

**Ministerio de Economía y Empresa
Gobierno de España
Paseo de la Castellana, 162
28046 Madrid, España**

Aurelio Gurrea Martínez

Profesor de Gobierno Corporativo, Regulación Financiera y Derecho Concursal
Singapore Management University
55 Armenian Street
179943 Singapore
Email: aureliogm@smu.edu.sg

Singapur, 3 de junio de 2019

A la atención del Ministerio de Economía y Empresa:

El pasado 24 de mayo de 2019 se publicó en la web del Ministerio de Economía del Gobierno de España un [Anteproyecto de Ley](#) que pretende reformar la normativa española de sociedades. Entre otras medidas, se propone implementar en España las denominadas "acciones de lealtad", que permitirán que accionistas que mantengan su participación en el capital de una compañía durante al menos dos años puedan duplicar sus derechos de voto.

Como se comenta en el ANEXO I del presente documento, no creemos que las acciones de lealtad resulten necesarias ni eficaces para el cumplimiento de los objetivos que se propone el Gobierno con esta reforma. Además, creemos la implementación de las acciones de lealtad podría generar un grave perjuicio para el mercado de valores y el gobierno corporativo de las empresas españolas.

Por este motivo, esperamos que el legislador se abstenga de implementar las acciones de lealtad en España. De lo contrario, sólo provocará que se incremente el riesgo de atrincheramiento y oportunismo de los socios de control (principalmente familias y el propio Estado), perjudicando de esta manera la tutela de los accionistas minoritarios y, con ello, el atractivo y deseabilidad de las empresas y el mercado de valores en España.

Un saludo cordial,



Aurelio Gurrea Martínez

ANEXO I

Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las “acciones de lealtad” en las sociedades cotizadas españolas

1. Introducción

El pasado 24 de mayo de 2019 se publicó en la web del Ministerio de Economía un [Anteproyecto de Ley](#) por el que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para adaptar la normativa española a la Directiva Europea por la que se promueve la implicación a largo plazo de los accionistas. En este sentido, y aunque no sea requerido por la Directiva comunitaria, el Anteproyecto de Ley de reforma de la normativa española de sociedades propone, entre otras medidas, implementar las denominadas [acciones de lealtad](#) para las sociedades cotizadas. En esencia, estas acciones –en su configuración española, que, a su vez, se inspira en la normativa francesa e italiana– permiten duplicar los derechos de voto de aquellos accionistas que permanezcan en la empresa durante un periodo mínimo de dos años. Para ello, bastará con un acuerdo adoptado por una mayoría reforzada de la junta general. A través de esta medida, el Gobierno pretende fomentar la implicación de los accionistas en el gobierno corporativo de las empresas, así como contribuir a la creación de valor a largo plazo protegiendo a los administradores de posibles presiones de inversores cortoplacistas.

Como será comentado, las acciones de lealtad no sólo *no* contribuyen a los objetivos pretendidos por el Gobierno sino que, de hecho, pueden perjudicar la financiación de empresas, el desarrollo del mercado de valores y el gobierno corporativo de las empresas españolas. Por este motivo, creemos que el legislador no debería permitir las acciones de lealtad en España.

2. La falta de necesidad de las acciones de lealtad en España

2.1. *El inexistente problema de cortoplacismo*

Uno de los argumentos esgrimidos para implementar las acciones de lealtad consiste en promover la maximización a largo plazo del valor de la compañía, evitando así las presiones cortoplacistas que, según se alega, generan determinados actores del mercado (principalmente, *hedge funds*). Este argumento, no obstante, parecer estar basado en la existencia de un “cortoplacismo”, que, según la mejor doctrina ([aquí](#) y [aquí](#)), es sólo una ilusión, al menos en Estados Unidos. Y si no existe cortoplacismo en Estados Unidos, donde la mayor dispersión del accionariado y la mayor presencia de *hedge funds* e inversores institucionales ([que en ocasiones apoyan a los hedge funds en sus campañas](#)) provocan que las sociedades cotizadas sean más expuestas a las presiones –cortoplacistas o no– de los activistas, todavía con menos motivo existirá cortoplacismo en España. En nuestro país, la mayoría de las sociedades cotizadas tienen accionistas de control (normalmente una familia o el Estado). Ello implica que el poder de un posible accionista minoritario –como normalmente es un *hedge funds*– sea menor que en países como Estados Unidos.

Los estudios empíricos tampoco parecen avalar la existencia de cortoplacismo. En efecto, aunque [algunos autores](#) hayan señalado que el activismo accionarial de los *hedge funds* genere cortoplacismo, [otros estudios](#) han evidenciado lo contrario. Por tanto, si la evidencia empírica sobre la existencia de

cortoplacismo no resulta concluyente en Estados Unidos, donde existe mayor riesgo de cortoplacismo, todavía resultará menos convincente en España.

