

Las acciones de voto múltiple en la sociedad por acciones simplificada cotizada¹

Multiple voting shares in the simplified listed share company

LINA FERNANDA HENAO BELTRÁN²

RESUMEN

El Plan Nacional de Desarrollo 2022-2026 posibilita a la sociedad por acciones simplificada a cotizar en la bolsa de valores en su artículo 261, el cual modifica el artículo 4 de la Ley 1258 de 2008, por lo tanto, resulta relevante analizar, la conveniencia o no de mantener ciertas prerrogativas de este tipo societario en el mercado de capital. En este caso, se hará un análisis de las acciones de voto múltiple y las condiciones que han propiciado un régimen de regulación permisivo o prohibitivo, de acuerdo con la experiencia de Estados Unidos y de Europa, con el fin de identificar las ventajas, desventajas y las condiciones de diferente índole que, de acuerdo con la experiencia, han demostrado ser indispensables para considerar su viabilidad en las sociedades que negocian sus participaciones en el mercado público de valores.

1 Fecha de recepción: 28 de octubre de 2023. Fecha de aceptación: 28 de noviembre de 2023

DOI: <https://doi.org/10.18601/16923960.v22n2.09>

2 Abogada de la Universidad Externado de Colombia, especialista en Derecho Comercial de la misma Casa de Estudios; Magister en Derecho de la Empresa y de los Negocios y Doctora en Derecho de la Universidad de Barcelona. Docente investigadora del Departamento de Derecho Comercial de la Universidad Externado de Colombia. Profesora de pregrado, Especialización y Maestría en Derecho Comercial de la Universidad Externado de Colombia en el área de derecho societario. Autora de diversas publicaciones, secretaria del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá y consultora independiente. Correo electrónico: lina.henao@uexternado.edu.co

Palabras clave: acciones de voto múltiple, acciones de lealtad, cortoplacismos, activismo accionarial, principio de proporcionalidad.

ABSTRACT

The National Development Plan 2022-2026 enables the simplified stock company to be listed on the stock exchange in its article 261, which modifies article 4 of Law 1258 of 2008, therefore, it is relevant to analyze the convenience or not to maintain certain prerogatives of this type of company in the capital market. In this case, an analysis will be made of multiple voting shares and the conditions that have led to a permissive or prohibitive regulatory regime, in accordance with the experience of the United States and Europe, in order to identify the advantages, disadvantages and the different types of conditions that, according to experience, have proven to be essential to consider their viability in companies that negotiate their shares in the public securities market.

Keywords: multiple voting shares, loyalty shares, short-termism, shareholder activism, principle of proportionality.

Sumario: Introducción I. Las relaciones de agencia en el contexto de las sociedades cotizadas. II. La regla de la proporcionalidad en el derecho societario. III. Las acciones de voto múltiple. IV. La ¿racionalidad? detrás de las acciones de voto múltiple. V. La experiencia de Estados Unidos y algunos países europeos: los modelos de regulación. VI. Factores determinantes para adoptar un modelo de regulación. VII. Las condiciones del mercado de capital. VIII. Retos regulatorios. Bibliografía.

INTRODUCCIÓN

El artículo 261 del Plan Nacional de Desarrollo 2022-2026, modifica el artículo 4 de la ley 1258 de 2008, y define que ahora las sociedades por acciones simplificadas podrán ser emisoras de valores, siempre que se inscriban en el Registro Nacional de Valores y Emisores –RNVE– y cumplan las condiciones que establezca el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, relacionadas con los estatutos y con el gobierno corporativo de este tipo de sociedades.

Con esta tarea pendiente de regulación, se impone analizar si los hitos transformadores de la sociedad por acciones simplificada como la libertad de establecer títulos accionariales, las restricciones a la negociación de acciones, la estructura de la administración, y de lo que trata este escrito, las acciones

de voto múltiple, entre otros, se adaptan a las especiales exigencias que una sociedad debe cumplir cuando ingresa al mercado público de valores.

En este escrito se presentarán primero conceptualmente las relaciones de agencia en el entorno societario, con los retos que emergen en el contexto de las sociedades cotizadas y la proporcionalidad como una regla que ha sido exceptuada por las acciones de voto múltiple o de lealtad. Luego de ello, a partir de un estudio de las razones, justificadas o no, que han mediado en los modelos regulatorios permisivos de las acciones de voto múltiple, se expondrán los retos regulatorios que deben ser tenidos en cuenta en caso de que el legislador colombiano, apueste por una ambiciosa reforma societaria para la sociedad por acciones simplificada cotizada.

I. LAS RELACIONES DE AGENCIA EN EL CONTEXTO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Tradicionalmente, el gobierno corporativo ha tenido que enfrentarse a los problemas de agencia que emanan de los diferentes modelos societarios: el modelo de capital disperso y el modelo de capital concentrado.

La estructura del mercado de Estados Unidos suele representar el modelo de capital disperso en el que existe una marcada separación entre quienes son titulares de la propiedad y quienes controlan la compañía. Ello suele significar dos cosas: por un lado, que se incrementa la falta de alineación entre los intereses de los accionistas y el de los administradores, y por el otro, que se exacerba la pasividad racional *-rational apathy-* de los accionistas.

De acuerdo con Gurrea Martínez³, este comportamiento racionalmente pasivo se debe a que⁴, primero, los accionistas minoritarios suelen ser personas naturales con un porcentaje mínimo de inversión y cuyo interés económico es mínimo; segundo, a que no tienen incentivos en invertir en la información que les permita ejercer un derecho de voto fundado, lo que aumenta, la ya

3 Aurelio Gurrea Martínez, "Activismo accionario, cortoplacismo y los nuevos desafíos del Derecho de sociedades". *Blog Del Instituto Iberoamericano De Derecho y Finanzas*, 22 de agosto de 2017, doi: en <https://www.derechoyfinanzas.org/activismo-accionarial-cortoplacismo-y-los-nuevos-desafios-del-derecho-de-sociedades/>

4 Para Villacorta Hernández, "Tres son los principales motivos que provocan esta pasividad racional: accionistas con participación escasa en la compañía, accionistas diversificados y altos costes para coordinarse con otros accionistas que dificultan que las decisiones de los accionistas sean influyentes. Como consecuencia de los tres 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, serían superiores a los beneficios que podrían obtener los titulares. Por tanto, será racional adoptar una actitud pasiva en el gobierno de la compañía". Miguel Ángel Villacorta Hernández, "Razones para emitir acciones de lealtad". *Técnica contable y financiera*, 48, (2022): 86.

existente, asimetría de la información entre el socio y el administrador; y tercero, al hecho que entre los mismos accionistas no suelen conocerse, lo que imposibilita una actuación "colectiva" o coordinada.

Las sociedades de capital concentrado, por su parte, están precedidas por la existencia de un accionista de control (fundador de la compañía) quien usualmente ha realizado la mayor inversión de capital y quien designa o funge directamente como administrador, por lo que existe una alineación natural de intereses, ajena a las sociedades de capital disperso, como ya se indicó. En este modelo, se presentan problemas de otro nivel: por un lado, entre socios mayoritarios y minoritarios, y por el otro, los incentivos de los administradores para velar por los intereses del accionista de control o *insider*, en perjuicio del interés minoritario.

Ahora bien, en el contexto de las relaciones de agencia en las sociedades cotizadas, recientemente se han desarrollado nuevos desafíos para el derecho de sociedades, debido a la aparición cada vez más recurrente, de los inversores institucionales, del activismo accionario de aquellos, y del uso de estructuras de voto múltiple.

Así, la existencia de inversores institucionales ha promovido accionistas sofisticados: son socios informados (lo que se ha conseguido con la participación de otro jugador: los *proxy advisors*), que ostentan un porcentaje significativo de capital y que suelen además, actuar de manera coordinada⁵. Como consecuencia de lo anterior, surge ahora un "activismo accionario", en el que hay mayor monitoreo de las actividades de los administradores y la gestión de la empresa⁶.

En general, la mayoría de los países del mundo permiten que las empresas privadas tengan acciones con múltiples derechos de voto por la reducción de los fallos en la contratación existentes en estas sociedades. En las sociedades por acciones no cotizadas, los accionistas no enfrentan las asimetrías de información y la falta de poder de negociación existente en una sociedad cotizada. Por lo tanto, tiene más sentido proporcionar mayor flexibilidad y libertad contractual en la estructura accionaria de las sociedades que no participan en el mercado de valores.

5 Por el contrario, para Bainbridge, los inversores institucionales no suelen monitorear a los administradores, raramente coordinan su actuación en el máximo órgano social, y su meta es solo la maximización de beneficios: Stephen Mark Bainbridge, "Director Primacy and Shareholder Disempowerment". *Harvard Law Review* (119), (2006): 1751 y ss.

6 Sobre los nuevos problemas de agencia y el rol del gobierno corporativo ver: Aurelio Gurrea Martínez, "New Agency Problems, New Legal Rules: Rethinking Takeover Regulation in the US and Europe". *Ibero-American Institute for Law and Finance, Working Paper*, 3, (2016): 13 y ss.

Sin embargo, como ya se ha mencionado, la dinámica en las sociedades cotizadas, entraña caracteres especiales debido a la mayor separación de la propiedad y el control, los accionistas "insiders" pueden usar su poder y mayor grado de información para tomar ventaja sobre los inversionistas públicos o externos. Además, mientras que los socios fundadores que buscan ingresar al mercado público tienen incentivos para elegir una estructura de gobierno óptima en la etapa de salida, estos incentivos se reducirán notablemente si una empresa ya hace parte del mercado público.

Por las características especiales del ecosistema de los mercados de capital, como se verá más adelante, se requiere hacer un análisis juicioso de la conveniencia o no de hacer uso de acciones como las de voto múltiple en la sociedad por acciones simplificada cotizada.

