

ISABEL FERNÁNDEZ TORRES
Profesora Titular de Derecho Mercantil UCM
Instituto Derecho Europeo e Integración Regional

LAS LOYALTY SHARES:
CORTOPLACISMO CONTRA
ACTIVISMO ACCIONARIAL

Prólogo de
Carmen Alonso Ledesma

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2017

ÍNDICE

	Pág.
PRÓLOGO	11
NOTA PRELIMINAR	15
AGRADECIMIENTOS	19
ABREVIATURAS	21
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN	23
CAPÍTULO II. AUGE Y OCASO DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD	37
I. DESARROLLO DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL Y CONSOLIDACIÓN DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD	37
II. EL ABANDONO PROGRESIVO DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD ESTRICTA: UNA PERSPECTIVA DE DERECHO COMPARADO	42
1. Ordenamientos continentales	42
2. El modelo norteamericano: un caso particular.....	51
3. El debate académico.....	56
III. UNA BREVE APROXIMACIÓN AL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD EN LA DOCTRINA ECONÓMICA	59
1. Estructura del voto y conflicto de interés.....	61
2. Estructura del voto y mercado de control societario.....	64
3. Estructura del voto y decisiones financieras	66
CAPÍTULO III. <i>LOYALTY SHARES</i>: UN MECANISMO ADECUADO PARA LUCHAR CONTRA EL CORTOPLACISMO?	67
I. LA INSUFICIENCIA DEL MODELO POSITIVO ACTUAL PARA GOBERNAR LAS SOCIEDADES ABIERTAS	67
II. LA INCORPORACIÓN DE LAS <i>LOYALTY SHARES</i> EN LOS ORDENAMIENTOS DE NUESTRO ENTORNO: BREVE APROXIMACIÓN A SU RÉGIMEN JURÍDICO	75

	Pág.
1. El régimen del voto doble en Francia	75
2. El Decreto de Competitividad y el voto « <i>maggiorato</i> »	80
III. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS <i>LOYALTY SHARES</i>	85
1. Efectos positivos de la incorporación de las <i>loyalty shares</i>	85
2. Efectos negativos de la incorporación de las <i>loyalty shares</i>	88
3. La necesidad de introducir medidas correctoras	96
4. Valoración.....	98
IV. PRINCIPALES MECANISMOS DE DESVIACIÓN AL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD EN EL CASO ESPAÑOL.....	102
V. EL VOTO PLURAL: ¿UN MECANISMO COMPATIBLE CON EL DERECHO ESPAÑOL?	105
VI. CONCLUSIÓN: ¿DEBE ABANDONARSE EL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD?	110
CAPÍTULO IV. CORPORATE GOVERNANCE Y ACTIVISMO ACCIONARIAL	117
I. EL ACTIVISMO ACCIONARIAL COMO INSTRUMENTO DE GOBIERNO CORPORATIVO.....	117
II. LA FALTA DE IMPLICACIÓN DE LOS ACCIONISTAS EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS: ALGUNOS DATOS EMPÍRICOS.....	122
III. LA TRADICIONAL «APATÍA RACIONAL» DEL ACCIONISTA.....	127
IV. LAS POLÍTICAS DE INVOLUCRACIÓN DE LOS ACCIONISTAS EN ESPAÑA: UNA SOLUCIÓN AL PROBLEMA DEL CORTOPLACISMO?.....	134
V. LAS NUEVAS ESTRUCTURAS ACCIONARIALES Y LA INNOVACIÓN FINANCIERA: EL GRAN RETO DEL ACTIVISMO ACCIONARIAL	138
1. Introducción: composición accionarial e interés.....	138
2. La importancia de los inversores institucionales en la demografía accionarial.....	142
3. El comportamiento de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas.....	149
4. La transparencia y el ejercicio del derecho de voto como parte de los deberes fiduciarios	162
5. La influencia de los <i>Proxy advisors</i>	172
CAPÍTULO V. MECANISMOS PARA FRENAR EL ACTIVISMO NEGATIVO O ESPECULATIVO: ALGUNAS PROPUESTAS DE REFORMA	179
I. ¿REFORZAR LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS ES SUFICIENTE?	181
II. HACIA UN DEBER DE LEALTAD DEL ACCIONISTA AMPLIADO	183
III. TRANSPARENCIA.....	185
BIBLIOGRAFÍA	187

