones de voto múltiple al estado originario de «una acción, un voto» sea automática, sino que es preferible que la caducidad o la extensión de las acciones de lealtad se sujete a la voluntad de los socios. Esto supondría introducir una regla de limitación temporal predeterminada que revierta automáticamente las acciones a la norma «una acción, un voto» después de un período fijo de tiempo suficientemente largo (10 o 15 años), a menos que una extensión sea aprobada por la junta general de accionistas con la mayoría requerida para su adopción inicial. Esta alternativa no parece objetiva a la vista de que, a su vez, la inclusión de las acciones de lealtad en los estatutos de la sociedad requirirá

³³ Véase la propuesta de Bebchuk y Kastiel (2017).

³⁴ Los inversores institucionales han pedido a las bolsas americanas que impongan a las empresas que salen a bolsa con acciones duales la introducción de cláusulas de puesta de sol, de manera que estas estructuras no se extiendan automáticamente más allá de siete años.

³⁵ En el estudio de Winden (2018).

³⁶ La literatura discute si el diseño óptimo debe basarse en el tiempo o en que ocurran determinados supuestos, oponiendo las llamadas *time-based provisions* a las llamadas *event-based provisions* (Fisch y Davidoff Solomon, 2019). También, se rechazan duraciones arbitrarias, argumentando que la duración debería depender de las características de la empresa o de sus fundadores (Moore, 2019) y se presentan argumentos a favor de la libertad contractual y en contra de que las cláusulas de puesta de sol sean imperativas (Sharfman, 2018).

³⁷ Esta idea es desarrollada por Bebchuk y Kastiel (2019b).

del voto de los socios. Cumplido el plazo predeterminado, los socios se plantearán de nuevo la decisión de facilitar o no el control minoritario.

Esta manera de diseñar las cláusulas puesta de sol presenta varias ventajas. Primero, permitiría disciplinar a los socios de control para que tomen en consideración los intereses de los inversores externos, consistentes con la creación de valor, frente a su interés de obtener beneficios privados. A fin de cuentas, tendrán que rendir cuentas y pueden necesitar su beneplácito para extender el término del control. Segundo, desarbola incentivos perversos de los socios de control con este tipo de acciones de voto desigual, como reducir paulatinamente su inversión en la sociedad hasta el límite en el que tenga garantizado el control. Tercero, permitiría ir calibrando y reevaluando la oportunidad del blindaje del control con el paso del tiempo y en relación con los acontecimientos a los que se va enfrentando. Así, mientras el socio de control puede contar con la confianza de los inversores externos para generar valor, la situación puede cambiar si enferma o pierde cualidades o interés, o muere y sus acciones se transmiten a sus herederos (que posiblemente carezcan del mismo grado de talento empresarial, integridad o motivación que su predecesor)³⁸.

8. Posible impacto de la introducción de las acciones de lealtad en España

Es interesante analizar el posible impacto que la introducción de las acciones de lealtad puede tener en España. En principio, deberían ser bien recibidas en el mercado español dado que, como podemos ver en el Cuadro 1, la concentración de la propiedad es alta. Este Cuadro muestra el número de accionistas significativos de las empresas del Ibex 35, que, en principio, son las que por su mayor capitalización bursátil

deberían tener de media una menor concentración de propiedad. Así mismo se muestra la estimación del porcentaje mínimo de capital en manos de los accionistas significativos (calculado asignando a cada accionista el valor mínimo dentro de su rango) y la información sobre el porcentaje de capital afectado por pactos parasociales entre estos accionistas.

Con todo, como se requiere una mayoría reforzada para aprobar la introducción de las acciones de lealtad, no es fácil precisar de antemano las empresas que las adoptarán. Pero sí podemos proyectar el impacto que presumiblemente pueden tener las acciones de lealtad en función de la estructura de propiedad de las sociedades del Ibex. A tales efectos, distinguiremos tres grupos de casos.

En primer lugar, podría esperarse que las empresas que ya son empresas controladas (bien por tener un accionista mayoritario o bien por existir un grupo de accionistas vinculados por pactos parasociales con un porcentaje de capital superior al 50 %) se quieran beneficiar del doble voto. La holgura del capital de control les permitiría introducir las acciones de lealtad sin encontrar oposición por parte del resto de accionistas. Para este primer grupo de empresas, parece claro que el resultado de la introducción de las acciones de lealtad será facilitar a los accionistas mayoritarios controlar estas empresas con un menor coste en términos de capital invertido.

Muy interesante es un segundo grupo mayoritario de empresas que, en la actualidad, no son empresas controladas propiamente dichas, pero que fácilmente llegarían a serlo si llegaran a adoptar las acciones de lealtad. En este caso, con la misma inversión actual, el aumento de los derechos de voto que supondrían las acciones de lealtad, permitiría a los accionistas significativos ejercer un control blindado sobre la sociedad. Creemos que dentro de este grupo será donde la adopción de las acciones de lealtad será más polémica y originará mayor resistencia por parte de los inversores institucionales.

