



ZUZENBIDE FAKULTATEA

Leialtasun akzioak

Egilea: Nagore Regil Barrigon

Tutorea: Rosa Otxoa-Errarte

2022

AURKIBIDEA

1. Sarrera	2
2. Sozietateen arteko desberdintasunak	3
2.1 Bazkideen funtsezko eskubideak eta desberdintasunak	3
2.2 Boto eskubidea	5
2.3 Boto eskubidearen eraentza sozietatearen arabera	7
2.3.2 Erantzukizun Mugatuko Sozietatea	10
2.3.3 Sozietate Anonimoa	13
3. Erreformaren arazo eragilea eta aurrekariak	14
3.1 2007/36/CE Zuzentaraua	16
3.2 Lege-aurreproiektua	17
4. Zuzenbide konparatua	19
4.1 Frantzia: Loi Florange 2014-384	20
4.2 Italia: El voto maggiorato	22
4.3 Beste estatukide batzuk	23
4.3.1 Belgika	24
4.3.2 Herbehereak	24
5. 5/2021 Erreformaren berrikuntzak	24
5.1 Leialtasun akzioak	25
5.1.1 Izaera juridikoa	25
5.1.2 Funtzionaltasuna eta eraentza juridikoa	27
5.1.2.2 Onarpenerako eta iraungipenerako gehiengo galdagarriak (KSL 527 quarter eta sexties)	28
5.1.2.3 Leialtasun botoaren zenbaketa (KSL 527 quinquies)	29
5.1.2.4 Leialtasuna dela eta aitortutako boto bikoitzaren erregistro liburu berezia (KSL 527 septies)	30
5.1.2.5 Leialtasunaren esanahia eta leialtasun denboraldia	31
5.1.2.6 Leialtasunaren zenbaketa eta egiaztapena (KSL 527 nonies)	32
5.1.2.7 Eskubidea galtzea: transmisioa eta uko egitea	32
5.1.3 Leialtasun akzioen abantailak eta desabantailak	34
5.1.3.1 Abantailak	34
5.1.3.2 Desabantailak	36
6. Ondorioak	38
7. Bibliografia	40

1. Sarrera

2008ko krisi ekonomikoaz geroztik kotizatutako sozietateen testuinguruan epe laburreko estrategien gorakada nabarmena egon da, sozietateetako kudeaketa egokia kolokan jarritz. Epe laburreko estrategiez hitz egiten denean, bazkideek hartzen dituzten erabakiez ari gara. Hau da, akzionistek epe laburrera begira hartzen dituzte erabakiak, modu honetan, epe laburreko etekin ekonomikoei edo irabaziei garrantzia emanez eta sozietatearen egonkortasuna eta garapena kolokan jartzen dituzten gehiegizko arriskuak hartuz.

Egoera honetan Europar Batasunak 2017/828 Direktiba argitaratu zuen, ondoren estatukideek transposizioa egin behar zutelarik, barne ordenamenduan aplikagarri izateko. Direktibaren helburua epe laburreko estrategiekin amaitzea zen, gehiegizko arriskuak ekiditeko eta aldi berean, bazkideen parte hartze edo inplikazioa sustatzeko. Direktibak helburu horietara zuzendutako zenbait neurri aurreikusten ditu, baina hauek ez dira bakarrik, estatukideek transposizioa egiterakoan beste berrikuntza batzuk txertatzeko aukera dute, espainiar ordenamenduan egin den bezala. Espainiar ordenamenduak zuzentarauko neurriez gain, "leialtasun akzioak" deituriko mekanismoa txertatzen du, xede bereberekin. Beraz, lan honetan zehar, kotizatutako sozietateen inguruan arituko gara.

Lehenik eta behin, sozietateen arteko desberdintasunen inguruan arituko gara, hauek beraien bazkideei aitortzen dizkien eskubideen ezberdintasunetan zentratuz bereziki. Eskubideen artean boto eskubideari emango zaio garrantzia, sozietate mota bakoitzean eskubide hori aitortzeko erabiltzen duten eraentza aztertuz.

Bigarrenik, 2017/828 Zuzentaraua eta 5/2021 Erreformen aurrekariak aipatuko dira, arauketa hauek egitera bultzatu duen arazoa zein den ezagutzeko. Horrez gain, araudi bakoitzaren edukia ere aipatuko da.

Hirugarrenik, 5/2021 Erreformat sozietateen ordenamenduan txertatutako berrikuntzari dagokionez, hau da, "leialtasun akzioei" dagokionez, espainia ez da mekanismo hau aplikatzen duen estatukide bakarra, horrenbestez, zuzenbide konparatua aztertuko da, gainontzeko estatukideek mekanismoaren inguruan duten erentza juridikoa eta hauen arteko berezitasunak ezagutzeko.