Prólogo

En los últimos tiempos estamos asistiendo, tanto en Europa como en Estados Unidos, a un creciente activismo accionario. Un activismo que si bien no es enteramente nuevo, puesto que tuvo su inicio al comienzo de la década de los noventa del pasado siglo con la irrupción de los inversores institucionales en el capital de las sociedades cotizadas, ahora reviste unas características distintas, al menos en parte.

Si aquel temprano activismo despertó las esperanzas (nunca totalmente materializadas) de que con una mayor participación accionarial en la toma de decisión de las sociedades cotizadas se podría controlar el poder de los managers, el de ahora no puede decirse que genere las mismas expectativas. Y es que no todos los inversores institucionales son iguales ni actúan del mismo modo o persiguen iguales objetivos. Junto a inversores institucionales tradicionales que sobre todo perseguían establecer canales de comunicación con el «management», en la actualidad ha hecho su aparición un activismo de corte empresarial (entrepreneurial activism) claramente especulativo que origina o puede originar una destrucción de valor por su fomento del cortoplacismo.

Este nuevo activismo protagonizado fundamentalmente por los hedge funds, despierta grandes recelos porque su actuación no siempre se traduce en una influencia favorable para la buena marcha de la sociedad y, en particular, para el buen gobierno de la misma. Y es que el activismo de estos fondos es, en efecto, diferente, en la mayoría de los casos, al de los inversores institucionales tradicionales.

A los hedge funds se les acusa normalmente de fomentar el cortoplacismo al orientar la gestión de los administradores hacia la obtención de resultados a corto plazo, sacrificando el valor a largo plazo para los accionistas, lo cual incide muy negativamente sobre el gobierno corporativo de las sociedades al vulnerar lo que hoy se considera un objetivo prioritario o esencial de un buen gobierno corporativo: el desarrollo de estrategias a largo plazo que garanticen el mantenimiento de un negocio sostenible en el tiempo.

Este auge del activismo de los hedge funds ha llegado a tener tal influencia en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, tanto de capital disperso como de propiedad concentrada, que ha llamado la atención de los legisladores americanos y europeos que intentan poner coto a la actividad de estos fondos a través de distintos mecanismos, uno de los cuales es, precisamente, fomentar la fidelidad de los accionistas mediante la creación, de las llamadas loyalty shares o acciones de lealtad o fidelidad. Se trata de una clase de acciones con las que se pretende favorecer la implicación y permanencia de los accionistas en la sociedad y, con ello, permitir el desarrollo de estrategias a largo plazo que creen valor para los accionistas y garanticen la viabilidad de la compañía y la mejora de su buen gobierno. Y, al mismo tiempo, restaurar un correcto funcionamiento del mercado conteniendo el cortoplacismo, cuyos efectos perniciosos se han dejado sentir en la crisis financiera al incrementar la volatilidad de los mercados.

No es esta, sin embargo, una opinión unánimemente compartida, ya que son muchos los que consideran que no debe frenarse el activismo de los fondos en favor de la lealtad de los accionistas. Y ello porque no existe una evidencia empírica clara que apoye que los efectos negativos del cortoplacismo induzcan a los administradores a soluciones inmediatas que destruyan el valor a largo plazo para los accionistas, ni tampoco que esa destrucción de valor sea consecuencia directa del activismo de los hedge funds.

