



Las llamadas acciones de lealtad: un error innecesario

"Pero un error evitable, todavía. Podrían suprimirse con el aplauso de casi todos, incluido el BdE, que ya pidió que se excluyera de su ámbito de aplicación al sector bancario".

El pasado 7 de septiembre se publicó en el Boletín Oficial de las Cortes Generales el Proyecto de Ley por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC) que, fundamentalmente, vendrá a transponer a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva UE 2017/828, de 17 de mayo, "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 en las sociedades cotizadas", entre cuyas novedades más polémicas encontramos la introducción de las denominadas "acciones de lealtad", es decir, la posibilidad legal de que las cotizadas rompan con el principio sacrosanto de nuestro Derecho de sociedades anónimas (al menos desde la LSA de 1951) de prohibir cualquier tipo de privilegio en materia de derecho de voto (regla imperativa de "one share-one vote"), introduciendo en sus estatutos sociales la concesión de "un voto doble a cada acción de la que sea titular un mismo accionista durante dos años consecutivos ininterrumpidos" desde su inscripción en un libro registro especial que también se introducirá con esta futura reforma.

No resulta posible realizar aquí un análisis técnico-jurídico con un mínimo de detalle del incompleto y deficiente régimen jurídico que se recoge en dicho Proyecto de Ley, para lo que nos remitimos a las fundadas críticas realizadas por otros cualificados autores (en su mayoría sobre el Anteproyecto de Ley que se publicó el 24 de mayo de 2019, pero que son trasladables al actual Proyecto) y que compartimos en lo esencial (entre otros, GURREA MARTÍNEZ, FERNÁNDEZ LARREA, GARCÍA VALDECASAS y, sobre todo, FERNÁNDEZ TORRES, quien ya escribió una monografía sobre las "loyalty shares" en 2017). Nuestra intención es menos ambiciosa. Nos limitaremos a realizar una crítica de la reforma proyectada desde una perspectiva de política jurídica, en la que trataremos de justificar la afirmación contenida en el título

de este artículo, es decir, que esta novedad legislativa es un error innecesario y, afortunadamente, todavía evitable.

En primer lugar, en nuestra opinión, es un error por que parte de la aceptación de un axioma que resulta cuanto menos discutible y, sobre todo, carente de una mínima verificación empírica que le sirva de sustento: que el activismo accionarial de ciertos inversores institucionales (señaladamente, los hedge funds) ha presionado a los gestores de las sociedades cotizadas hacia políticas corporativas cortoplacistas que les han llevado a una asunción excesiva de riesgos, que se apunta como la principal causa de la grave crisis internacional desatada en 2007-2008, por lo que deben fomentarse políticas de creación de valor de la empresa que sean sostenibles o a largo plazo (se habla de capitalismo sostenible o responsable). Como ya expusimos en otro lugar ("El progresivo reforzamiento de la posición de los accionistas en las sociedades esta-

dounidenses a partir de la Sarbanes-Oxley Act de 2002", en AA.VV., Junta General y Consejo de Administración en la Sociedad Cotizada, Vol. II, Ed. Aranzadi, Cizur Menor, 2016, pág. 1358), diversos estudios empíricos "corroboran que dicho "activismo" provoca una mejora en los resultados operativos de las sociedades afectadas en comparación con empresas que presentaban resultados similares a los suyos antes de la intervención del

Hedge Fund, incluso en los casos en que se han utilizado tácticas hostiles, se han impuesto limitaciones a las inversiones futuras o se han exigido dividendos extraordinarios. Igualmente, estos estudios han demostrado que la subida inicial del precio de las acciones que sigue a la "actuación" de un Hedge Fund no viene contrarrestada con una pérdida de valor en el largo plazo o con retornos negativos a los accionistas en dicho largo plazo tras la salida del Hedge Fund (BEBCHUK, L.A. - BRAV, A. - JIANG, W., 2014)". En consecuencia, resulta poco prudente modificar una pie-

"Los inversores institucionales no van a implicarse más en el control de la gestión por aumentarles sus derechos de voto (...). La experiencia, en los pocos países que las han regulado, no parece muy exitosa"

dra angular de nuestro Derecho de sociedades anónimas sin una previa confirmación empírica de sus ventajas o un estudio del impacto de los efectos previsibles la reforma en nuestra realidad empresarial. En segundo lugar, se trata de un error innecesario puesto que parte de unas premisas falsas. En efecto, basta leer la propia Exposición de Motivos del Proyecto de Ley para comprender hasta qué punto está errando el Gobierno al proponer este cambio normativo, al considerar que “se trata de un mecanismo que puede ser utilizado para incentivar a los accionistas a mantener su inversión en las sociedades a largo plazo y reducir presiones cortoplacistas sobre la gestión de las empresas” y, por otro lado, que con su introducción “nuestro mercado bursátil ofrecerá las mismas opciones que permiten otras legislaciones europeas, reforzando su atractivo”.