Azkenik, *loyalty shares* edo leialtasun akzioetan zentratuko gara. Tresnaren izaera juridikoa aztertuko dugu, zertan datzan esplikatuz. Funtzionaltasuna eta eraentza juridikoa ere landuko dira, mekanismoa aplikatzeko behar diren ukanbeharrak azalduz. Ondoren, leialtasun akzioak dituzten abantailak eta desabantailak zerrendatuko dira.

2. Sozietateen arteko desberdintasunak

Sarreran aipatu berri dudana kontuan izanik, epe laburreko estrategiei aurre egiteko 5/2021 Erreformatan Kapitalezko Sozietateen Legean, zehazki kotizatutako sozietateei dagokionez, berrikuntza garrantzitsu bat txertatzen du, leialtasun akzioak edo “loyalty shares”-ak deritzaionak, hain zuzen ere.

Akzio hauen bitartez orain arte sozietateen eraentzan indarrean egon den proportzionaltasuneko printzipioa urratzen edo apurtzen da, akzio hauen bitartez baldintza batzuk betetzen dituzten bazkideei “boto bikoitza” izateko aukera ematen baitaie. Proportzionaltasun printzipioak, bazkideek sozietatean duten kapitalaren eta boto eskubidearen artean proportzionaltasuna izatea suposatzen du, hau da, “akzio bat, boto eskubide bat”, beti ere, serie bereko akzioak diren heinean¹. Premisa honen bidez, sozietateko erregimen demokratikoa errespetatzea lortu eta aldi berean, akziodun jakin batzuen aldeko nagusitasunezko eta abusuzko jarrera ekidin nahi da. Hala eta guztiz ere, proportzionaltasun printzipioaren aplikazioa sozietate guztietan ez da modu berean arautzen eta aplikatzen, izan ere, ondoren argiago azalduko den bezala, sozietate anonimoetan arauketa zorrotzagoa da gainontzeko sozietateen eraentzarekin alderatuz.

Honela, sozietateen eraentza desberdintasunak daudela agerikoa da, horrenbestez, berezitasun nabarmenenak aipatzea komeni da. Lehenik, bazkideei aitortzen zaizkien eskubideak aipatuko dira, sozietate pertsonalisten eta kapitalisten arteko berezintatunak azpimarratuz. Bigarrenik, boto eskubidea zer den aztertuko dugu, nagusiki eskubidea zertan datzan eta sozietate bakoitzean nola antolatzen den aztertuz. Azkenik, boto bikoitzaren inguruko jarrera aztertuko dugu Kooperatibei, Sozietate Anonimoei (S.A) eta Erantzukizun Mugatuko Sozietateei dagokionez (S.L).

2.1 Bazkideen funtsezko eskubideak eta desberdintasunak

Sozietate pertsonalisten eta kapitalisten arteko desberdintasun nagusia bazkideei emandako garrantzian datza. Bestela esanda, sozietate pertsonalistek bazkideei, pertsona izateagatik, nolabaiteko garrantzia aitortzen die, eta sozietate kapitalistek, berriz, bazkideei garrantzia aitortzen die, baina ez bazkide izateagatik, baizik eta hauek sozietateko kapitalean egindako ekarpenaren arabera². Beraz, egindako ekarpena nabarmena baldin

¹ Akzio zein partizipazio sozialek beraien titularrei eskubide jakin batzuk aitortzen dizkiete, baina hauek ez dute zertan berdinak izan behar. Hau da, ez dute akzioaren edo partizipazio sozialaren balio nominalari dagokionez baliokidetasun proportzionala izan behar. Beraz, posible da sozietate jakin baten barruan balio nominal desberdineko akzio eta partizipazio sozialak sortzea, hauek eskubide desberdinak aitortuz.

Ikus, Menéndez, A., Rojo, A (Directores), (2016). “Clases de acciones y participaciones. Las posibles desigualdades de derechos”, *Lecciones de derecho mercantil Volumen I*, 14. Edizioa, Thomson Reuters, Cizur Menor (Navarra), 437-439 or.

Ikus baita KSL-ko 94. artikulua, eskubide aniztasunaren ingurukoa.

² Menéndez, A., Rojo, A (Directores), *op.cit.*, 397 or.

bada bazkide horri garrantzia emango zaio, aitzitik, ekarpena txikia baldin bada bazkideak izango duen indarra txikiagoa izango da.