Sea como fuere, lo cierto es que la implantación de esa clase de acciones en aquellos ordenamientos que las han acogido ha ido encaminada a favorecer el largoplacismo vinculando el ejercicio de los derechos de voto a una cierta continuidad o permanencia en la sociedad. Es decir, se presume que una mayor involucración lleva aparejada necesariamente el desarrollo de políticas a largo plazo y de mejora del buen gobierno corporativo. Este planteamiento, sin embargo, parece partir de la base de que todos los accionistas tienen interés en participar y que todos ellos tienen las mismas motivaciones para hacerlo. Más aún, parece asumirse como premisa que implicación y voto son términos casi sinónimos, lo que no se corresponde con la realidad. Por eso dista mucho de estar claro que la emisión de esta clase de acciones sea la solución a los problemas planteados, dadas esas circunstancias y la distinta estructura que pueden tener las sociedades.

Y ello porque si bien en las sociedades con una estructura de propiedad diluida, reforzar los derechos de los accionistas que permanecen en la entidad puede favorecer su implicación y activismo, en los supuestos de estructura de capital concentrado, propio de las sociedades de la Europa continental, la atribución de unos derechos de voto reforzados a quien puede favorecer es a los administradores o a los socios de control y, en cierta medida, contribuir a alterar la estabilidad de los mercados.

Parece, por tanto, necesario que las soluciones que se propongan al respecto tengan en cuenta los efectos negativos que pueden generar estos instrumentos atendiendo a la diferente estructura de las sociedades y, en particular, a su demografía accionarial, así como a las características e intereses que defienden las distintas categorías de accionistas.

Quizás, por ello, se empieza a poner el acento sobre el concepto de «activismo responsable» entendido como aquel que llevan a cabo accionistas comprometidos en un crecimiento sostenible de la sociedad y rendimiento a más largo plazo como mecanismo de lucha contra el cortoplacismo. Este es el planteamiento que subyace tras la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo y el Consejo, de 17 de mayo, sobre el fomento de la implicación de los accionistas a largo plazo, al considerar que el activismo accionarial es condición sine qua non para un buen gobierno por lo que debe incentivarse. Queda por ver, sin embargo, que pueda alcanzarse el objetivo de promover ese activismo responsable impidiendo, al mismo tiempo, que los inversores adopten planteamientos a corto plazo inapropiados y, sobre todo, que ese activismo responsable pueda lograrse con la emisión de las acciones de fidelidad.

De este conjunto de complejas cuestiones que se enmarcan en el ámbito del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, que de forma sintética acabo de indicar, se ocupa el libro de la profesora Isabel Fernández Torres que tengo la satisfacción de prologar. En él la autora no se limita a tratar de esta nueva clase de acciones exponiendo su régimen jurídico, sino que va mucho más allá, analizando con una visión rigurosa y crítica, las ventajas e inconvenientes que la emisión de este tipo de acciones plantea y, por tanto, poniendo de relieve los efectos positivos y negativos que, en función de la distinta estructura de la sociedad, pueden provocar, cuestionando, asimismo, su idoneidad y eficacia para frenar el cortoplacismo y favorecer la implicación de los accionistas.

En realidad, y al hilo de la aparición de las loyalty shares, la profesora Fernández lo que hace es reflexionar cuidadosamente sobre aspectos cruciales del Derecho societario actual: sobre la conveniencia o no de mantener el principio de proporcionalidad (ya que la aparición de estas acciones ha vuelto a reabrir el debate acerca de si debe perdurar estrictamente ese principio entre propiedad-control o riesgo-poder en el seno de las sociedades de capital y, en particular, en las sociedades cotizadas); sobre el fenómeno de la inversión institucional y sus distintas variantes; sobre la aparición de otros actores en el panorama de las sociedades cotizadas como los proxy advisors y su influencia en la conducta de los inversores institucionales; así como sobre la incidencia que la innovación financiera produce o puede producir en las estructuras accionariales.

El resultado de esas reflexiones es el libro que el lector tiene en sus manos. En él se nos proporciona un panorama lo suficientemente amplio y preciso de algunas de las cuestiones que, sobre los problemas indi-

PRÓLOGO

cados, más ocupan y preocupan en la actualidad para que el lector pueda sacar sus propias conclusiones acerca de todo lo que en él se expone. Y esa exposición no se hace en un plano meramente teórico o abstracto, sino que el análisis de cada una de las cuestiones que en él se abordan tiene su correspondiente traslación al Derecho de sociedades español viendo sus implicaciones y contrastándolas con la realidad de las sociedades cotizadas españolas. Unas reflexiones que acaban con algunas propuestas de reforma susceptibles de poner coto al activismo negativo o especulativo.