Por último, existe un tercer grupo de empresas donde los accionistas significativos tienen un reducido

³⁸ Véase Bebchuk y Kastiel, 2017, p. 606, trayendo a colación la evidencia de que las empresas gestionadas por los descendientes suelen tener peores resultados.

CUADRO 1
NÚMERO DE ACCIONISTAS DE LAS SOCIEDADES DEL IBEX 35
CON PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA

Nombre	3-5 %	5-10 %	10-25 %	25-50 %	50-100 %	% mínimo de capital de los accionistas significativos	% del capital afectado por pactos parasociales
AENA.....	1	1	0	0	1	58	
Acciona.....	0	1	0	2	0	55	56
Inditex.....	0	1	0	0	1	55	
Siemens Gamesa.....	0	1	0	0	1	55	
Bankia.....	1	0	0	0	1	53	
Endesa.....	0	0	0	0	1	50	
Mapfre.....	0	0	0	0	1	50	
Mediaset.....	0	0	0	0	1	50	
Cellnex.....	3	2	0	1	0	44	36
Ence.....	1	3	0	1	0	43	
Viscofan.....	4	1	2	0	0	37	
Inmobiliaria Colonial.....	2	2	2	0	0	36	11
Naturgy.....	2	0	3	0	0	36	71
MásMóvil.....	1	4	1	0	0	33	26
Cie Automotive.....	2	5	0	0	0	31	
Meliá.....	0	1	0	1	0	30	
Grifols.....	3	4	0	0	0	29	
Caixabank.....	1	0	0	1	0	28	41
Indra.....	1	1	2	0	0	28	
Ferrovial.....	4	1	1	0	0	27	
Acerinox.....	2	0	2	0	0	26	
IAG.....	1	0	2	0	0	23	
ACS.....	1	1	1	0	0	18	
Amadeus.....	1	3	0	0	0	18	
Bankinter.....	1	1	1	0	0	18	
Enagás.....	6	0	0	0	0	18	
REE.....	1	1	1	0	0	18	
Telefónica.....	0	3	0	0	0	15	
Iberdrola.....	1	2	0	0	0	13	
Merlin.....	1	0	1	0	0	13	22
B. Sabadell.....	1	1	0	0	0	8	
Repsol.....	1	1	0	0	0	8	
B. Santander.....	0	1	0	0	0	5	0,49
BBVA.....	0	1	0	0	0	5	

NOTA: La composición del Ibex 35 es la del cierre del ejercicio (sin incluir Arcelor, para la que España no es el Estado miembro de origen).

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos públicos de la CNMV tomados del «Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2019» y de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo de las empresas del año 2019.

porcentaje del capital y la adopción de acciones leales no cambiaría significativamente el *status quo*, por lo cual será muy improbable su adopción.

9. Conclusiones

En este trabajo hemos analizado las acciones de lealtad como mecanismo que permite separar los derechos políticos y económicos de las acciones y abaratar el control de las empresas.

Para ello, hemos comenzado discutiendo las diferencias entre las acciones de lealtad, que muchos países europeos, y en particular España, están adoptando, y otros mecanismos alternativos de separación y control tales como las acciones duales, más típicas de EE UU.

Así mismo, partiendo de un análisis de derecho comparado referente a la manera en la que las principales jurisdicciones europeas han introducido las acciones de lealtad en sus ordenamientos, hemos estudiado las posibles alternativas para la introducción de estas acciones de lealtad en el ordenamiento español y las opciones regulatorias que deben elegirse cuidadosamente para potenciar los beneficios y reducir al máximo los riesgos de las acciones de lealtad, prestando especial atención a la introducción de una cláusula de puesta de sol que se planea introducir en la regulación española sobre la materia.

Resulta especialmente estimulante ver cómo, en esta materia, el regulador español podría ser pionero en la introducción de medidas que permitan modular el impacto temporal de la adopción de una nueva regulación, dan poder a los accionistas para experimentar y, a la vista de las consecuencias, elegir el sistema que ofrezca mejores resultados a largo plazo.