Berezitasun nagusia bazkideei ematen zaien garrantzia izanik, sozietate bakoitzak bazkideei aitortzen dizkien eskubideak aztertuko ditugu. Kapitalezko Sozietateen Legeko 93. artikulua bazkideei sozietateko jabe izate soilagatik³ zenbait eskubide aurreikusten dizkie.

Sozietate pertsonalistetan zein kapitalistetan, eskubideen edukia kontuan izanik, bi kategoria bereizten dira⁴. Alde batetik, eduki administratiboa duten eskubideak daude, kudeaketa sozialerako eskubide bezala ere ezagutzen direnak. Eskubide hauek beraien titularrak diren bazkideei aldeztu aurretik zeuden egoera juridikoetan eragina izateko aukera ematen die, hauek ezabatuz, eraldatuz edota egoera berri batzuk sortuz. Hau da, eskubide administratiboek bazkideei erabaki sozialen sorkuntzan parte hartzea ahalbidetzen die. Kategoria honetan barnebiltzen dira, boto eskubidea, sozietatea administratzeko eskubidea eta informazio eskubidea. Bestetik, ondare eskubideak edo eskubide ekonomikoak bereizten dira. Eskubide hauek bazkideei mozkinetan parte hartzea eta likidazio kuota jasotzea ahalbidetzen die.

Informazio eskubidea bi sozietateetan aurreikusten den eskubidea da, bai kapitalistetan eta bai pertsonalistetan, baina bere irismena desberdina da. Desberdintasun horren oinarrian bazkideen erantzukizunaren erregimena dago⁵, izan ere, kapitalistetan, pertsonalistetan ez bezala, bazkideen erantzukizuna mugatua delako. Horrenbestez, bazkideei aitortzen zaien informazio eskubidea zabalagoa da sozietate pertsonalistetan kapitalistetan baino. Sozietate pertsonalisten dagokionez, Merkataritza Kodeak 133. artikuluan, bazkide orori, administrazioan jardun edo ez, administrazioaren eta kontabilitatearen egoera ezagutzeko eskubidea aitortzen die, sozietatearen establezimenduak zein dokumentuak ikuskatzeko edo aztertzeke eskubidearen baliokidea delarik⁶. Sozietate Kapitalisten kasuan, berriz, batzar orokorreko gai-zerrendaren inguruko informazioa edo azalpenak jasotzera mugatzen da informazio eskubidea, hau da, batzar orokorrean eztabaidatu eta bozkatuko diren gaien inguruko informazioa jaso dezakete soilik.

Komunean dituzten eskubide horiez gain, sozietate bakoitzeko bazkideek badituzte beste eskubide jakin batzuk. Kapitalezko Sozietateei dagokionez, Legeak 93. artikuluan beste eskubide bat aurreikusten die. Eskubide honen bidez bazkideek, partaidetza eta akzio berriak sortzen direnean hauek lehentasunez harpidetu ahal izango dituzte.

³ Varela Uría, F. (2015). *Autonomía de la voluntad y derecho de voto en las sociedades anónimas: limitación y agrupación del voto (Tesis Doctoral, Universidad Rey Juan Carlos)*, 38 or.

⁴ Mabrilla Rivera, V. (1986). "Aproximación al estudio sobre la naturaleza jurídica del voto del accionista", *Anales de estudios económicos y empresariales nº1*, 174 or.

⁵ Morales Barceló, J., (2019). *Contenido del derecho de información en sentido estricto. El derecho de información en las sociedades mercantiles capitalistas*, J.M Bosch Editor, 17 or.

⁶ Menéndez, A., Rojo, A (Directores), *op.cit.*, 384-387 or.

Hala eta guztiz ere, aipatutako eskubide hauek bazkideei aitortzen zaizkien gutxienerako eskubideak⁷ dira, akzio eta partizipazio sozialek beste eskubide batzuk barnebiltzen dituztelako, besteak beste, akzioak transmititzeko eskubidea, sozietatetik banantzeko eskubidea... Gainera, eskubide hauek ez dira absolutuak, izan ere, hauen irismena legean aurreikusitakoaren arabera izango da, zenbait kasutan, eskubidea ezabatzea edo mugatzea ere posible delarik.