Con ello, la profesora Fernández Torres pone de manifiesto nuevamente su capacidad de análisis de la situación existente en relación con todas las materias que trata, y lo hace con una visión eminentemente crítica, después de haber examinado exhaustivamente la literatura existente sobre estos temas, aportando su propia opinión sobre cada una de las materias de las que se ocupa. Y todo ello con su acostumbrada claridad expositiva, con un lenguaje cuidado y preciso que facilita la lectura.

Acabo aquí este prólogo porque creo que ni el libro requiere de más presentación, pues, con lo dicho, el lector puede hacerse una idea cabal de lo sugerente de la obra y de la necesidad de proceder a una lectura reposada de la misma, ni tampoco la autora, puesto que ya es sobradamente conocida en el ámbito académico por sus trabajos anteriores que se extienden a distintos sectores de nuestra disciplina sobre los que ha realizado valiosas aportaciones.

Solo me cabe añadir mi felicitación muy sincera a Isabel por su acierto en elegir un campo de investigación de la máxima actualidad y por dar a conocer a la comunidad científica y profesional este nuevo trabajo que viene a sumarse a todos los suyos anteriores, y que no es sino una nueva muestra de su madurez intelectual y de su buen hacer como universitaria. Siento un legítimo orgullo de que Isabel me honre con su amistad y colabore conmigo en nuestro quehacer universitario.

Playa de la Barrosa, agosto de 2017

Carmen ALONSO LEDESMA
Catedrática de Derecho Mercantil

*Nota preliminar**

En los últimos años, restaurar un orden correcto en el funcionamiento del mercado y contener el cortoplacismo y los efectos perniciosos que se derivan de él se ha convertido en una de las principales preocupaciones de los legisladores de uno y otro lado del Atlántico. Ese cortoplacismo que parece imperar en los mercados ha contribuido de forma clara a la crisis financiera, incrementando la volatilidad de los mercados, así como poniendo en un segundo plano el objetivo de la eficiencia de las empresas en perjuicio de su sostenibilidad.

En respuesta a este fenómeno, algunos ordenamientos de nuestro entorno —como el francés en 2014 o el italiano en 2015— han introducido recientemente en sus legislaciones las *loyalty shares*. Un instrumento que tiene como finalidad no solo favorecer la implicación y permanencia de los accionistas en la sociedad, sino también el desarrollo de estrategias a largo plazo consideradas como elementos creadores de valor. Se busca con ello mejorar el buen gobierno de las sociedades.

En cuanto mecanismo de control reforzado, las *loyalty shares* implican una nueva ruptura del principio de proporcionalidad. Ello ha hecho resurgir, una vez más, el debate acerca de la conveniencia o no de imponer el principio de proporcionalidad estricto entre propiedad-control o riesgo-poder en el seno de las sociedades de capital y, en particular, en las sociedades cotizadas. Optar o no por un principio de proporcionalidad exige abordar previamente las ventajas y/o desventajas de las *loyalty shares*, su idoneidad, así como su eficacia para frenar el cortoplacismo y favorecer la implicación de los accionistas.

Pero más allá de las cuestiones meramente teórico-jurídicas que trato en el libro, de las ventajas y desventajas que en el recurso a este

* Este trabajo se enmarca dentro del Proyecto de Investigación «Poder económico y poder empresarial (la revisión de la estructura y la regulación del sistema español de gobierno corporativo)» DER2015-67317-P.

