

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 PROPOR- CIONALIDAD	37
I. DESARROLLO DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL Y CONSO- LIDACIÓN DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD	37
II. EL ABANDONO PROGRESIVO DEL PRINCIPIO DE PROPOR- CIONALIDAD 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 PROPOR- CIONALIDAD 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 ADECUA- DO 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 OR- DENAMIENTOS DE NUESTRO ENTORNO: BREVE APROXI- MACIÓN 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 LOYALTY SHARES	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 EMPIRICOS.....	122
III. LA TRADICIONAL «APATÍA RACIONAL» DEL ACCIONISTA.....	127
IV. LAS POLÍTICAS DE INVOLUCRACIÓN DE LOS ACCIONISTAS EN ESPAÑA: UNA SOLUCIÓN AL PROBLEMA DEL CORTO-PLACISMO?.....	134
V. LAS NUEVAS ESTRUCTURAS ACCIONARIAS 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 FORMA	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 accionarial. 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 (entreprenurial 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.