Sozietate pertsonalisteri dagokionez, Merkataritza Kodeko 142. artikulua beste eskubide bat aitortzen die. Bazkideen erantzukizuna mugagabea denez, sozietatearen gastuekiko erantzukizun solidarioa dute, modu honetan, ondare pertsonalarekin erantzuteko obligazioa dute, sozietateak gastuei aurre egiteko gaitasunik ez duenean. Baina erantzukizun solidarioa behin behinerekoa da, izan ere, 142. artikulua bazkideei eskubide bat aitortzen baitie. Eskubide hori, bazkideek sozietatearen mesedean eginiko gastuengatik eta horiengatik jansandako kalteengatik indenmizazioa jasotzean datza, beti ere, gastu horiek bazkideari ezin bazaizkio egotzi.

2.2 Boto eskubidea

Eskubide guzti hauen artean, boto eskubideari emango diogu garrantzia, hau da, boto eskubidea zertan datzan eta sozietate desberdinetan duen antolakuntza aztertuko dugu. Sozietate ezberdinek boto eskubidearen inguruan duten eraentza azaldu baino lehen, boto eskubidea zer den aztertuko dugu.

Botoa, funtsezkoa, gutxienerakoa, transmitiezina⁸, indargabetu ezina eta ukaezina⁹ den eskubidea da. Ukaezina izateak eskubidea ezabatu ezina dela suposatzen du, sozietatearen interes orokorra bermatzeko sortu den arau batetik eratortzen den eskubidea baita. Eskubide honen titulartasuna soilik bazkideei dagokie¹⁰, hortaz, hirugarrenei aitortzen ez zaien gaitasun bat da. Gainera, soilik eskubide bezala definitzen da eta ez obligazio bezala, izan ere, boto eskubidea ez baliatzeagatik legeak ez duelako inolako santziorik aurreikusten.

Boto eskubidea izaera politikoa edo administratiboa¹¹ duen eskubidea da, bazkideari erabaki sozialetan parte hartzeko eta administratzaileak izendatzeko eta kargugabetzeko ahalmena ematen diolako, aldi berean, administrazioaren kudeaketa kontrolatuz¹².

⁷ Menéndez, A., Rojo, A (Directores)., *op.cit.*, 436 or.

⁸ Viguera Revuelta, R. (2019). "Algunas cuestiones en relación con el derecho de voto. Especial atención al voto plural en las sociedades capitalistas y cooperativas", *Revista jurídica de economía social y cooperativa*, 34, 4 or.

⁹ Varela Uría, F., *op.cit.*, 37 or.

¹⁰ Varela Uría, F., *op.cit.*, 41 or.

¹¹ Mambrilla Rivera, V., *op.cit.*, 176 or.

¹² Recalde Castells, A., (1996). *El derecho de voto como derecho mínimo del accionista; módulo de atribución del derecho de voto y funciones. Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales (1ra edición)*, Editorial Civitas, S.A, 28 or.

Botoa ematearen izaera juridikoari dagokionez, doktrinak adierazpen bezala definitzen du. Bazkideen aldebakarreko borondate adierazpena da, gainontzeko bazkideen adierazpenekin batera akordio soziala sortzeko balio duena¹³. Era berean, boto eskubidea sozietate-ordenamendu desberdinek bazkideei aitortzen dien prerrogatiba bat da¹⁴, bestela esanda, bazkideei aitortzen zaien ahalmen bat da interes jakin bat eratzeko eta defendatzeko.

Beraz, boto eskubidea ordenamenduak bazkideei aitortzen dien eskubide subjektiboa da, beraien borondatea edo interesa adierazteko eta defendatzeko, eta aldi berean, sozietateko borondate soziala eratzeko balio duena¹⁵.

Hala eta guztiz ere, erregela hau ez da orokorra, izan ere, Kapitalezko Sozietateen Legeak 98. artikuluan eskubide hau barnebiltzen ez duten akzioak eta partizipazioak jaulkitzeko aukera aurreikusten duelako. Mekanismoaren sarrera justifikatzeko doktrinaren gehiengoak erabilitako argumentuak hiru dira¹⁶: gutxiengo bazkideen babesak; finantziario bide berria; eta abstentzioaren arazoa. Lehenengo argudioari dagokionez, boto eskubiderik gabeko akzioen bitartez gutxiengo bazkideek sozietatearekiko duten posizioa hobetzea lortu nahi da.

Bigarrenengoari dagokionez, Batzar Orokorretara joaten ez diren akziodunei egiten die erreferentzia. Hauek akzioak aitortzen dien boto eskubidea ez baliatzeko erabakia hartzen dute, hau da, absentismoa praktikatzen dute, ez baitute aldeko edo aurkako botorik ematen, ez dutelako bozketan parte hartzen, izan ere, sozietatearen funtzionamenduaren inguruko interesik ez dutelako. Akzionista hauek¹⁷, funtsean bere inbertsioaren errentagarritasuna bilatzen dute, hau da, soilik aldizka eta modu egokian dibidendoak jasotzea interesatzen zaie. Horregatik, boto eskubiderik gabeko akzioak aurreikusten dira.