instrumento se vislumbran y del hecho de que los estudios empíricos no son concluyentes en este caso, pueden y deben realizarse consideraciones de orden crítico adicionales, cuestiones que trato con cierta profundidad. Así, en las sociedades de capital concentrado propias de la Europa continental, las *loyalty shares* favorecen que una minoría sea la que controle la sociedad, lo que si no va unido a un fuerte sistema de control de la gestión puede: generar conflictos de interés entre accionistas minoritarios y administradores e incrementar el *moral hazard* y, por tanto, la consecución de intereses personales en detrimento del interés general. Los únicos interesados en beneficiarse de las *loyalty shares* son los administradores o los socios de control a las que recurrirán como mecanismo defensivo frente a los *hedge funds* activistas. Pero, además, no debe perderse de vista el hecho de que detrás de las reformas llevadas a cabo en Francia y en Italia se esconden otros intereses de los Gobiernos respectivos deseosos de reducir su participación económica sin perder el control (como en los casos de ENEL, ENI, FINMECCANICA o RENAULT), o de evitar la huida de grandes grupos empresariales como sucedió en el caso de FIAT; es decir, intereses económico-financieros, así como un claro afán proteccionista son los que parecen haber movido a esos legisladores.

Ahora bien, la práctica societaria nacional e internacional ofrece otros supuestos que, de alguna manera, han pasado más desapercibidos y cuyos efectos son similares a los que se derivan de mecanismos como las *loyalty shares*. Tal es el caso de la operación de ampliación de capital desarrollada por Abengoa en 2012 que bajo la apariencia de respeto al tenor de los preceptos legales, atentó claramente contra el espíritu de la Ley y ha producido unos efectos muy similares a los que se hubieran generado si se hubiera podido recurrir a las acciones de voto plural. El sector tecnológico conoce diversos casos en los que se ha recurrido a fórmulas muy similares: Google o Facebook, por citar alguno emblemático.

Los efectos que generan estos instrumentos y las soluciones que pueden proponerse exigen tener en cuenta la estructura de las sociedades y, en particular, su demografía accionarial y las características e intereses que defienden las distintas categorías de accionistas. En relación con los accionistas minoritarios, la práctica societaria —y en esto IBERDROLA ha querido ser pionera en España— refleja una creciente importancia de las políticas de compromiso accionarial y de comunicación con los accionistas, pero lo cierto es que estas no acaban con la apatía racional del accionista sino que, en realidad, parecen centrarse más en el coste reputacional que tiene para las sociedades no ponerlas en marcha. Junto a esta categoría, debemos tener en cuenta la importancia que están adquiriendo los inversores institucionales. Al análisis de dicha categoría de accionistas dedico una parte importante del estudio. Porque bajo ese paraguas se engloban un conjunto

heterogéneo de sujetos que persiguen intereses diferentes e incluso contrapuestos. Cuestiones que, quizás, no han sido abordadas hasta ahora en la doctrina española con suficiente profundidad. A todo ello se une el hecho de que estos inversores suelen recurrir a la innovación financiera produciéndose con ello no solo una ruptura del principio de proporcionalidad sino la separación del interés económico del riesgo (*empty voting*). Los inversores institucionales están modificando su comportamiento en el mercado y, en ocasiones, recurren a terceros para operar en el mercado —*proxy advisors*— cuya labor y función suscita no pocos temores entre los emisores e incluso en el propio regulador. Las previsiones contempladas en la Directiva de 17 de mayo de 2017 no son sino un fiel reflejo de la importancia de las cuestiones señaladas y que también se abordan en este estudio.

En definitiva, bajo el título *Las «loyalty shares»: cortoplacismo contra activismo accionarial* se abordan todo un conjunto de problemas, complejos, enmarcados en el ámbito del Gobierno corporativo y a los que las *loyalty shares* pretenden responder. Inquietudes presentes, algunas de ellas en la Directiva europea publicada el pasado 17 de mayo de implicación a largo plazo de los accionistas. Una Directiva cuyo texto final difiere sustancialmente respecto del planteamiento originario. Su evolución responde, en realidad, a un cambio de paradigma: la preocupación del legislador europeo no se centra en reforzar los derechos de los accionistas, sino más bien en favorecer su implicación, en fomentar su participación como instrumento para contener el cortoplacismo.