2.2. La falta de efectividad de las acciones de lealtad para la mayor involucración de los accionistas

Además de resultar innecesarias, las acciones de lealtad tampoco son eficaces para promover la involucración de los accionistas, tal y como también pretende el Gobierno. Tal y como han señalado [algunos autores](#), la existencia de mayores derechos de voto no incentiva, necesariamente, que se promueva la involucración de los accionistas. En otras palabras, las acciones de lealtad no solucionan el “problema” –[si asumiéramos que lo fuera](#)– de la pasividad *racional* de los accionistas minoritarios. En este sentido, son varios los motivos que provocan esta actitud pasiva. En primer lugar, la participación que pueden tener en la compañía puede no ser muy elevada. En segundo lugar, los costes de coordinarse con otros accionistas dificultarían que las decisiones de los accionistas fueran influyentes. En tercer lugar, y con particular importancia para los inversores institucionales, no conviene olvidar que los accionistas suelen estar diversificados. Como consecuencia de los factores anteriores, será racional para muchos accionistas minoritarios no participar en el gobierno de la compañía. Los costes de involucrarse (en términos de tiempo, información, asesoramiento y coordinación), aunque se redujeran por el legislador, podrían resultar superiores a los beneficios que se podrían obtener o, en algunos casos, incluso a los de la totalidad de su inversión. Por tanto, será racional que los accionistas minoritarios tengan una actitud pasiva.

En la medida en que las acciones de lealtad favorecen por igual a mayoritarios y minoritarios, y, por tanto, no incrementan el poder relativo de estos últimos, los incentivos de los minoritarios a involucrarse en el gobierno de una compañía no se verán alterados por la implementación de acciones de lealtad. En consecuencia, la adopción de estas acciones constituye un mecanismo poco efectivo para lograr la implicación de los accionistas.

3. Los costes de implementar las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas

Además de resultar innecesarias e ineficaces, las acciones de lealtad tampoco resultan económicamente deseables. En primer lugar, la duplicación del voto convertirá en accionistas más poderosos a los –ya de por sí– todopoderosos accionistas de control que existen en la mayoría de las sociedades cotizadas españolas. En consecuencia, no sólo existirán menores posibilidades de que un posible accionista externo se haga con el control de la compañía e implemente una estrategia empresarial más eficiente, sino que, de manera más relevante, agravará el riesgo de que los accionistas mayoritarios realicen determinadas conductas oportunistas en perjuicio de los minoritarios (e.g., transacciones con partes relacionadas), en ocasiones referidas como “[tunneling](#)”. Por tanto, con independencia de que se produzca este resultado o no, posibles inversores externos pensarán dos veces si invertir o no en una compañía española, habida cuenta, además, de que, a diferencia de lo que ocurre en otras jurisdicciones de nuestro entorno, los accionistas minoritarios

de las sociedades españolas: (i) no pueden nombrar en la práctica a ningún consejero (salvo que tengan la mayoría necesaria para hacerlo a través del sistema de representación proporcional, que es algo improbable en una sociedad cotizada), tal y como se permite en Italia; (ii) no tienen el poder de aprobar transacciones con partes relacionadas, tal y como ocurre en Israel o Hong Kong; (iii) no pueden bloquear el nombramiento de los consejeros independientes aprobados por la junta general (esto es, en la mayoría de los casos, el socio de control), tal y como ocurre en Reino Unido; y (iv) en fin, no tienen a su disposición determinados mecanismos de protección de mercado y procesales (e.g., acciones de clase) como existen en países como Estados Unidos. Por tanto, la implementación de acciones de lealtad provocará un mayor riesgo de oportunismo de los *insiders* en las compañías españolas frente a los accionistas minoritarios, perjudicándose de esta manera la financiación de empresas y el desarrollo del mercado de valores en España.

En segundo lugar, también hay [autores](#) que alegan que beneficiar expresamente a los accionistas a largo plazo podría perjudicar el valor de la compañía, sobre todo aquellas que realicen transacciones con acciones propias. En tercer lugar, [también se ha alegado](#) que si una sociedad es o, cuando menos, nace mediante un *contrato* del que se derivan multitud de efectos (incluyendo la creación de un patrimonio separado), parecería más congruente que las partes que constituyan o se “adhieran” a ese contrato (esto es, los socios fundadores y los sobrevenidos) estipularan los objetivos que habrán de guiar ese “contrato”. Por tanto, una intervención del legislador para alterar el horizonte temporal de los inversores –ya sea a corto o largo plazo– podría desincentivar la participación de muchos posibles actores en el capital de una compañía, perjudicando nuevamente la financiación de empresas y el desarrollo del mercado de capitales.

