

Las acciones de lealtad, ¿una medida frente a oportunistas?

**Javier Carvajal García-Valdecasas
y María Vallejo Calvo**

Las acciones de lealtad son una de las modificaciones más importantes de la reforma de la Ley de Sociedades de Capital que se acaba de aprobar. Según la Exposición de Motivos, las acciones de lealtad tienen la doble finalidad de incentivar el mantenimiento de las inversiones a largo plazo y reforzar el atractivo de nuestro mercado bursátil ofreciendo un régimen similar al de otras legislaciones europeas. Cuestión distinta es que sea el instrumento adecuado para lograr estos objetivos y que técnicamente se hayan diseñado de manera satisfactoria desde el punto de vista de su funcionalidad.

En las sociedades cotizadas, la regla de la proporcionalidad entre la participación en el capital y el derecho de voto se corresponde con la correlación entre inversión, asunción de riesgo e influencia en las decisiones sociales. Ahora bien, esta regla no refleja las distintas posiciones de los socios y sus intereses que pueden estar presentes. Ordinariamente, el pequeño inversor se encuentra desincentivado para el ejercicio de los derechos de voto como consecuencia del *gap* entre el esfuerzo y el coste que se derivan de su ejercicio y la influencia que pueden ejercer. Esta situación lleva a que se refuerce la posición del consejo de administración, por la vía de la delegación, y de los accionistas de control y de los que tienen una participación significativa. El instrumento que reactiva el interés por el voto de los accionistas minoritarios es el de las opas.

Estos desequilibrios se intentan corregir permitiendo la introducción de mecanismos societarios que rompan la proporcionalidad del derecho de voto. Es el caso de las limitaciones del derecho de voto y, también, de las denominadas acciones de lealtad. Ahora bien, con frecuencia, al mismo tiempo que las consecuencias positivas que se pueden derivar de la ruptura del principio de proporcionalidad, se desencadenan otras consecuencias negativas que pueden producir el efecto contrario al pretendido.

Esta figura permitirá en las sociedades cotizadas duplicar los derechos de voto de las acciones mantenidas por sus titulares durante al menos dos años ininterrumpidos. Con esta configuración se pretende favorecer la permanencia en la sociedad mediante el reforzamiento del control a los

que tengan una voluntad de mantener la titularidad de las acciones durante un plazo prolongado. Por esta vía se pretenden incentivar los intereses de los que permanecen en la sociedad frente a los que realizan operaciones basadas en plusvalías cortoplacistas en el valor de cotización. Los intereses de los accionistas que conservan la titularidad de las acciones tenderán a mirar la rentabilidad en el conjunto del tiempo en el que sean titulares, lo que ordinariamente coincidirá con el largo plazo.

Garantías

Indudablemente, se trata de una medida que penaliza el acceso inmediato al control mediante la adquisición de una participación significativa y, también, afecta a los pequeños inversores desinteresados en el control en la medida en que puede afectar negativamente a la valoración de las acciones que no sean de lealtad. Por esta razón la norma establece una serie de garantías, la introducción requiere de unas mayorías reforzadas y la decisión de su mantenimiento en los estatutos sociales se debe revisar cada cinco años.

En este contexto hay que situar la resolución del Parlamento Europeo del pasado 17 de diciembre sobre la gobernanza empresarial sostenible, en la que manifiesta su preocupación por la tendencia a centrarse en intereses cortoplacistas y solicita a la Comisión Europea la introducción de mecanismos para promover resultados empresariales a largo plazo, en particular mediante la recompensa a los accionistas que permanecen en la sociedad con derechos de voto y ventajas fiscales.

La ruptura de la proporcionalidad en los derechos de voto en las sociedades cotizadas no deja de ser problemática. El reforzamiento del poder de decisión de las acciones de lealtad puede conducir a la retención del control de manera injustificada. Las acciones de lealtad no se corresponden con el objetivo de evitar instrumentos de control reforzados que permitan a los titulares de participaciones significativas actuar en su propio interés en contra de los intereses sociales y de los intereses de los pequeños inversores. Las acciones de lealtad suponen, además, un obstáculo para que las opas ofrezcan la liquidez y la plusvalía por el completo valor de la sociedad, y para que puedan cumplir la función legitimadora del acceso y del ejercicio del poder de decisión en las sociedades cotizadas.

**Socio y abogada de
Corporate en Pérez-Llorca**