Agradecimientos

Este libro constituye el trabajo de investigación cuya conferencia expuse ante el Tribunal compuesto por Dña. J. Pulgar, D. J. Sánchez-Calero, D. L. Velasco San Pedro, D. J. Arias Varona y Dña. C. Galán. A ellos quiero agradecer, en primer lugar, sus observaciones pero, sobre todo, sus palabras de aliento.

Pero quiero dejar constancia también de mi agradecimiento a otras personas que en este momento de mi vida han jugado y juegan un papel primordial. Carlos Andradas Herranz me brindó la oportunidad de vivir una de las experiencias profesionales más enriquecedoras de mi vida. Con él estaré siempre en deuda por la confianza que depositó en mí y por su apoyo constante. A la profesora Carmen Alonso Ledesma en quien encontré hace veinte años un referente y que, con el tiempo, se ha convertido en uno de los pilares de mi vida. A mis amigos, que con sus observaciones, críticas, palabras de aliento y compañía constantes me ayudaron a lo largo de los meses a continuar con este trabajo. Gracias por ser mis compañeros de fatigas en este largo viaje.

Finalmente, a mi familia. A mis padres, por su apoyo constante y por haberme inculcado el valor del esfuerzo. A mi padre porque, con su ejemplo, me ha enseñado el camino de la Universidad. A mi hermano y su familia, por estar. Y, cómo no, a Álvaro y a nuestras hijas, Itziar y Alejandra, por todas las horas que este trabajo les robó.

Ribamontán al Mar

Agosto 2017.

Capítulo I

Introducción

Uno de los temas tradicionalmente más controvertidos en el ámbito del gobierno corporativo, y que se plantea recurrentemente, es el de la distribución de los derechos de voto a los accionistas y, en definitiva, el de la conveniencia o no de imponer el principio de proporcionalidad entre propiedad y control en el seno de las sociedades de capital. El debate sobre el principio de proporcionalidad está intrínsecamente relacionado, pues, con la atribución del derecho de voto y la facultad de los socios de participar en las decisiones societarias. La justificación se ha reconducido tradicionalmente al esquema de propiedad¹ al entender que ambos derechos no son sino consecuencia inmediata de esta². Se trata de un planteamiento comúnmente aceptado aun cuando los estudios empíricos no son concluyentes. De acuerdo con ello, se ha asumido como principio general del Derecho societario la igualdad de trato de los accionistas titulares de acciones de una misma clase³.

¹ F. H. EASTERBROOK-D y R. FISCHER, «Voting in corporate law», 26 *Law&Econ.*, 1983, pp. 395 y ss. Algún autor ha señalado que la reconducción al esquema de la propiedad, quizás, no sea correcto y que referirse a los accionistas como «propietarios» puede no ser sino una aproximación simplista especialmente en el caso de las sociedades cotizadas con un capital o una estructura accionarial disperso [J. M. GARRIDO GARCÍA, «Una acción, un voto: el principio de proporcionalidad y control en la Unión Europea», en GARCÍA DE ALBIZU/OLEO BANET/MARTÍNEZ FLOREZ (coords.), *Estudios de Derecho Mercantil*, Civitas, 2010, pp. 278-279].

² Aun cuando hoy en día ello no pueda predicarse en los mismos términos para todos los tipos societarios y, especialmente, para las sociedades cotizadas de capital disperso tal y como acertadamente ha puesto de manifiesto un sector de la doctrina americana: G. H. GREENWOOD, «Fictional Shareholders: for whom are coporate managers trustees revisited», 69 *S. Cal. L. Rev.*, 1996, pp. 1021 y ss.