En cuarto lugar, conviene tener en cuenta que, con independencia del horizonte temporal de la inversión de los *hedge funds*, [sus intervenciones pueden generar valor](#). En concreto, los activistas pueden maximizar sus beneficios de dos formas: (i) implementando cambios de gobierno, estrategia, inversión o financiación que ayuden a la creación de valor; o (ii) promoviendo estrategias que sólo generen un incremento en el precio de las acciones –para vender rápidamente su participación– sin que necesariamente se genere valor (ejemplos de estas últimas estrategias podrían incluir, en ocasiones, la distribución de dividendos, la recompra de acciones, o la venta de activos).

Desde un punto de vista de política legislativa podría tener sentido limitar o, cuando menos, someter a mayor escrutinio el segundo tipo de conductas. Sin embargo, forzar a determinados inversores a invertir en el largo plazo podría provocar que no inviertan en una compañía o, en su caso, lo hicieran exigiendo un mayor coste por su financiación. Y ello podría provocar determinados efectos perjudiciales. Por un lado, podría perjudicar la financiación de empresas y el desarrollo del mercado de valores. Por otro, podría privar a inversores minoristas menos pudientes –que quizás sean más cortoplacistas, como consecuencia de las mayores necesidades de disponer de liquidez ante cualquier emergencia– de las posibilidades de inversión y diversificación que puede ofrecer el mercado de valores. Finalmente, podría desincentivar que

determinados inversores sofisticados que tuvieran vocación cortoplacista implementarían el primer tipo de estrategias (que podrían crear valor a largo plazo), o que invertirían tiempo y recursos en el control de los administradores y socios de control, perjudicando con ello el gobierno corporativo y la creación de valor de las empresas españolas.

4. Medidas alternativas para la prevención del hipotético cortoplacismo y la mayor implicación de los accionistas

Si el objetivo del gobierno es promover la involucración de los accionistas y una mejora del gobierno corporativo en compañías con inversores institucionales, las reformas deberían centrarse en la regulación de los asesores de voto (*proxy advisors*), así como en los problemas de agencia creados por los inversores institucionales ([aquí](#) y [aquí](#)). Asimismo, también debería promover –en lugar de desincentivar– la existencia de *hedge funds*, ya que estos fondos, en ocasiones, pueden generar valor para las compañías, además de ayudar a [solventar la actitud pasiva de los inversores institucionales](#).

Por su parte, si el Gobierno pretendiera promover el largo plazo (aunque, como se ha comentado, en los mercados españoles no exista un problema de cortoplacismo), existen otros mecanismos alternativos. El primero podría ser el mecanismo utilizado en Estados Unidos: la existencia de *medidas anti-OPA*. Sin embargo, como esta medida generaría –al igual que las acciones de lealtad– un mayor riesgo de atrincheramiento por parte de los *insiders*, además de reducir las posibilidades de ser adquiridos por un tercero (que es algo que no sólo podría permitir la posibilidad de implementar una estrategia empresarial que, en ocasiones, pueda resultar superior, sino también incentivar a los administradores a maximizar *ex ante* el valor de la compañía), esta medida debe considerarse indeseable.

Una segunda estrategia, que, de hecho, también propone el Gobierno en la línea de lo sugerido, implementado o discutido en otros países de nuestro entorno, podría consistir en suprimir los requerimientos de *información financiera trimestral* e imponer requisitos de revelación de información financiera con carácter semestral o meramente anual. No obstante, los [estudios empíricos](#) no parecen demostrar que esta medida favorezca el largo plazo. Además, la publicación de resultados semestrales o anuales podría generar mayor expectación y, por este motivo, generaría mayores presiones cortoplacistas en los administradores una vez que se aproxima la fecha de revelación de información. Por este motivo, tal y como han señalado [algunos autores](#), no creemos que en la reducción de los requisitos de revelación de información se encuentre la solución más deseable al hipotético problema del cortoplacismo.

Cuestión diferente sería que el Gobierno se planteara implementar esta medida con una finalidad distinta a la promoción del largo plazo. En concreto, si el objetivo de esta medida fuera reducir las cargas regulatorias para las empresas, esta medida podría resultar más efectiva. En este caso, la medida resultaría más *efectiva* para cumplir el objetivo deseado, aunque restaría por ver si resulta económicamente deseable. En nuestra opinión, aunque esta

medida pueda resultar atractiva para reducir las cargas regulatorias de las empresas, que será algo especialmente valioso para las entidades de menor tamaño, creemos que los costes de la medida pueden resultar superiores a sus beneficios. En concreto, creemos que las menores exigencias de información podrían reducir el control de los administradores y socios de control, así como, quizás de manera más importante para España, la protección de los accionistas minoritarios y la liquidez y transparencia de los mercados. Por tanto, esta medida podría acabar perjudicar la financiación de empresas y el desarrollo del mercado de valores.