Por un lado, porque busca atajar un problema inexistente en España /y en buena parte de la Europa continental), dada la estructura de capital concentrado, típica en nuestras sociedades cotizadas, a diferencia de otras jurisdicciones (como, por ejemplo, la estadounidense) donde la estructura de capital suele ser mucho más atomizada, de forma que los administradores o gestores de nuestras cotizadas no actúan bajo supuestas presiones de hedge funds activistas de carácter especulativo, sino aten-

incrementen sus derechos de voto. Es más, puede desincentivar la inversión en las sociedades que las introduzcan en sus estatutos precisamente porque incrementan el poder de los administradores y el oportunismo de los insiders, perjudicando la atracción de inversión extranjera y el crecimiento de dicho mercado bursátil.

Finalmente, resulta una reforma innecesaria porque existen otras alternativas legales que sí resultan verdaderamente eficaces en el fomento de dicha implicación a largo plazo de los accionistas, algunas de las cuales ya se introducen con este Proyecto por exigencia comunitaria y, en cambio, no se contemplan otras igualmente interesantes quizá por su coste para el erario público (como incentivos fiscales a la permanencia en la sociedad). No obstante, como apuntamos en el título, se trata de un error evitable ya que, a diferencia de la mayoría de las normas contenidas en el Proyecto, esta concreta reforma no viene exigida por la obligada transposición de la Directiva UE 2017/828, como se viene a reconocer -no podía ser de otra forma- en la propia Exposición de Motivos del Proyecto, cuando las menciona en su Apartado VIII dedicado a “otras mejoras normativas en materia de gobierno corporativo y de funcionamiento de los mercados de capitales” que se introducen “al margen de la Directiva”. Es más, no es que no

"Lejos de proteger a los accionistas minoritarios o favorecer un mejor gobierno corporativo, solo beneficiará a los propios administradores o gestores y a esos accionistas de control, incrementando su poder relativo dentro de la sociedad. Esa y no otra fue la razón de su introducción en Francia e Italia, una alternativa soft a las ilegales golden shares"

diendo a los intereses de esos núcleos duros o accionistas de control. Por tanto, la introducción de esta reforma, lejos de proteger a los accionistas minoritarios o favorecer un mejor gobierno corporativo, sólo beneficiará a los propios administradores o gestores y a esos accionistas de control, incrementando su poder relativo dentro de la sociedad en detrimento del resto de accionistas o capital flotante. Esa y no otra fue, no lo olvidemos, la razón de su introducción en los países que -se dice- han servido de modelo a nuestro legislador (Francia e Italia): evitar la huida de algunos grandes grupos empresariales nacionales a otras jurisdicciones al perder el Estado su mayoría en el capital, es decir, una alternativa soft a las ilegales “golden shares” que les permitiera seguir controlando dichas sociedades con una participación minoritaria. Nada que ver con una mejora del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Por otro lado, tampoco mejorará el atractivo de nuestro mercado bursátil ya que las acciones de lealtad no resultan atractivas para los inversores institucionales que no se van a implicar más en el control de la gestión porque se les

se contemplan en dicha Directiva sino que, figurando en la propuesta inicial, fueron eliminadas en su reforma de 2015, por la falta de consenso a nivel europeo sobre su bondad como medida de buen gobierno corporativo. Resulta sorprendente que esa prudencia europea no haya servido de ejemplo a nuestro legislador, máxime cuando la experiencia comparada de los pocos países que las han regulado tampoco parece especialmente exitosa.

En definitiva, podría suprimirse su regulación durante la tramitación parlamentaria sin ningún problema y con el probable aplauso de casi todos (incluido el Banco de España que ya criticó la medida y solicitó -con escaso éxito- que se excluyera de su ámbito de aplicación al sector bancario). ¿Se atenderá a estas críticas por parte de nuestros legisladores? Pierdan toda esperanza. El único consuelo es que, probablemente, una vez introducidas, tengan un éxito en la práctica similar al de otros “experimentos legislativos” anteriores, como las acciones sin voto o las acciones rescatables: tendente a cero. ■