II. LA REGLA DE LA PROPORCIONALIDAD EN EL DERECHO SOCIETARIO

De manera muy acertada, Sáez Lacave plantea el problema de cómo se deben distribuir los derechos de voto entre los socios desde el punto de vista de la eficiencia, es decir, desde un punto de vista en el que las sociedades seleccionen un sistema de gobierno en el que tomen decisiones productivas:

"(...) Bien mirado, se trata de un problema clásico de la teoría de las organizaciones: el contrato de sociedad representa el ejemplo del contrato incompleto por excelencia, lo que fuerza a determinar contractualmente quien debe tomar las decisiones residuales que se vayan a presentar en un futuro, es decir, a asignar ex ante el poder de decisión o el poder de control. La regla de la proporcionalidad es, por consiguiente, una de tantas reglas utilizables para adjudicar el poder de decisión, y no necesariamente la más idónea en todos los casos desde una perspectiva económica"⁷

El derecho de sociedades reposa sobre la regla de la proporcionalidad, o lo que es lo mismo, la igualdad entre una acción y un voto, según la cual habrá de atribuirse los mismos derechos de voto, a cada participación en el capital⁸.

7 Maribel Sáez Lacave, "Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto". *Revista para el Análisis del Derecho*, 1, (2011): 9-10.

8 "(...) Las acciones sin voto están reguladas en casi todos los países. Al contrario que en los países continentales europeos (En todos los países de la Unión Europea se han emitido acciones sin voto salvo Dinamarca), el Derecho de Estados Unidos y Reino Unido no contempla las acciones sin voto como figura independiente, aunque la práctica totalidad de las acciones privilegiadas no tienen voto. En Francia la figura independiente se denomina Actions a dividende prioritaire sans droit de vote, la cual es introducida por la Loi 78/741 15 juillet 1978, y posteriormente fue modificado por el art. 269 de la Loi 66/537, de 24 juillet, derivada de la Loi 83/1, du janvier 1983, sur le développement

Este "principio"⁹ ha sido considerado como informador del derecho de sociedades¹⁰, ya que, en las sociedades del Código de Comercio, específicamente en la sociedad anónima, es posible solo una clase de acciones que no otorgue esta prerrogativa: las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto. Este tipo de acciones permiten emitir privilegios económicos, a cambio de atraer recursos para la compañía y sin poner en riesgo el control sobre la misma.

De acuerdo con el artículo 63 de la Ley 222 de 1995, esta clase de acciones "(...) darán a su titular el derecho a percibir un dividendo mínimo fijado en el reglamento de suscripción y que se pagará de preferencia respecto al que corresponda a las acciones ordinarias; al reembolso preferencial de los aportes una vez pagado el pasivo externo, en caso de disolución de la sociedad; y a los demás derechos previstos para las acciones ordinarias, salvo el de participar en la asamblea de accionistas y votar en ella".

Por lo tanto, tal como sucede con las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, las acciones de voto múltiple irrumpen en el escenario jurídico como una excepción a la regla de una acción-un voto, ya que los dos tipos de acciones sirven como mecanismos para separar los derechos de flujo de efectivo de los derechos de voto¹¹.

des investissements et la protection de l'épargne. Las acciones sin voto son utilizadas en Alemania desde que se incluyó su regulación en 1937; la figura de acciones sin voto independiente se denomina Tätigkeiten ohne Stimme, aunque también está admitida la limitación del derecho de voto para las Vorzugsaktien. La figura de las acciones sin voto en Italia, denominada Azioni di risparmio, está regulada en el art. 14 de la legge 7 giugno 1974, n.º 216. En Portugal, los arts. 341-344 del Código Comercio. En España, en la actualidad, el TRLSO permite la emisión de acciones sin voto, tanto para sociedades cotizadas como no cotizadas. La legislación vigente recoge una limitación cuantitativa para su creación, pues no podrán emitirse acciones sin voto por importe superior a la mitad del capital desembolsado (art. 98 TRLSO): Miguel Ángel Villacorta Hernández, "Acciones privilegiadas en el derecho de voto. Las acciones de lealtad". *Técnica contable y financiera*, 21, (2019): 57-58.

- 9 "Todas las legislaciones tienen previsto desde el inicio de su regulación el «principio de proporcionalidad», de forma que el capital suscrito por cada accionista da la medida de sus derechos en la gestión de la sociedad, en el reparto de los dividendos y finalmente en la cuota de liquidación. No obstante, la admisión de emisiones de acciones que rompan la regla de «una acción, un voto» está admitida en estos momentos internacionalmente: en el Derecho anglosajón su emisión es permitida sin restricciones conforme el enfoque contractualista del Derecho societario". Miguel Ángel Villacorta Hernández, "Razones para emitir acciones de lealtad". *Técnica contable y financiera*, 48, (2022): 78.
- 10 Sobre el tema cfr. Tatiana Arroyo Vendrell, "Las acciones con voto adicional doble por lealtad o acciones de lealtad", en "Implicación a largo plazo de los accionistas en sociedades cotizadas: Comentarios a la Ley 5/2021" (Madrid: Tirant lo Blanch, 2022): 157-188.
- 11 Aurelio Gurrea Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate". *Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper Series* 3, (2019): 478.

III. LAS ACCIONES DE VOTO MÚLTIPLE

Las acciones de voto múltiple¹² son aquellas que otorgan a su titular más de un derecho de voto por cada acción, en nuestro ordenamiento, este tipo de acciones están proscritas para las sociedades anónimas y comanditas por acciones, mientras que, para la sociedad por acciones simplificada, en virtud del artículo 10 de la Ley 1258 de 2008 están autorizadas, sin que nada se haya dicho sobre el número máximo de votos que se pueden otorgar ni la vigencia de esta prerrogativa. Producto de esta escasa regulación, corresponderá a las partes en los estatutos su inclusión y regulación¹³.

De acuerdo con Gaviria, las acciones de voto múltiple "(...) le permiten a su titular tener el control de una compañía a pesar de contar con una minoría accionaria, algo especialmente útil cuando el inversionista de marras quiere diversificar su riesgo financiero o cuando tiene mucho interés en el poder político pero poco en las utilidades de la compañía respectiva"¹⁴.

12 Las acciones de voto múltiple hacen parte de aquellos mecanismos que se conocen en la literatura como "las estructuras de control del minoritario" o CMS por sus siglas en inglés (*Controlling-minority structure*). Entre las herramientas de esta naturaleza, destacan: Derechos de voto diferenciales: la forma de CMS más sencilla es una única empresa que ha emitido dos o más clases de acciones con derechos de voto diferenciales. De hecho, dicha estructura de capital multiclase es la única forma de CMS que no depende de la creación de múltiples empresas.

Sin embargo, a pesar de su simplicidad, el capital de clase dual no es la estructura de CMS más común. Una razón puede ser que la ley corporativa de algunas jurisdicciones restringe tanto la proporción de votación entre acciones con alto y bajo voto como la proporción numérica entre acciones con alto y bajo voto que una empresa puede emitir. *Pyramids*: Una empresa CMS puede establecerse con una sola clase de acciones piramidando estructuras corporativas. En una pirámide de dos empresas, un accionista minoritario controlador posee una participación mayoritaria en una sociedad holding que, a su vez, posee una participación mayoritaria en una empresa operativa. En una pirámide de tres niveles, el holding principal controla un holding de segundo nivel que a su vez controla la empresa operativa.

Cross-Ownership o propiedad cruzada: A diferencia de las pirámides, las empresas en estructuras de propiedad cruzada están vinculadas por tenencias cruzadas horizontales de acciones que refuerzan y afianzan el poder de los controladores centrales. Por lo tanto, las estructuras de participación cruzada se diferencian de las pirámides principalmente en que los derechos de voto utilizados para controlar un grupo permanecen distribuidos entre todo el grupo en lugar de concentrarse en manos de una sola empresa o accionista. Ver: Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman, George Triantis, "Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights" en *Concentrated Corporate Ownership*. (Chicago: University of Chicago Press, 2000): 297-298.

13 Cfr. Juan Antonio Gaviria Gil, "La responsabilidad de los administradores frente a los accionistas de diferente clase con intereses contrapuestos". *Revista de Derecho Privado*, 40 (2021): 369-370.

14 *Ibid.*, p. 370.

Las acciones de voto múltiple también conocidas como *dual class*, junto con las llamadas acciones de lealtad o *loyalty shares*¹⁵, hacen parte de la categoría de acciones con derechos de voto desiguales, por lo que para efectos de este escrito se les otorgará un análisis similar, en tanto y en cuanto son funcionalmente equivalentes.

Según Gandía Pérez, las acciones de lealtad no son una clase especial de acciones, mientras que las acciones de voto múltiple sí lo son: "(...) Desde un punto de vista dogmático, esta diferencia se explica atendiendo al distinto carácter –objetivo o subjetivo– del privilegio en materia de voto que va asociado a cada tipo de acción. En las de voto plural es la propia acción la que incorpora un mayor número de votos; es una característica propia de la estructura objetiva de los títulos, y ello justifica que se agrupen formando una clase especial. Por el contrario, en las *loyalty shares* el privilegio no es inherente a la acción, sino que se atribuye directamente al accionista por el hecho de haber mantenido su participación en el capital social durante un concreto período de tiempo. Se trata de un beneficio ligado a la persona del socio y no a la acción en sí, lo cual explica que la cesión onerosa o gratuita del título comporte la pérdida del privilegio (...) Estamos ante acciones ordinarias a cuyos titulares se les permite ejercitar un mayor número de votos, en recompensa a su fidelidad"¹⁶.