En tercer lugar, el legislador podría incentivar el largo plazo a través de interferir en el diseño de la *retribución de administradores y directivos* para que sean diseñados de manera tal que promuevan el largo plazo. No obstante, esta medida tampoco estaría exenta de polémica, ya que, al reducirse la retribución a corto plazo de administradores y directivos, no sólo se podrían reducir los incentivos de muchos directivos cualificados para incorporarse a la dirección o consejo de administración de una compañía, sino que también podría provocar que se relajaran en su gestión. Por tanto, es una reforma que necesitaría de un pausado análisis, sobre todo, en lo que se refiere a sus posibles implicaciones prácticas y efectos colaterales.

En cuarto lugar, el legislador podría plantearse el otorgamiento de *incentivos fiscales* a los accionistas a largo plazo. Tal y como hemos comentado en [otras ocasiones](#), esta solución podría resultar más deseable que todas las anteriores y, definitivamente, más que las acciones de lealtad. En el fondo, si la comunidad –que, asumamos, se representa por el “Estado”– quiere que los accionistas de una compañía, renunciando a liquidez y satisfacción a corto plazo, inviertan a largo plazo para que así se contribuya a la investigación, el desarrollo y el crecimiento económico a largo plazo, debería ser el Estado –y no los accionistas de una determina compañía– quienes asumieran los costes de esta medida. De esta manera, no se sancionaría a ningún accionista por tener unas u otras preferencias (o necesidades) en términos de riesgo, rentabilidad y liquidez, sino que sería el Estado quien, a través del sistema fiscal, compensaría a los accionistas a largo plazo por las “externalidades positivas” que, se supone, ayudarían a crear para la comunidad en general.

En todo caso, y aunque esta medida nos parezca, en su caso, la más razonable para lidiar con el hipotético problema del cortoplacismo (si ésta fuera la finalidad exclusiva del legislador, aunque esto, como se ha comentado, no tendría sentido en España), tampoco creemos que sea perfecta. En concreto, esta medida puede incentivar que, en aquellos supuestos en los que exista una deficiente gestión de los administradores, y los accionistas –como medida de protección o incluso de “castigo”– quisieran vender sus acciones, se vean desincentivados a hacerlo sólo por querer esperar al periodo tras el cual podrán disfrutar de las correspondientes ventajas fiscales. Por tanto, esta medida podría ocasionar una distorsión en el mercado que, última instancia, podría perjudicar el gobierno corporativo de las empresas.

5. Conclusiones

En nuestra opinión, el legislador español no debería permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas. Y de permitirse este tipo de acciones, debería hacerse –como ocurre en otros países con las [acciones con voto múltiple](#)– para las sociedades no cotizadas que quieran salir a bolsa. De esta manera, los fundadores/socios de control sólo tendrán incentivos para adoptar las acciones de lealtad cuando crean –y hagan creer a los inversores– que los posibles costes de estas acciones en términos de atrincheramiento en el control de la compañía y posible riesgo de oportunismo frente a accionistas minoritarios resultarán inferiores a los posibles beneficios asociados a un hipotético favorecimiento de la maximización a largo plazo del valor de la empresa.

Si, tal y como pretende el Gobierno, las acciones de lealtad se implementan en sociedades cotizadas, existirán un mayor riesgo de oportunismo de los administradores y socios de control, no sólo por las mayores problemas de acción colectiva que afrontan los accionistas minoritarios en una sociedad cotizada, sino también por los menores incentivos que tendrían los socios de control para implementar la solución que resulte más deseable para todos. En efecto, mientras que, en el contexto de una sociedad no cotizada que pretenda salir a bolsa, los socios de control tienen poderosos incentivos para adoptar acciones de lealtad *sólo* si creen que resultará en interés de todos (de lo contrario, se arriesgarían a un fracaso de la salida a bolsa, que sería un escenario gravemente perjudicial para sus intereses), estos incentivos de mercado resultarán menos poderosos en una sociedad cotizada, ya que, en *el peor* de los escenarios, la implementación de estas acciones solo provocará una salida del capital de determinados accionistas o una reducción de la capacidad futura de la compañía de aumentar capital. Por tanto, si bien nos parece cuestionable, en general, la implementación de las acciones de lealtad en España, nos parecería una temeridad que se permitieran para las actuales sociedades cotizadas.