³ L. ENRIQUES, H. HANSMANN y R. KRAAKMAN, *The anatomy of corporate law: a comparative and functional Approach*, Oxford University Press, 2009, p. 96; F. M. MUCCIARELLI, «Equal Treatment of Shareholders and European Union Law - Case Note on the Deci-

El régimen de las sociedades de capital se funda, en definitiva, sobre el principio de proporcionalidad lo que garantiza que las decisiones se adopten con el voto favorable de accionistas que representan la mayoría del capital⁴. Las razones que se han esgrimido en defensa de esta postura son diversas. Por un lado, se ha señalado que quienes representan la mayoría de capital están en mejor disposición para actuar en defensa del interés general lo que se justifica por esa relación de poder de decisión y riesgo⁵. Por otro lado, el sistema favorece, sin duda, la asunción del control por parte de quienes ostentan una participación más elevada. En esta línea, se ha señalado también que los grandes accionistas son quienes se encuentran en mejor condición para seleccionar a los administradores y hacer un mejor seguimiento de sus operaciones. Por último, el sistema parece el más adecuado para atraer inversores y capital al atribuir un derecho de participación proporcional a la inversión realizada.

El conjunto de los elementos señalados ha llevado a la doctrina —tradicionalmente— a entender, en general, que el principio de proporcionalidad es el que mejor se adecúa a las características de las sociedades de capital y, especialmente, en las denominadas «sociedades abiertas». Porque, en efecto, las conclusiones pueden ser otras cuando el modelo tipológico responde a características más bien propias de las sociedades cerradas o de corte personalista⁶.

El hecho de que, tal y como hemos señalado, el principio de proporcionalidad constituya la base sobre la que se asienta nuestro Derecho de sociedades no significa, para algunos autores, que deba considerarse como un principio de signo superior o como una norma de carácter imperativo sino que, por el contrario, debe entenderse como una regla dispositiva. Por encima de este, hay otro principio —el de la autonomía privada— al cual queda subordinado. Eso significa que, en virtud de este último, pueden introducirse reglas que modulen o deroguen el principio de proporcionalidad (así, por ejemplo, acciones sin derecho de voto) dentro de los límites admisibles en cada uno de los Ordenamientos.

Admitido que el principio está intrínsecamente relacionado con el derecho de voto y el derecho a participar las discrepancias surgen, principalmente, a la hora de precisar cómo han de distribuirse esos

sion “Audiolux” of the European Court of Justice», *European Company and Financial Law Review*, núm. 1, 2010, p. 158, especialmente, p. 163.

⁴ G. P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, p. 31 y citas.

⁵ Así, F. H. EASTERBROOK-D y R. FISCHER, «Voting...», *op. cit.*, p. 403; S. BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, 2002, pp. 613 y ss.; A. BERLE y G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, USA, 1932, pp. 112 y ss.

⁶ G. P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale...*, *op. cit.*, pp. 33 y ss.; M. SPOLIDORO, «Il voto plurimo: i sistemi europei», *Rivista delle società*, 2015.

derechos, cuestión clave en el debate. Y es que, en el fondo, la problemática que subyace detrás de todo ello radica en la distribución del poder en las sociedades cotizadas y la participación de los accionistas en la vida social.

En los últimos años, la doctrina ha realizado importantes estudios y dedicado notables esfuerzos tratando de determinar las ventajas y/o desventajas que se derivan de la desviación del principio de proporcionalidad sin que se haya llegado a una solución unívoca. A este respecto, merece destacarse el interés mostrado por la Comisión Europea al impulsar un estudio sobre el principio de proporcionalidad y control en las sociedades europeas, estudio que fue entregado el 18 de mayo de 2007⁷.

Pero más allá de los resultados que se infieren de dicho Informe, en estos primeros momentos conviene resaltar que los intentos europeos por incluir una norma como la regla de la proporcionalidad han sido una constante del Derecho de sociedades en Europa al entenderse que se trata de una cuestión que afecta al núcleo del sistema de buen gobierno. En efecto, sin ánimo de hacer en esta primera aproximación un análisis exhaustivo del movimiento de armonización del Derecho de sociedades, sí puede resultar conveniente mencionar tanto el fracaso de la proyectada V Directiva que optaba claramente por incorporarlo, como las primeras versiones del Reglamento de la Sociedad Anónima Europea que lo preveía o la Directiva de OPAS respecto de la cual se afirmó la necesidad de que se completara con el reforzamiento del principio de proporcionalidad⁸. De hecho, el grupo de expertos presidido por J. Winter tenía identificado el principio de proporcionalidad como una de las bases del Derecho de sociedades y lo conectó a la regla de la neutralización⁹.