En el contexto de las sociedades cotizadas, las acciones de voto múltiple suelen ser utilizadas como un mecanismo de retención del control a manos de los fundadores en el momento de entrar a este mercado, mientras que las acciones de lealtad dan mayores derechos de voto a los accionistas que

15 Sobre las ventajas de las acciones de lealtad sobre las de voto múltiple ver a María Gutiérrez Urtiaga y Maribel Sáez Lacave, "Las acciones con derechos de voto adicionales por lealtad «acciones de lealtad» desde el análisis económico del derecho". En *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 915, (2020): 101: "A primera vista, las acciones de lealtad parecen tener tres ventajas significativas frente a otros mecanismos de abaratamiento del control. En primer lugar, las acciones de lealtad son más transparentes que otras medidas de abaratamiento del control, y que se venían usando en las jurisdicciones europeas, como por ejemplo, los pactos parasociales. Como segunda ventaja, las acciones de lealtad no permiten una excesiva separación entre los derechos de voto y los económicos, pues el número de veces que los votos pueden multiplicarse es reducido²⁵. Y, por último, las acciones de lealtad son más ecuanímes ya que, en el momento de la emisión o creación, ofrecen el mismo trato a todos los accionistas²⁶. En comparación con las acciones duales, no se privilegia al fundador sobre los inversores públicos o externos, y proporciona un blindaje menos estable y desproporcionado"

16 Enrique Gandía Pérez, "El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las *loyalty shares* introducidas por el decreto-ley, núm. 91, de 24 de junio". *Cuadernos de derecho y comercio*, 65 (2016): 188-189. En este mismo sentido también Federico Ghezzi, Chiara Mosca y Maria Lucia Passador, "Rereading the "one share one vote principle": is it also a matter of competition?". *University of Chicago Business Law Review*, 1 (1), (2022): 163-165.

retengan sus participaciones durante cierto período, con el objetivo de alinear la gestión de la empresa con los intereses de los socios a largo plazo, así, no constituyen una prerrogativa "inmediata" atada a la decisión de cotizar en el mercado público de valores sino una estrategia de mediano y largo plazo. Igualmente, por ejemplo, la experiencia ha demostrado que "(...) las acciones de lealtad se han desarrollado en jurisdicciones de Europa continental cuyas sociedades se caracterizan por tener socios de control (que naturalmente son socios a largo plazo) y empresas maduras. En cambio, las acciones duales tienen más presencia en jurisdicciones con estructuras de capital dispersas, como es el caso de Estados Unidos, y se ha popularizado en empresas jóvenes del sector tecnológico que buscan financiación del mercado".¹⁷

A continuación, se expondrán las razones que de antaño han justificado la incorporación de acciones de voto múltiple y de lealtad en diferentes ordenamientos, sobre la aparente necesidad de mitigar los efectos de problemas puntuales como el cortoplacismo de los inversionistas. Sin embargo, se anticipa, dicha racionalidad se ha puesto en entredicho de acuerdo con el mercado y las características societarias de algunos países, lo que a todas luces, ha restado los argumentos de su justificación.

IV. LA ¿RACIONALIDAD? DETRÁS DE LAS ACCIONES DE VOTO MÚLTIPLE

La posibilidad de hacer uso de las acciones de voto múltiple y/o de las acciones de lealtad en las sociedades que cotizan en el mercado público de valores ha sido objeto de un interesante debate tanto en las legislaciones europeas, como en Estados Unidos, en el primer caso, se ha presentado una defensa acérrima de la institución, por las siguientes razones:

A. PROMOVER LA ESTABILIDAD DEL ACCIONARIADO:

Las acciones que rompen la simetría entre el número de acciones y los votos que se confieren permiten orientar la gestión de las compañías a mediano y largo plazo, estabilizando el control y permitiendo un crecimiento sostenible. Fortaleciendo el voto, se evita el fenómeno del cortoplacismo. Con el control a largo plazo que proporciona una estructura de acciones de voto múltiple, los fundadores pueden centrarse en el largo plazo y tomar decisiones que mejoren el valor de la empresa, libres de presiones a corto plazo y del riesgo constante de ser removidos de su gestión.

Para Arroyo Vendrell, en la experiencia española la promoción de un compromiso "eficaz y sostenible" de los accionistas es clave en la construcción de

17 Óp. Cit., Urtiaga y Sáez Lacave "Las acciones con derechos de voto...", 100-101.

políticas de gobierno corporativo. El cortoplacismo propicia "(...) la obtención de mayores beneficios a corto e incluso a muy corto plazo, a través de políticas y estrategias que buscan la máxima revalorización de las acciones al menor tiempo posible, poniendo en peligro el futuro de las sociedades y en particular, la "sostenibilidad de la sociedad cotizada y de sus accionistas, trabajadores, acreedores y clientes, perjudicando así la sostenibilidad de la empresa"¹⁸.

Por ello, y en favor de la estabilidad de los mercados de capitales y la economía, la participación de los accionistas es clave, pues sólo así se podrá promover mayor control y equilibrio entre los órganos societarios. En consecuencia, se quiere favorecer las políticas a largo plazo para a su vez generar un mayor activismo del accionariado¹⁹.

B. POSIBILITAR EL INCREMENTO DE SOCIOS MINORITARIOS CON CONTROL

Los socios minoritarios de control tendrían un incentivo para vigilar a los administradores y su visión cortoplacista, incrementando la estabilidad de la inversión al disminuir la volatilidad de los precios y evitar la entrada de accionistas oportunistas²⁰. Cuando poseer la mayoría del capital social no sería factible o impondría grandes costos de riesgo al controlador, una estructura de clase dual facilitaría retener una estructura de accionistas controladores y, por lo tanto, permitiría al controlador supervisar y limitar el poder de los administradores.

Sin embargo, la magnitud de los beneficios de la supervisión probablemente dependa de la medida en que el controlador sea un líder adecuado para la empresa y tenga los incentivos adecuados. Cuando este ya no sea el caso, los beneficios de transferir el poder de los gerentes a los controladores podrían disminuir o incluso revertirse. Sobre este punto, se suele aludir a la importancia de mantener en los socios fundadores con sus "habilidades superiores de liderazgo" un control sobre la compañía. Según este punto de vista, un bloqueo del control permite a un fundador talentoso implementar libremente su estrategia y utilizar sus habilidades para producir rendimientos superiores. Estos rendimientos podrían, a su vez, beneficiar no sólo al fundador sino también a todos los demás inversores²¹.

18 Arroyo Vendrell, "Las acciones con voto adicional...".

19 Ibid.

20 Ibid.

21 Lucian Bebchuk y Kobi Kastiel, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock". *Virginia Law Review*, 103, (2017): 610.

C. AUMENTAR LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN

Las acciones de voto múltiple incentivan la entrada de nuevos recursos financieros, porque la posibilidad de su incorporación permite a los socios fundadores mantener el control con un número inferior de acciones, pero abriendo la posibilidad de recibir nuevos inversores, que no comprometan su visión "idiosincrática" empresarial más allá del listado. Esto favorece el crecimiento de las empresas y les permite reunir el capital riesgo en los mercados de capital altamente innovador²².

D. INCENTIVAR LA SALIDA A BOLSA DE NUEVAS SOCIEDADES COTIZADAS

Aunado a lo anterior, la posibilidad de usar acciones como las que de aquí se trata, puede promover el incremento de sociedades cotizadas. Tal como lo señala Villacorta Hernández se "(...) (f)omenta la transparencia e incentivan la salida a Bolsa de sociedades con buenas perspectivas de crecimiento, manteniendo los fundadores el poder de control o de decisión. Esto puede ser especialmente interesante en negocios tecnológicos, «en los que la reputación, prestigio y capital intelectual de los promotores constituye el factor clave para el desarrollo empresarial»²³.

E. LA TRANSPARENCIA PROPIA DEL MERCADO PÚBLICO DE VALORES

El desarrollo de las acciones de voto múltiple en el seno de las sociedades cotizadas es mucho más transparente que en las sociedades privadas: los inversores tienen la oportunidad de invertir o no en una empresa al salir a bolsa con acciones de voto múltiple. Si los inversores no confían en los fundadores de las empresas al salir a bolsa con estructuras de acciones de clase dual, no comprarán acciones de la empresa. Si deciden invertir, probablemente sea porque piensan que será una inversión rentable.

Pese a lo anterior, tales beneficios parecen ser aparentes, o por lo menos, carentes de sustento empírico. Por ejemplo, se ha señalado que en los países que han justificado la incorporación de este tipo de acciones como un mecanismo para enfrentar el fenómeno del cortoplacismo, están realmente proponiendo una solución a un problema de hecho, inexistente.

En países con una estructura de control concentrada es poco probable que el accionista minoritario detente el control de la compañía, por lo que

22 En este sentido ver Marco Ventoruzzo, "The disappearing taboo of multiple voting shares: regulatory responses to the migration of chrysler-fiat". *Penn State Law Research Paper No. 3*, (2015): 10.

23 Óp. Cit., Villacorta Hernández "Razones para emitir acciones de lealtad" 84.

los administradores no están realmente expuestos a una influencia de socios externos, y, en consecuencia, no estarán sometidos a la influencia, en todo caso aparente, de las presiones cortoplacistas de los socios activistas²⁴.

Es probable que los beneficios esperados del aislamiento a largo plazo sean grandes o incluso positivos sólo cuando el controlador sea un líder adecuado para la empresa. El argumento del largo plazo pierde su fuerza cuando el controlador no se adapta bien. Un controlador mal adaptado podría tomar malas decisiones no sólo a corto plazo sino también a largo plazo.