Referencias bibliográficas

- Adams, R., & Ferreira, D. (2008). One Share-One Vote: The Empirical Evidence. *Review of Finance*, 12(1), 51-91.
- Alvaro, S., Ciavarella, A., D'eramo, D., & Linciano, N. (2014). La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo. *Quaderno Giuridico Consob*, 5/2014.
- Anand, A. (2018). Governance Complexities in Firms with Dual Class Shares. *Annals of Corporate Governance*, 3(3), 184-275.
- Baran, L., Forst, A., & Via, M. T. (2018). Dual Class Share Structure and Innovation. <https://ssrn.com/abstract=3183517>
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R. H., & Triantis, G. (2000). Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. In R. Mork (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership* (pp. 295-318). Chicago, EE UU: University of Chicago Press.
- Bebchuk, L. A., & Kastiel, K. (2017). The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock. *Virginia Law Review*, 103(4), 585-630.
- Bebchuk, L. A., & Kastiel, K. (2019a). The Perils of Pinterest's Dual-Class Structure. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*. <https://corp-gov.law.harvard.edu/2019/04/10/the-perils-of-pinterests-dual-class-structure/>
- Bebchuk, L. A., & Kastiel, K. (2019b). The Perils of Small-Minority Controllers. *Georgetown Law Journal*, 107, 1453-1514.
- Bebchuk, L. A., & Hirst, S. (2019). Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy. *Columbia Law Review*, 119, 2029-2146.
- Becht, M., Kamisarenka, Y., & Pajuste, A. (2018). Loyalty Shares with Tenure Voting - A Coasian Bargain? Evidence from the Loi Florange Experiment. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 398/2018*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3166494>
- Bennedson, M., & Nielsen, K. M. (2010). Incentive and entrenchment effects in European Ownership. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2212-2229.
- Berger, D. J., Solomon, S. D., & Benjamin, A. J. (2017). Tenure Voting and the US Public Company. *The Business Lawyer*, 72(2), 295-324.
- Bolton, P., & Samama, F. (2013). Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 86-97.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Cremers, M., Lauterbach, B., & Pajuste, A. (2018). The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 550/2018*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3062895
- Cremers, M., Pareek, A., & Sautner, Z. (2019). Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value: Evidence from Russell 2000 Index Inclusions. *Management Science*. <https://ssrn.com/abstract=2720248>

- Croci, E. (2018). Controlling-Enhancing Mechanisms: Loyalty Shares and Multiple-Voting Shares in Italy. *European Corporate Governance Institute working paper*. https://ecgi.global/sites/default/files/6._controlling-enhancing_mechanisms_loyalty_shares_and_multiple-voting_shares_in_italy.pdf
- Daines, R., & Klausner, M. (2001). Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 17(1), 83-120.
- Dallas, L. L., & Barry, J. M. (2015). Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting. *Delaware Journal of Corporate Law*, 40, 541-646.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1985). Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 33-69.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard, EE UU.: Harvard University Press.
- Edelman, P. H., Jiang, W., & Thomas, R. S. (2018). Will Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure? *Vanderbilt Law Research Paper No. 18-04*. <https://ssrn.com/abstract=3107225>
- Enriques, L., & Romano, A. (2018). Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 393/2018*. <https://ssrn.com/abstract=3157708>
- Fernández del Pozo, L. (2018). La viabilidad de las «acciones de lealtad» en nuestro derecho de sociedades («loyalty shares»). *Revista de derecho bancario y bursátil*, 37(152), 9-64.
- Fisch, J. E., & Davidoff Solomon, S. (2019). The Problem of Sunsets. *Boston University Law Review*, 99, 1057-1094.
- Gompers, P. A., Ishii, J., & Metrick, A. (2010). Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *Review of Financial Studies*, 23(3), 1051-1054.
- Goshen, Z., & Hamdani, A. (2016). Corporate Control and Idiosyncratic Vision. *Yale Law Journal*, 125, 560-590.
- Gutiérrez, M., Mariano, B., & Tribó, J. A. (2012). Ownership Structure and Minority Expropriation: The Case for Multiple Blockholders. *Applied Financial Economics*, 22(24), 2075-2083.
- Kim, H., & Michaely, R. (2019). Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual Class Voting. *European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper No. 590/2019*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3145209
- Li, K., Ortiz-Molina, H., & Zhao, X. (2008). Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from Dual-Class Firms. *Financial Management*, 37(4), 713-745.
- Moore, M. T. (2019). Designing Dual Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach. (October 31, 2019). *Faculty of Law - University College London Law Research Paper No. 9/2019*. <https://ssrn.com/abstract=3478572>
- Nenova, T. (2003). The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics*, 68(3), 325-351.
- Nili, Y., & Kastiel, K. (2016). In Search of the 'Absent' Shareholders: A New Solution to Retail Investors' Apathy. *Delaware Journal of Corporate Law*, 41(1), 55-104.
- Quimby, P. A. (2013). Addressing Corporate Short-Termism through Loyalty Shares. *Florida State University Law Review*, 40(2), 389-413.
- Reddy, B. (2019). Finding the British Google: Relaxing the Prohibition of Dual-Class Stock from the Premium-Tier of the London Stock Exchange. *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 4/2020*. <https://ssrn.com/abstract=3495309>
- Sáez Lacave, M. (2011). Blindajes, control minoritario y la regla "una acción, un voto". *In Dret*, 1, 1-48. https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/804_es.pdf
- Sharfman, B. S. (2018). A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs. *Villanova Law Review*, 63(1), 1-34.
- Ventoruzzo, M. (2015). The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat. *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 288/2015*. <https://ssrn.com/abstract=2574236>
- Winden, A. W. (2018). Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures. *Columbia Business Law Review*, 852, 870-951.
- Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public. *Review of Economic Studies*, 62(3), 425-448.