El fracaso de la iniciativa europea de 2007 no constituye sino el reflejo de la crisis de la Unión, una crisis profunda y que hunde sus raíces en el propio modelo y sus valores fundamentales. Establecer o no un principio de proporcionalidad, introducir o no mecanismos de desviación nos lleva en última instancia a definir el modelo de sociedad cotizada que se quiere. La razón última del fracaso de la iniciativa sobre proporcionalidad y las iniciativas implementadas en algunos ordenamientos en relación con el voto múltiple o las acciones de fidelidad constituyen un fiel reflejo del proteccionismo que impera en muchos de los Estados miembros y la fuerza de los grupos de presión frente a

⁷ http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf.

⁸ Comunicación de la Comisión al Consejo de 10 de mayo de 1990, SEC (90), 901 final: *Obstacles to takeovers and other general bids*, <http://aei.pitt.edu/8862/1/8862.pdf>.

⁹ J. M. GARRIDO GARCÍA, «Una acción, un voto...», *op. cit.*, pp. 177 y ss., especialmente p. 288.

las OPAS hostiles, lo que se percibe con claridad al analizar la presión que ejercieron los *lobbies*. Y es que el poder de decisión de cada socio en proporción a su participación en el capital adquiere una especial significación en el llamado mercado de control de las empresas en la medida que el éxito o fracaso de una operación que tiene por objeto la adquisición del control depende de la facultad del accionista de influir en la adopción de la decisión.

En la práctica, y sobre todo en las sociedades abiertas tal y como pone de manifiesto el estudio de 2007, es frecuente encontrar mecanismos de desviación del principio de proporcionalidad en favor de instrumentos que permiten adquirir el control de una sociedad realizando una inversión relativamente pequeña. Las desviaciones al principio de proporcionalidad pueden traducirse bien en un incremento del poder de la minoría (caso del voto escalonado), bien en un incremento del poder de los socios de control (caso de las acciones de voto plural y, más concretamente, de las *loyalty shares*). En definitiva, los resultados arrojados por el Informe unidos a la presión que ejercieron los *lobbies*¹⁰ y al proceso de liberalización que ha imbuido el sistema económico en general, han conducido al abandono de algunos cánones y llevaron también al abandono de dicha iniciativa apenas unos meses después de que se entregara el Informe.

Como quiera que la estructura y configuración de cada una de las sociedades puede responder a una realidad muy diversa, se ha venido suscitando una cierta preocupación en relación con los efectos negativos que se derivan de las estrategias de inversión «cortoplacistas» de algunos accionistas e inversores/especuladores que aun cuando hace ya unos años que irrumpieron en la demografía accionarial no ha sido sino hasta hace relativamente poco que han mostrado su deseo de participar activamente en la vida societaria.

De hecho, un sector de la doctrina no ha dudado en señalar que esa inquietud y ese deseo de favorecer el compromiso de los accionistas con la sociedad surge, en parte, de la constatación de que el plazo medio de mantenimiento de las acciones en el portafolio de cada uno de los accionistas cada vez es menor, por lo que los administradores se ven cada vez más presionados por los resultados y la obtención de beneficios en detrimento de la creación de valor a largo plazo¹¹.

¹⁰ Vid. nota de prensa de 29 de enero de 2015 del *International Governance Network*, <https://www.icgn.org/newsroom#!/pressrelease/international-corporate-governance-network-icgn-r/icgn-challenges-european-proposals-on-differential-voting-rights,c9714935>.

¹¹ P. BOLTON y F. SAMANA, «Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors», *Journal of Applied Corporate Finance*, núm. 25, 2013, p. 87. Todo ello ha llevado a entender que el compromiso y la implicación pueden contrarrestar y reducir la presión sobre el órgano de administración [«The Kay Review of UK Equity Markets and long-term decision making», Final Report (july 2012), <http://www.parliament.uk/business/committees/committees-a-z/commons-select/business-innovation-and-skills/inquiries/parlia->