La existencia de acciones de voto múltiple puede aumentar los costos de agencia entre personas internas (es decir, directores, gerentes y accionistas) y extraños (principalmente inversores minoritarios). Por un lado, las acciones de voto múltiple permiten que los gerentes y controladores se perpetúen en la organización y, por lo tanto, se aíslen del mercado por el control corporativo. Como consecuencia, los administradores pueden disminuir sus esfuerzos en dirigir la compañía, y a su vez, se puede impedir que los adquirentes potenciales tomen control sobre la sociedad e implementen un plan de negocios superior. Por lo tanto, el atrincheramiento también puede generar un costo de oportunidad para los inversionistas públicos y la sociedad como un todo²⁵.

Así, entregar más derecho de voto a los socios de control, puede agravar la consecución de sus propios intereses y el desarrollo de una gestión abusiva y negligente. Con esta medida se acrecienta "el riesgo de atrincheramiento y oportunismo de los socios de control, perjudicando de esta manera la tutela de los accionistas minoritarios y, con ello, el atractivo de las empresas y los mercados de valores"²⁶.

Por otro lado, los problemas de agencia pueden verse agravados al permitir a los accionistas internos extraer beneficios privados de control independientemente del valor agregado a la sociedad. Los controladores con bajas participaciones de capital soportan sólo una pequeña fracción de los efectos negativos de sus acciones sobre el valor de la empresa, al tiempo que capturan todos los beneficios privados. Por lo tanto, los incentivos de los controladores respecto de ciertas cuestiones pueden distorsionarse y desalinearse con las preferencias de los inversionistas públicos.

De acuerdo con Bebchuk y Kastiel, el arraigo y los bajos incentivo expuestos, pueden incidir en el nombramiento o la retención del controlador o de un miembro de su familia como administrador en lugar de un mejor candidato externo; la participación en transacciones ineficientes por cuenta propia con

24 Aurelio Gurrea Martínez, "Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas". *Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas Working Paper Series 4*, (2019): 3.

25 Óp. Cit., Gurrea-Martínez, "A. Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..". 482.

26 Óp. Cit., Villacorta Hernández, "Razones para emitir acciones de lealtad..." 85.

una entidad afiliada al controlador -conflictos de interés-, la usurpación de oportunidades que serían más valiosas en manos de la empresa que en manos del controlador, u otras opciones destinadas a aumentar los beneficios privados del control a expensas del valor recibido por otros accionistas²⁷.

Asimismo, tampoco es necesariamente cierto que la existencia de mayores derechos de voto se traduzca en un aumento de participación de los socios minoritarios en el destino de la compañía. No hay una relación directa entre las acciones de voto múltiple o de lealtad como mecanismo para combatir la pasividad racional de los minoritarios. Tal como lo explica Gurrea Martínez "(...) En primer lugar, la participación en la compañía que pueden tener algunos accionistas minoritarios puede no ser muy elevada. En segundo lugar, los costes de coordinarse con otros accionistas dificultan que los minoritarios sean influyentes. En tercer lugar, y con particular importancia para los inversores institucionales, no conviene olvidar que los accionistas suelen estar diversificados. Por tanto, como consecuencia de todo lo anterior, será racional para muchos accionistas minoritarios no participar en el gobierno de la compañía"²⁸.

En contra de la supuesta promoción de la visión idiosincrática del socio fundador, se ha señalado el fenómeno de la "erosión de la superioridad del controlador"²⁹. Eventualmente, los costos de proporcionarle a un socio fundador el control está relacionado con que es la persona adecuada para liderar la sociedad. En el momento de la oferta pública inicial, el fundador de una empresa puede tener habilidades especiales y un conocimiento profundo de una industria y negocio específicos que lo hacen especialmente apto para estar al mando. Sin embargo, no debe descontarse que, transcurrido un tiempo desde la salida al mercado público, existe una posibilidad de que la superioridad del fundador como líder de la empresa se erosione o incluso desaparezca³⁰.

27 Óp. Cit., Bebchuk y Kastiel, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock" 604.

28 Óp. Cit. Gurrea Martínez, "Un análisis crítico..". 4-5.

29 Óp. Cit., Bebchuk y Kastiel, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock" 604 y ss.

30 Sobre este aspecto resulta bastante gráfico el caso de Viacom Inc. En 1990, Viacom Inc., una destacada empresa de medios, adoptó una estructura de capital de clase dual, que constaba de dos clases de acciones con derechos de voto diferenciales. Esta estructura permitió al accionista mayoritario de Viacom, Sumner Redstone, mantener el control total sobre la empresa manteniendo sólo una pequeña fracción de su capital social. En ese momento, Redstone ya era una de las figuras más poderosas y exitosas de Hollywood. De hecho, tres años antes, había comprado Viacom en una adquisición hostil, mostrando la variedad de maniobras comerciales inteligentes y audaces que posteriormente lo ayudaron a transformar Viacom en un imperio de entretenimiento de 40 mil millones de dólares que abarca el estudio de cine Paramount y las cadenas

Con el tiempo, un fundador que alguna vez tuvo éxito puede enfrentar limitaciones naturales en un entorno tecnológico o empresarial en rápida evolución. También podría simplemente perder su *touch of gold*. Si el fundador deja de ser el líder más adecuado, los costos esperados por su control podrían volverse significativos. Además, las estructuras de voto múltiple pueden permitir la transferencia del control a un heredero del fundador, que podría no ser tan capaz, talentoso, hábil o motivado como su predecesor. Este problema se conoce en la literatura económica como el problema del "heredero idiota". De hecho, hay evidencia de que las empresas dirigidas por descendientes a menudo tienen un desempeño inferior al de otras empresas familiares administradas por sus fundadores o por gerentes externos contratados. Una estructura que proporciona a la familia del fundador un control perpetuo renuncia a los beneficios de una sucesión óptima del liderazgo tras la partida del fundador.

V. LA EXPERIENCIA DE ESTADOS UNIDOS Y ALGUNOS PAÍSES EUROPEOS: LOS MODELOS DE REGULACIÓN

Por lo expuesto hasta ahora, no es claro, o por lo menos no de manera contundente, si la respuesta a la pregunta sobre la conveniencia de permitir

de televisión CBS, MTV y Showtime. Se podría haber esperado razonablemente que los inversores durante la década de 1990 se contentaran con tener a Redstone al mando. En el 2016, Redstone, de noventa y tres años, enfrentó una demanda, presentada por el ex director ejecutivo de Viacom y director de la empresa durante mucho tiempo, alegando que Redstone padecía una "profunda enfermedad física y mental"; "no ha sido visto en público desde hace casi un año[;] ya no puede pararse, caminar, leer, escribir ni hablar coherentemente[;] . . . no puede tragar[;] y requiere una sonda de alimentación para comer y beber". De hecho, en una declaración, Redstone no respondió cuando se le preguntó su nombre de nacimiento original. Algunos observadores expresaron su preocupación porque "la empresa ha estado operando en el limbo desde que estalló la controversia". Sin embargo, los inversores públicos, que poseen aproximadamente el 90% del capital social de Viacom, permanecieron impotentes y sin influencia sobre la empresa ni en la batalla por su control.

Finalmente, en agosto de 2016, las partes llegaron a un acuerdo que puso fin a sus complicadas batallas legales, proporcionando al ex director ejecutivo de Viacom importantes beneficios privados y dejando el control en manos de Redstone. En particular, a pesar de la acusación y las pruebas que surgieron, el acuerdo impidió que un tribunal se pronunciara sobre si Redstone era legalmente competente.

Además, una vez que Redstone fallezca o sea declarado legalmente incompetente, los acuerdos legales vigentes requerirían que la participación de control permanezca durante décadas en un fideicomiso irrevocable que sería administrado por un grupo de fideicomisarios, la mayoría de los cuales no tienen experiencia comercial comprobada en principales empresas públicas de gran tamaño. Por lo tanto, incluso suponiendo que la estructura de gobierno de Viacom fuera totalmente aceptable para los inversores públicos hace dos décadas, esta estructura claramente se ha vuelto muy problemática para ellos. *Ibid.*, 587-589.

sociedades cotizadas con estructuras de acciones de voto múltiple o de lealtad, es afirmativa. Por ello, a continuación, se expondrán los modelos regulatorios que sobre la materia se han implementado, y su proyección en mercados como el estadounidense y algunos países europeos.

El proceso de apertura progresiva a las acciones de fidelización y acciones de voto múltiple se puede explicar recurriendo al paradigma de la competencia regulatoria. De hecho, desde principios de la década de 2000, ha habido una creciente tolerancia en cuanto a la posibilidad de cotizar las empresas que, además de las acciones ordinarias, contemplan acciones con tenencia o múltiples derechos de voto. Desde una perspectiva temporal, como ya se ha mencionado, esta competencia regulatoria se inició en el Estados Unidos, gracias a la exitosa cotización de algunas empresas de alta tecnología, cuyos fundadores conservaron el poder de gestión a través de la emisión de acciones de voto múltiple³¹.

En Estados Unidos ha habido un aumento significativo en el número de empresas que cotizan en bolsa con acciones de voto múltiple: de 46 empresas de clase dual que cotizan en bolsa entre 2006 y 2010 a un total de 104 empresas entre 2011 y 2015. En 2018, las empresas públicas en los Estados Unidos con acciones de doble clase valían más de \$5 billones. Así, muchas empresas tecnológicas³² que se hicieron públicas en las últimas dos décadas, incluidas Google, Alibaba, Facebook, LinkedIn y, más recientemente, Snapchat, Pinterest y Lyft lo hicieron con estructuras de acciones de voto múltiple³³.

En Europa³⁴, la reubicación de la sede del Grupo Fiat en los Países Bajos, proporcionó la posibilidad de tener acciones con distinto poder de voto, impulsó una modificación a la emisión de acciones con voto múltiple y acciones de lealtad. En el mismo año, hubo internacionalmente una tendencia común, yendo en la misma dirección, aunque por razones diferentes: Francia, que ya había contemplado la posibilidad de que las sociedades cotizadas

31 Óp. Cit., Ghezzi, Mosca y Passador, "Rereading the "one share one vote principle..." 171

32 Ventruruzzo señala que en el caso de Estados Unidos curiosamente, los MVS se utilizan principalmente en corporaciones editoriales y de medios, como The New York Times y News Corp., en la industria de alta tecnología y en la moda. Las posibles explicaciones para esto son los mayores beneficios privados del control que los accionistas controladores pueden obtener y la relevancia de las habilidades técnicas o artísticas y del carisma de los fundadores —a menudo apreciados por los inversores— en las industrias antes mencionadas. Óp. Cit., Ventruruzzo, "The disappearing taboo of multiple voting shares..." 10.

33 Óp. Cit., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 479.

34 Sobre la experiencia europea también: Óp. Cit., Arroyo Vendrell, "Las acciones con voto adicional doble...".

recompensen accionistas con mayores derechos de voto como parte de un marco regulatorio diseñado para proteger los intereses de los empresarios y trabajadores impusieron derechos de voto de tenencia como regla supletoria para las sociedades cotizadas³⁵.

Otros ordenamientos jurídicos europeos también se han inspirado en Francia e Italia³⁶, como Bélgica y, más recientemente, España. Un fenómeno similar se vivió en Asia después de que el grupo Alibaba optó por cotizar en los Estados Unidos, también gracias a una arquitectura corporativa capaz de mantener el control en manos del fundador de la plataforma de comercio electrónico más grande del mundo. La reacción de los principales países asiáticos fue rápida, liderando a Singapur y Hong Kong (respectivamente en 2017 y 2018) para permitir la desviación de la regla de "una acción, un voto" y, por tanto, la presencia de empresas cotizadas con múltiples acciones con derecho a voto³⁷.

Esta tendencia aún continúa. Sólo para recordar un caso europeo, en principios de 2021, tras una iniciativa del Ministerio de Hacienda, se publicó de UK Listing Review. El documento, para aumentar el atractivo de la bolsa de valores del Reino Unido para las empresas más innovadoras y con alto potencial de crecimiento en el complejo escenario post-Brexit, recomendó, aunque con una asimetría, que "las reglas deben cambiarse para permitir estructuras de acciones de voto múltiple en el segmento de cotización premium"³⁸.

En la actitud que puede tener el legislador de cara al fenómeno, según Gurrea Martínez³⁹ suele materializarse en tres modelos regulatorios: el prohibitivo, el permisivo y el restrictivo.

35 Óp. Cit., Ghezzi, Mosca y Passador, "Rereading the "one share one vote principle..." 172.

36 Sobre el fenómeno en Italia Bajo, Barbi y otros han señalado que Italia es conocida desde hace mucho tiempo como un país caracterizado por una fuerte prevalencia de empresas con propiedad concentrada y escasa protección a los inversores. Si bien la propiedad aún está concentrada y en manos de las familias, la protección de los inversionistas ha mejorado, gracias a varias reformas que han otorgado más poder a los accionistas minoritarios y favorecido su activismo. Este empoderamiento de los accionistas también ha llevado a una reducción drástica de los mecanismos que mejoran el control, como las acciones de clase dual, en los que históricamente han confiado las familias controladoras. La introducción de acciones de fidelidad en Italia nos permite investigar la respuesta y los incentivos de los inversores institucionales a la adopción de un nuevo mecanismo de mejora del control, en un momento en el que la importancia de dichos inversores es extremadamente alta y los accionistas minoritarios están más protegidos. Cfr. Emanuele Bajo et alia. "Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares" *European Corporate Governance Institute – Finance, Working Paper* (619), (2019) 10.

37 Óp. Cit., Ghezzi, Mosca y Passador, "Rereading the "one share one vote principle..." 173.

38 Ibid., Ghezzi, Mosca y Passador, "Rereading the "one share one vote principle..." 173.

39 Óp. Cit., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 490 y ss.

A. MODELO PROHIBITIVO

Muchos países como Reino Unido (LSE Main Market's Premium Listing Segment), Australia, Bélgica, Brasil (Novo Mercado), Colombia, Ecuador, Alemania, Malasia, Polonia y España prohíben el uso de acciones de voto múltiple si las sociedades se van a enlistar en el mercado público de valores.

El autor considera que ello se debe principalmente a: i. razones económicas asociadas al riesgo moral que incrementa los problemas de agencia; ii. Razones legales asociadas con la equidad y el trato igualitario de los socios y iii. La influencia de ciertos sectores⁴⁰.

Desde una perspectiva económica, las acciones de voto múltiple han sido criticadas en dos aspectos principales. En primer lugar, como se ha mencionado, el uso de estas acciones puede crear un problema de riesgo moral como resultado de la existencia de controladores de pequeñas minorías. De hecho, incluso si estos accionistas tienen su reputación y parte de su riqueza en riesgo, no internalizan todos los costos de sus decisiones. Por lo tanto, no tienen los incentivos adecuados para hacer lo más razonable y maximizar el valor de las decisiones. En segundo lugar, se puede afianzar a los accionistas de control, dado que será más difícil remover a los controladores existentes.

Un segundo argumento para explicar la prohibición de las acciones de voto múltiple en ciertos países puede basarse en el concepto de igualdad entre los accionistas. De acuerdo con este argumento, las acciones de clase dual deberían estar prohibidas con base al principio de una acción un voto que debe imperar en el derecho societario.

Finalmente, otro aspecto que a veces se omite en el estudio del derecho corporativo es el papel jugado por los lobbies. En el Reino Unido, sin embargo, los inversores institucionales tradicionalmente han desempeñado un papel más importante en los mercados de capitales. Por lo tanto, su poder e influencia pueden haber llevado a la regulación de adquisiciones favorable a los accionistas que existe en el Reino Unido.

B. MODELOS PERMISIVOS

Este modelo regulatorio puede explicarse sobre la base de tres razones principales: (i) razones legales asociadas principalmente a la existencia de un derecho corporativo más flexible; (ii) la influencia de ciertos grupos de presión; y (iii) varios factores económicos, incluidos los beneficios potencialmente creados al mantener a los fundadores al frente de la empresa, la capacidad del mercado para incentivar estructuras de gobierno óptimas en

40 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 490.

la etapa de la entrada al mercado público, y el deseo de atraer ofertas en un entorno regulatorio competitivo⁴¹.

Los administradores parecen haber jugado un papel importante en el diseño del derecho corporativo en ciertas jurisdicciones como la de los Estados Unidos. Por lo tanto, teniendo en cuenta que muchos directores de empresas emergentes también son fundadores, el poder y la influencia de los actores puede hacer que Estados Unidos se convierta en una jurisdicción más abierta a la posibilidad de estructurar con mayor libertad el capital de las compañías. Además, Estados Unidos, y particularmente Silicon Valley, se ha posicionado como un centro empresarial líder.

Finalmente, desde una perspectiva económica, varios factores justifican la adopción de un enfoque permisivo para las acciones de voto múltiple:

En primer lugar, permitir que los fundadores sigan dirigiendo la empresa una vez que la empresa ya sea pública puede ser económicamente deseable. A veces, tienen un conjunto único de habilidades o una visión que nadie más puede replicar. Por lo tanto, prohibir que los fundadores persigan su visión puede ser perjudicial para los accionistas en su conjunto.

En segundo lugar, las fuerzas del mercado desalientan a los fundadores que destruyen el valor de cotizar en bolsa con acciones de voto múltiple. De hecho, dado que el mercado fijaría el precio de la empresa y sus fundadores, los inversores no deberían tener incentivos para cotizar en bolsa con acciones de clase dual a menos que piensen (y lo crean) que pueden crear valor. Este factor explicaría por qué no todos los fundadores hacen públicas sus empresas con acciones de clase dual, y por qué muchos fundadores restringen voluntariamente sus poderes mediante el uso de disposiciones contractuales generalmente denominadas "cláusulas de extinción".

En tercer lugar, otra explicación económica que justifica este enfoque regulatorio de las acciones de clase dual puede encontrarse en el deseo de atraer una oferta pública inicial y convertirse (o permanecer) en una bolsa de valores competitiva.

C. MODELO RESTRICTIVO

Finalmente, otros países han optado por un enfoque intermedio. Bajo este modelo, las empresas pueden salir a bolsa con acciones de voto múltiple siempre que se cumplan varios requisitos.

Bajo este modelo, los requisitos generalmente impuestos a las empresas que buscan salir a bolsa pueden clasificarse en cinco grupos principales: (i) reglas de gobierno corporativo más estrictas; (ii) cláusulas de caducidad; (iii) máximos derechos de voto diferenciales; (iv) tipos de empresas autorizadas

41 Ibid. Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 491.

a cotizar en bolsa con acciones de voto múltiple; y (v) aprobación por las bolsas de valores⁴².

Primero, los países que adopten este modelo restrictivo pueden implementar, o exigir a las empresas que adopten, reglas de gobierno corporativo más estrictas. Es decir, dado que los inversores públicos se volverán menos poderosos en una empresa con este tipo de acciones, tendría sentido mejorar la protección de los accionistas minoritarios. Esto se puede lograr, por ejemplo, exigiendo directores designados por minorías, facultando a los inversionistas minoritarios para la elección de directores independientes, o sometiendo las transacciones con partes relacionadas y otras decisiones potencialmente conflictivas para los controladores a aprobaciones más estrictas, incluidas mayorías calificadas o una mayoría de votos la minoría⁴³.

En segundo lugar, la imposición de cláusulas de caducidad también puede servir como término medio razonable para la regulación de las acciones de voto múltiple. Estas cláusulas consisten en disposiciones contractuales que harían desaparecer las acciones una vez que se produzca una situación específica (por ejemplo, un período de tiempo específico, la muerte del fundador, una transferencia de años, etc.) a menos que una mayoría de la minoría decida lo contrario. Sobre este tema se profundizará en lo relativo a los retos regulatorios de la figura.

En tercer lugar, otro tipo de restricción para el uso de acciones de doble clase puede consistir en imponer topes al número de votos asociados a aquellas acciones con derechos de voto superiores. Por ejemplo, una jurisdicción puede decidir, como lo han hecho Hong Kong, Singapur y Shanghái, limitar el número de derechos de voto a 10 votos por acción⁴⁴.

En cuarto lugar, los reguladores también pueden imponer restricciones al uso de acciones de clase dual según el tipo de empresa interesada en cotizar en bolsa. Por ejemplo, se podría afirmar que el uso de acciones de clase dual solo está disponible para empresas "tecnológicas" o "innovadoras", como lo requieren China continental y Hong Kong. El fundamento de este enfoque es permitir acciones de clase dual solo en el contexto de empresas con modelos comerciales más disruptivos, en los que la visión y las habilidades particulares de los fundadores puedan justificar la existencia de acciones de voto múltiple⁴⁵.

Finalmente, otro tipo de restricción puede consistir en exigir la aprobación de la bolsa de valores después de realizar una evaluación exhaustiva de

42 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 493.

43 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 493-494.

44 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 495.

45 Ibid. Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 495.

la "idoneidad" de la empresa interesada en salir a bolsa con acciones de voto múltiple. Este enfoque se ha adoptado en Singapur y requiere que los emisores demuestren la 'idoneidad' de la empresa para cotizar con una estructura de acciones de doble clase, por ejemplo, mostrando las características particulares del modelo comercial, las habilidades y la competencia de los accionistas mayoritarios, y el gobierno corporativo de la firma, entre otros aspectos.

Señaladas las características de los modelos tradicionales que ha afrontado el fenómeno de las acciones de voto múltiple en el mercado público, a continuación se expondrán algunos de los elementos que deberían ser tenidos en cuenta para optar por alguno de ellos.

VI. FACTORES DETERMINANTES PARA ADOPTAR UN MODELO DE REGULACIÓN

Bien, expuestas las características de los modelos que pueden ser adoptados para abordar el uso de acciones de voto múltiple en las sociedades cotizadas, Gurrea Martínez también propone los factores que deben considerarse para decidir una respuesta regulatoria óptima: (i) el nivel de sofisticación de los mercados de capital; (ii) el nivel de protección del inversionista provisto por las leyes corporativas y de valores; (iii) el nivel de beneficios privados de control que potencialmente disfrutaban los miembros de la empresa; (iv) leyes procesales; (v) regulación contable y de auditoría; y (vi) la calidad y credibilidad del *enforcement*. Veamos:

I. EL NIVEL DE SOFISTICACIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITAL

En países con mercados más sofisticados—generalmente por la existencia de más emisores, volúmenes de negociación, liquidez, inversionistas sofisticados, bancos de inversión, analistas, casas de bolsa, *proxy advisors*, abogados y asesores financieros, entre otros aspectos—, la implementación de estructuras de acciones de voto múltiple es menos riesgoso. En estos casos, los mercados serán más eficientes desde el punto de vista de la información y como resultado, el mercado podrá fijar el precio de la acción si los fundadores son tan "especiales" como creen que son⁴⁶.

Del mismo modo, una vez que una empresa se ha hecho pública, la existencia de un mercado de capitales sofisticado incentivará a los administradores a comportarse de manera más eficiente, diligente y leal. De lo contrario, el mercado reaccionará empujando a la baja el precio de las acciones. Y teniendo en cuenta que, si el precio de la acción baja, los administradores pueden ser removidos si son objeto de una oferta pública hostil, y también pueden

46 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 498.

perder el valor de sus acciones y opciones sobre las acciones, tendrán incentivos *ex ante* para maximizar el interés de los accionistas⁴⁷.

Por el contrario, en países con mercados menos sofisticados, incapaces de cotizar de manera efectiva y eficiente la información asociada con una empresa o sus administradores con información privilegiada, los inversores disfrutarán de un menor nivel de protección proporcionado por el mercado. En estos casos, los inversores se enfrentarán a una selección adversa, ya que no podrán distinguir entre buenas y malas empresas y administradores. Además, debido a la incapacidad del mercado para reflejar el valor de las decisiones corporativas a través del precio de las acciones, los administradores y accionistas mayoritarios pueden tener incentivos para enriquecerse de manera oportunista a expensas de los inversionistas públicos. Después de todo, el mercado no los castigará por ningún mal comportamiento⁴⁸.

II. EL NIVEL DE PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA PROVISTO POR LAS LEYES CORPORATIVAS Y DE VALORES

Para decidir qué tan riesgoso puede ser el uso de acciones de voto múltiple en un país, podría ser útil analizar qué tan protegidos están los inversionistas minoritarios en una jurisdicción particular. Para tal efecto, es posible analizar una variedad de disposiciones que buscan principalmente proteger a los accionistas minoritarios, tales como la disponibilidad de acciones derivadas, la divulgación obligatoria de información, mecanismos frente a la opresión, la aprobación de transacciones incursas en conflicto de interés, por una mayoría de la minoría, o la existencia de administradores designados por inversores minoritarios⁴⁹.

Después de realizar una evaluación integral de las leyes corporativas y de valores, si se concluye que los inversionistas minoritarios no están adecuadamente protegidos en un país en particular, el uso de acciones de voto múltiple será más riesgosa. Por el contrario, si las leyes corporativas y de valores de un país brindan una fuerte protección a los inversionistas públicos, el uso de estas acciones será menos adversa desde la perspectiva de los accionistas minoritarios.

III. BENEFICIOS PRIVADOS DE CONTROL

Será relevante analizar el nivel de influencia, poder y apropiación de los recursos corporativos por parte de *insiders* o socios internos.

47 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 498.

48 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 499.

49 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 498.

En países donde los controladores disfrutan de grandes beneficios privados de control, hacer que los controladores sean más poderosos será más riesgoso para los inversionistas públicos. Por lo tanto, los reguladores deberían volverse más escépticos sobre la posibilidad de permitir que las empresas coticen en bolsa con acciones de voto múltiple⁵⁰.

IV. LEYES PROCESALES

Otros remedios legales que pueden proporcionarse para proteger a los inversores se pueden encontrar en las leyes que rigen los procedimientos civiles. Por ejemplo, si un país impone una alta carga de la prueba para demandar a personas con información privilegiada corporativa, habrá un mayor riesgo de oportunismo por parte de personas con información privilegiada frente a los inversionistas públicos. Por lo tanto, será más arriesgado permitir el uso de acciones de voto múltiple. Por el contrario, si se facilita el litigio al no imponer una alta carga de la prueba al demandante, los inversionistas públicos disfrutarán de un mayor nivel de protección debido al hecho de que los miembros corporativos estarán más expuestos al riesgo de ser demandado⁵¹.

V. REGULACIÓN DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA

La regulación de informes financieros y auditoría también juega un papel esencial en la protección de los inversionistas públicos. Es decir, al proporcionar información sobre el desempeño y la situación financiera de la empresa, la existencia de obligaciones de información contable y financiera ayuda a reducir las asimetrías de información entre emisores e inversores al tiempo que facilita las decisiones de inversión.

Sin embargo, dado que los emisores pueden tener incentivos perversos para mentir sobre su situación financiera con el fin de atraer a más inversionistas, parece ser necesaria la designación de un tercero confiable y calificado para verificar esta información. Este es esencialmente el papel y la función que desempeñan los auditores⁵².

Sin embargo, dado que los auditores son nombrados, pagados y destituidos por la empresa auditada y, a menudo, prestan otros servicios profesionales a la empresa auditada, se enfrentan a un claro conflicto de intereses. Por esta razón, al evaluar qué tan protegidos están los inversionistas públicos, es importante analizar la credibilidad del sistema de auditores y la independencia de los auditores de los miembros corporativos.

50 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 500.

51 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 500.

52 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 501.

VI. CALIDAD Y CREDIBILIDAD DEL ENFORCEMENT

La calidad de la ley en un país es inútil a menos que vaya acompañada de una aplicación adecuada. Por lo tanto, la forma en que se aplican las leyes es un componente esencial de la protección de los inversores. Para ese fin, existen muchos tipos de mecanismos de aplicación, así como muchos factores que pueden afectar la calidad y la credibilidad de la aplicación.

Primero, el sistema judicial juega un papel esencial en las instituciones de aplicación de la ley en un país. De hecho, la existencia de un poder judicial confiable, independiente, sofisticado y eficiente hace que los inversionistas públicos tengan más confianza en la protección de sus derechos, ya que saben que cualquier conducta oportunista de los miembros de la empresa será rápidamente cuestionada y, de ser así, sancionada. Como resultado, los directores y accionistas mayoritarios tendrán menos incentivos para expropiar a los inversionistas minoritarios. Por lo tanto, en países con sistemas judiciales más eficientes, independientes y sofisticados, el uso de acciones de voto múltiple será menos riesgoso⁵³.

En segundo lugar, los reguladores de valores también desempeñan un papel importante en la aplicación de la ley, en particular las leyes de valores y, en algunos países, también las leyes corporativas.

De hecho, dado que un regulador sofisticado, independiente y bien equipado tendrá la oportunidad de proporcionar una supervisión más eficaz de los mercados de valores, los miembros corporativos se verán más disuadidos de violar la ley o participar en cualquier tipo de comportamiento oportunista. Como resultado, los inversores públicos disfrutarán de un mayor nivel de protección. Por lo tanto, el riesgo de permitir acciones de doble clase será menor en estos países. Por el contrario, si un regulador de valores no es muy sofisticado, o si es "capturado" por las entidades reguladas, es poco probable que el regulador realice sus funciones de control y ejecución de manera eficaz⁵⁴.

En tercer lugar, la existencia y la sofisticación de un mercado de valores y abogados litigantes también pueden desempeñar un papel importante en la aplicación de las leyes de valores y sociedades. Como se ha mencionado, la probabilidad de ser demandado por infringir la ley o por incumplimiento de los deberes fiduciarios puede afectar el comportamiento de los directores corporativos. Por lo tanto, cuanto más desarrollado es un mercado de abogados litigantes, más protegidos pueden estar los inversionistas públicos del oportunismo de los miembros corporativos.

53 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 502.

54 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 502.

Por lo anterior y con este panorama, tal vez nuestro país en la regulación que haga del ingreso de las sociedades por acciones simplificada en el mercado público debe considerar proscribir el uso de las acciones de voto múltiple.

No es de extrañar que existan condiciones adversas relacionadas con nuestro incipiente mercado de capitales: en nuestro país no existe un número considerable de emisores ni tenemos un volumen alto de negociación. Las características que debe tener un mercado, que propicie el uso de acciones de voto múltiple, como veremos en el capítulo siguiente, no se encuentran en nuestro entorno.

En cuanto a la protección de los socios minoritarios, aunque hemos avanzado con figuras como la del abuso del derecho de voto, los acuerdos de accionistas, o el régimen de conflictos de interés, especialmente en las operaciones con partes vinculadas, aún existen dificultades prácticas que mantienen en vilo una adecuada protección de los intereses de los accionistas minoritarios, por el contrario, aún es frecuente en nuestras sociedades la extracción de beneficios privados del socio de control, que bien puede ser promovida por el reforzamiento de los socios de control a través de acciones de voto múltiple.

VII. LAS CONDICIONES DEL MERCADO DE CAPITAL

El estudio realizado por Gurrea Martínez de las calidades de ciertos mercados de capital en algunos países, le ha permitido organizar en tres grupos, los tipos de mercado, los países que suelen representar ese modelo y la conclusión sobre si es aconsejable o no, permitir el uso de acciones de voto múltiple en las sociedades cotizadas⁵⁵:

Características del grupo	Países que lo representan	Conveniencia
Grupo 1 Mercado de capital sofisticado, sólidas protecciones legales para los socios minoritarios, mínimos beneficios privados de control, auditoria efectiva, normas contables y de litigio, reguladores y tribunales independientes	Estados Unidos Reino Unido Singapur Hong Kong	El uso de acciones de voto múltiple no es riesgoso, por lo que no resulta indispensable prohibir o restringir significativamente las acciones de este tipo. Se podría entonces enfocar la regulación en otorgarle visibilidad en el mercado e incluir cláusulas de caducidad.

55 Ibid., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares..." 503 y ss.

Características del grupo	Países que lo representan	Conveniencia
Grupo 2 Ausencia de un mercado de capital sofisticado, altos beneficios privados de control, falta de normas efectivas de auditoría, contabilidad y litigio, protecciones legales débiles para los inversionistas minoritarios, falta de reguladores y tribunales independientes y sofisticados.	Mayoría de países de América Latina, Europa del Este, África, Medio Oriente y Asia	El uso de acciones de voto múltiple debe ser prohibido o sujeto a estrictas restricciones. Vale la pena explorar cláusulas de caducidad basadas en el tiempo, límites en el número de votos por acción y mecanismos mejorados de gobierno corporativo para proteger los intereses de los minoritarios.
Grupo 3 Mercados con características mixtas. Se incluirían economías emergentes con grandes mercados de capitales, y otras que, si bien no cuentan con mercados desarrollados, si tienen instituciones sofisticadas y confiables	China India Australia Mayoría de países europeos.	La regulación de las acciones de voto múltiple dependerá de las particularidades de cada país. Dependerá en cada caso a que característica "nociva" se acerca más cada país, para en esa medida, tomar medidas de ajuste.

Por lo anterior, en todo caso, de perseverar en la posibilidad de incluir acciones de voto múltiple en Colombia para la sociedad por acciones simplificada cotizada, lo que implicaría en términos de igualdad, también evaluar su procedencia en las sociedades anónimas, resulta importante considerar qué aspectos deberán tomarse en consideración para tal efecto. A continuación, se expondrán algunos de ellos.

VIII. RETOS REGULATORIOS

A. PRIMERA CUESTIÓN: EL MOMENTO DE LA DECISIÓN

Bien lo mencionan Gutierrez Urtiaga y Sáez Lacave⁵⁶, es bien distinta la posición de los socios minoritarios si las acciones con voto desigual –sean leales o de voto múltiple– se introducen con la decisión de ingresar al mercado público de valores, o una vez la sociedad ya es cotizada.

Si solo se permiten cuando la sociedad tome la decisión de ingresar al mercado público, serán los nuevos accionistas, quienes valorarán si las acciones van a servir como mecanismo de atrincheramiento de los socios controlantes, o si, por el contrario, les merece confianza la visión y capacidad de estos socios para crear valor. Por otro lado, si se permite que sociedades cotizadas puedan cambiar sus estatutos para emitir acciones de voto desigual,

56 Cfr. Óp. Cit., Gutiérrez y Sáez Lacave, "Las acciones con derechos de voto adicionales..." 101 y ss.

los accionistas minoritarios sin poder de voto quedarán expuestos a lo que decidan los socios de control. Las consecuencias de esta decisión "(...) tendrán distinto impacto en los intereses de los socios minoritarios dependiendo de si la empresa está en crecimiento y en mercados competitivos, con potencial de suponer valor importante para los minoritarios (como es, tal vez, el caso de las tecnológicas), o si, por el contrario, se trata de empresas maduras y con tasas más altas de beneficios privados del control"⁵⁷.

57 Ibid., Gutiérrez y Sáez Lacave, "Las acciones con derechos de voto adicionales..." 102. También señalan: "Si nos fijamos en las start-ups tecnológicas, podríamos pensar que las acciones con votos desiguales son valiosas porque permiten al fundador desarrollar su visión idiosincrática, rebajando problemas de agencia y poniendo a las empresas a salvo de las presiones de los activistas y otros inversores que busquen obtener ganancias a corto plazo. Esto se lograría permitiendo el control desde posiciones minoritarias, es decir, con reducidos derechos económicos, rebajando de esta forma los costes de falta de diversificación y falta de liquidez que conlleva el control. Pero, la contrapartida es que los riesgos de expropiación para los socios externos, típicos de las sociedades controladas, se verían agravados por el abaratamiento del control.

En concreto, si tomamos la perspectiva de un mercado de valores, el lado positivo del abaratamiento del control vendría de: i) un mayor valor de las empresas cotizadas, si se reducen los costes de agencia en general, al facilitar la presencia de socios de control que vigilan a los gestores y evitan el cortoplacismo; y ii) aumentar el número de empresas cotizadas, ayudando a las empresas con socios de control a obtener financiación en los mercados de valores, ya que la pérdida del control es una de las razones por las que algunas empresas renuncian a salir a bolsa (independientemente de que ese control tenga efectos positivos o negativos).

Pero, en el lado negativo, cualquier mecanismo que separa derechos de voto y derechos económicos genera incentivos para la expropiación de los accionistas minoritarios, a manos de los accionistas mayoritarios, mediante operaciones vinculadas y otras situaciones de conflicto de interés.

(...) A mayor separación, más fácil resulta monopolizar el control y evitar los mecanismos de rendición de cuentas de los socios de control frente a los accionistas externos. Los socios de control no se someten al mercado (no se arriesgan a perder el control si la sociedad registra malos resultados), ni pueden ser evacuados del control a través de una OPA o por la presión de un inversor activista. Por lo tanto, para un mercado de valores, el abaratamiento del control puede ser negativo si hay un rechazo de los inversores minoristas (especialmente los inversores institucionales) hacia los mercados que permiten las acciones con distintos derechos de voto y que suponen para ellos: i) una posible reducción de la liquidez del mercado; ii) una reducción de la probabilidad de las OPA; y iii) mayores probabilidades de sufrir expropiación a manos de los accionistas de control con un alto ratio de derechos de voto sobre los derechos económicos.

Por eso, no sorprende que grandes inversores institucionales como Fidelity y Vanguard tengan políticas explícitas de gobierno corporativo que rechazan desviaciones del principio de «una acción, un voto». Y, de acuerdo con estos principios, los inversores institucionales tienden a invertir menos en empresas que se desvían del principio «una acción, un voto». Es más, los inversores institucionales que más rechazan las empresas con estructuras de voto complejas son los inversores con plazos de inversión más largos": Gutiérrez y Sáez Lacave, "Las acciones con derechos de voto adicionales..." 98-99.

B. LAS REGLAS DE APROBACIÓN

Como se ha dicho, en las sociedades hay un marcado conflicto de agencia producto de la tensión entre los socios de control y los socios minoritarios. Por lo tanto, corresponderá al legislador regular la mayoría necesaria para aprobar una reforma estatutaria de esta naturaleza. Ello se podrá hacer mediante diferentes mecanismos como el MOM (mayoría de la minoría) o bien a través de una alta mayoría reforzada; o la inclusión de un derecho de retiro a favor de los socios ausentes o disidentes⁵⁸.

C. MEDIDAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

El gobierno corporativo resulta ser un mecanismo idóneo para proteger los intereses de los inversores minoritarios, específicamente, la incorporación de reglas sobre conflictos de interés. Así, "(...) por ejemplo, sería deseable aumentar el número de consejeros independientes y el poder de los accionistas minoritarios en el nombramiento de consejeros, o reforzar los mecanismos de revisión de las operaciones vinculadas"⁵⁹. Resultaría entonces acertado regular la obligatoriedad de incluir por ejemplo, una junta directiva en la sociedad por acciones simplificada -que a la luz de la ley 1258 de 2008 no es imperativa- y una designación proporcional de miembros independientes.

D. LA DURACIÓN LIMITADA DE LA CLÁUSULA O *SUNSET PROVISIONS*

Para evitar el riesgo de perpetuidad, los estatutos de una sociedad por acciones simplificada pueden pactar las denominadas clausulas atardecer⁶⁰ o puesta de sol.

Este tipo de acuerdos establecen que, al cumplirse un pacto o un hecho determinado, las acciones con derecho de voto múltiple expiran y se convierten en acciones ordinarias. Sin embargo, ello puede exacerbar el llamado riesgo moral, ya que "(...) Los socios de control, sabiendo que su posición está sujeta a caducidad, tendrían incentivos para intensificar la extracción de beneficios privados, a pesar de que pueda suponer sacrificar valor para los socios minoritarios, o para impulsar estrategias que reduzcan su participación en la empresa sin perder el control. Para mitigar este riesgo, no conviene que la reversión de las acciones de voto múltiple al estado originario de «una acción, un voto» sea automática, sino que es preferible que la caducidad o

58 Ibid., Gutiérrez y Sáez Lacave, "Las acciones con derechos de voto adicionales..." 102.

59 Ibid., Gutiérrez y Sáez Lacave, "Las acciones con derechos de voto adicionales..." 102-103.

60 Óp. Cit. Gaviria Gil, "La responsabilidad de los administradores frente a los accionistas..." 373.

la extensión de las acciones de lealtad se sujete a la voluntad de los socios. Esto supondría introducir una regla de limitación temporal predeterminada que revierta automáticamente las acciones a la norma «una acción, un voto» después de un período fijo de tiempo suficientemente largo (10 o 15 años), a menos que una extensión sea aprobada por la junta general de accionistas con la mayoría requerida para su adopción inicial⁶¹.

En una cláusula de caducidad basada en el tiempo, el evento desencadenante es la expiración de un período de tiempo definido. Estas cláusulas pretenden dar respuesta al denominado "ciclo de vida" de las acciones de voto múltiple, es decir, al hecho de que el valor de las empresas con estructuras de acciones de voto desigual suele decaer después de un determinado número de años. A 31 de diciembre de 2020, ninguna de los principales centros financieros que permiten a las empresas cotizar en bolsa con acciones de esta naturaleza, incluidos Estados Unidos, Hong Kong, Singapur y Shanghái, han exigido a las empresas que adopten estas disposiciones. Sin embargo, el Consejo de Inversores Institucionales ha pedido a Nasdaq y NYSE imponer un plazo de 7 años a la cláusula de extinción a las empresas que cotizan en bolsa con estructuras de acciones de clase dual. Entre los países que modificaron recientemente sus marcos regulatorios para permitir acciones de clase dual, solo India ha impuesto una cláusula de caducidad basada en el tiempo de 5 años⁶².

En cambio, en las cláusulas de caducidad por un evento, el hecho desencadenante es un hecho definido, como la muerte o incapacidad del fundador, la transmisión de acciones a terceros o el incumplimiento de determinados requisitos en cuanto a la titularidad del capital social de la sociedad. Estas últimas cláusulas, más comunes en la práctica y requeridas en varias bolsas de valores, incluidas la SGX, la HKEX y la STAR Market de Shanghái, pueden tener diferentes justificaciones de política según el tipo de cláusula de extinción basada en eventos⁶³.

CONCLUSIÓN

Los estudios empíricos son una prueba de fuego para determinar la conveniencia de las acciones con voto múltiple. Sin embargo, como quedó demostrado, la experiencia del instituto se refiere usualmente a los mercados financieros de Estados Unidos; por lo tanto, no todas las conclusiones pueden extenderse a otras jurisdicciones, y no sobra advertir que las correlaciones no implican necesariamente una causalidad.

61 Óp. Cit., Gutiérrez y Sáez Lacave, "Las acciones con derechos de voto adicionales..." 104.

62 Óp. Cit., Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares" 494.

63 *Ibíd.*, Gurrea-Martínez, "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares" 494.

Habida cuenta de que, tal y como se ha comentado, en países como Colombia pueden no existir las condiciones que en otras latitudes no solo han exigido, sino que han beneficiado el mercado de capitales de que se trate, las acciones de voto múltiple pueden ser innecesarias para contribuir a la implicación a largo plazo de los accionistas, para la mejora del gobierno corporativo, o la eficiencia, desarrollo, liquidez y competitividad del mercado de valores.

La decisión de su incorporación debe considerar las características de nuestro mercado en el que hay accionistas de control, alto riesgo de *tunneling*, e inexistencia de un problema de cortoplacismo, y no debe responder a una corriente legislativa de otros países sin analizar el fundamento o deseabilidad de las normas en un determinado contexto jurídico, económico e institucional.

BIBLIOGRAFÍA

- Arroyo Vendrell, Tatiana. "Las acciones con voto adicional doble por lealtad o acciones de lealtad", en "Implicación a largo plazo de los accionistas en sociedades cotizadas: Comentarios a la Ley 5/2021" (Madrid: Tirant lo Blanch, 2022), 157-188.
- Bago Oria, Blanca. "Acciones de lealtad: regulación y cuestiones jurídicas". *Revista de derecho bancario y bursátil*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil 41(167), (2022): 79-124
- Bajo, Emanuele et alia. "Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares" *European Corporate Governance Institute – Finance*, Working Paper (619), (2019), doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3428887>
- Bainbridge, Stephen Mark. "Director Primacy and Shareholder Disempowerment". *Harvard Law Review* (119), (2006): 1735-1758, doi: <https://ssrn.com/abstract=808584>
- Bebchuk, Lucian; Kraakman, Reinier y Triantis, George. "Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights" en *Concentrated Corporate Ownership*. (Chicago: University of Chicago Press, 2000) 295–315 doi: www.nber.org/system/files/chapters/c9013/c9013.pdf
- Bebchuk, Lucian. "The Case for Increasing Shareholder Power". *Harvard Law Review*, 118 (3), (2003): 833-914, doi: <https://ssrn.com/abstract=387940>
- Bebchuk, Lucian y Kastiel, Kobi. "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock". *Virginia Law Review*, 103, (2017): 585-631, doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2954630>

- Bolton, Patrick y Samama, Frédéric. "L-Shares: Rewarding Long-Term Investors". *ECGI Finance Working Paper* No. 342 (2013), doi: <https://ssrn.com/abstract=2188661>
- Gandía Pérez, Enrique. "El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las loyalty shares introducidas por el decreto-legge, núm. 91, de 24 de junio". *Cuadernos de derecho y comercio*, 65 (2016): 173-203.
- Gaviria Gil, Juan Antonio. "La responsabilidad de los administradores frente a los accionistas de diferente clase con intereses contrapuestos". *Revista de Derecho Privado*, 40 (2021): 363-392, doi: <https://ssrn.com/abstract=3749448>
- Ghezzi, Federico; Mosca, Chiara y Passador, Maria Lucia. "Rereading the "one share one vote principle": is it also a matter of competition?". *University of Chicago Business Law Review*, 1 (1), (2022): 157-194, doi: <https://ssrn.com/abstract=4067796>
- Gurrea Martínez, Aurelio. "Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas". *Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas Working Paper Series 4*, (2019), doi: <https://ssrn.com/abstract=3400708>
- Gurrea Martínez, Aurelio. "New Agency Problems, New Legal Rules: Rethinking Takeover Regulation in the US and Europe". *Ibero-American Institute for Law and Finance, Working Paper*, 3, (2016), doi: <https://ssrn.com/abstract=2766208>
- Gurrea Martínez, Aurelio. "Activismo accionarial, cortoplacismo y los nuevos desafíos del Derecho de sociedades". *Blog Del Instituto Iberoamericano De Derecho y Finanzas*, 22 de agosto de 2017, doi: en <https://www.derechoyfinanzas.org/activismo-accionarial-cortoplacismo-y-los-nuevos-desafios-del-derecho-de-sociedades/>
- Gurrea Martínez, Aurelio. "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate". *Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper Series 3*, (2019), doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3397880>
- Gurrea Martínez, Aurelio. "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate". *Eur Bus Org Law Rev* 22, (2021): 475–515, doi: <https://doi.org/10.1007/s40804-021-00212-4>
- Gurrea Martínez, Aurelio. "Acciones con voto múltiple y competencia regulatoria para la atracción de salidas a bolsa (IPOs)". *Blog Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas*, doi: <https://www.derechoyfinanzas.org/acciones-con-voto-multiple-y-competencia-regulatoria-para-la-atraccion-de-salidas-a-bolsa-ipos/>
- Gutiérrez Urriaga, María y Sáez Lacave, Maribel. "Las acciones con derechos de voto adicionales por lealtad «acciones de lealtad» desde el análisis económico del derecho". En *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 915, (2020): 93-108.

Sáez Lacave, Maribel. "Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto". *Revista para el Análisis del Derecho*, 1, (2011), doi: <https://www.raco.cat/index.php/InDret/article/view/226709/308331>

Villacorta Hernández, Miguel. "Acciones privilegiadas en el derecho de voto. Las acciones de lealtad". *Técnica contable y financiera*, 21, (2019): 48-63.

Villacorta Hernández, Miguel Ángel. "Razones para emitir acciones de lealtad". *Técnica contable y financiera*, 48, (2022): 76-88.

Ventoruzzo, Marco. "The disappearing taboo of multiple voting shares: regulatory responses to the migration of chrysler-fiat". *Penn State Law Research Paper No. 3*, (2015), doi: <https://ssrn.com/abstract=2574236>