Beste batzuen aburuz¹⁸, boto eskubiderik gabeko akzioak sozietateen kapitalizazioa bultzatzeko instrumentua da. Bestela esanda, sozietatearentzako finantziarioa lortzeko tresnak dira.

¹³ Alborch Bataller, C., (1977). *Naturaleza jurídica de la emisión de voto. El derecho de voto del accionista*, Editorial TECNOS, S.A, Madrid, 106 or.

CARNELUTTI-ren hitzetan adierazpena, “es un comportamiento del agente”... “es un comportamiento dirigido a expresar el pensamiento”

¹⁴ Mabrilla Rivera, V., *op.cit.*, 181 or.

¹⁵ Recalde Castells, A., *op.cit.*, 29 or.

¹⁶ Farrando Miguel, I., (1992). “Las acciones sin voto y el valor del derecho de voto (pequeña contribución a la crítica de las acciones sin voto)”, *Revista de Derecho Mercantil* núm. 206/1992, 5 or.

¹⁷ Alborch Bataller, C., *op. cit.*, 376-383 or.

¹⁸ Menéndez Menéndez, A., Beltrán Sánchez, E. (1989). “Acciones sin voto”, *Revista de Derecho Mercantil* núm 191/1989. Editorial Civitas, S.A, Pamplona, 2-3 or.

KSL-ko 99. artikulua araberan, boto eskubidea aitotzen ez zaien akzioek izaera pribilegiatua dute¹⁹, eskubide ekonomiko gehiago aurreikusten zaizkielako boto eskubidea kentzean. Eskubide ekonomiko horiek suposatzen dute²⁰, akzionista horiek dibidendu pribilegiatua jasotzeko eskubidea dutela, horrela, mozkinen banaketan lehentasunezko abantaila edo sozietatearen disoluzio garaian kapitala itzultzerakoan pribilegio bat izango dute.

2.3 Boto eskubidearen eraentza sozietatearen arabera

Boto eskubidea zer den azalduz, kontuan izan behar dugu honen inguruko erregulazioak askotarikoak izan direla, urteetan zehar izan dituen aldaketak direla eta. Horien artean, proportzionaltasun printzipioaren indargabetzea ekarri duen azken aldiko aldaketan zentratuko gara, boto bikoitzan, hain zuzen ere.

Proportzionaltasun printzipioari “akzio demokrazia”²¹ ere deitzen zaio, “akzio bat-boto bat” lelopean. Espainiako ordenamenduan, proportzionaltasun printzipioa ez zen aginduzko arau orokor gisa indarrean sartu XX. mende hasierara arte. Ordura arte, sozietatearen zuzendariei eta fundatzaileei lehentasunezko botoa aurreikusten zitzairen eta aldi berean, gainontzeko bazkideei boto eskubidea baliatu ahal izateko akzio kopuru jakin baten edukitza izatea galdatzen zitzairen. 1989. urtean Sozietate Anonimoen Legea indarrean sartu zenean, modu ez zuzenean proportzionaltasun printzipioa aurreikusi zen. Gaur egun, KSL-ko 96.2 artikuluan proportzionaltasun printzipioa hausten duten akzioak jaulkitzea debekatzen da, hauek baliorik gabe utziz.

Baina, denboraren poderioz proportzionaltasun printzipioa indarra galtzen joan da, funtsean printzipioak eraldatze prozesu anitz jasan dituelako, jasandako krisi ekonomiko eta finantzieroak direla eta. Aldaketa horien artean, boto bikoitzaren inguruan hitz egingo dugu. Oro har, boto bikoitzak, proportzionaltasun printzipioa hausten du²², izan ere, balio nominal eta tipo sozial bereko akzio eta partizipazioei boto eskubide desberdina aurreikustea suposatzen duelako, “boto bat- akzio bat” premisarekin amaituz. Aldaketa honen bidez, hasiera batean batzar nagusiko botoen gehiengoa eskuratu ezin dutenei sozietateko zuzendaritza esleitzea lortu nahi da, horretarako boto bikoitzaren sistema erabiliz.

Hala eta guztiz ere, boto bikoitzaren erregulazioa ez da orokorra, hots, sozietate motaren arabera arauketa aldatu egiten da. Horrenbestez, sozietate desberdinen erregulazioak boto bikoitzaren aldaketari zein erantzun ematen dioten aztertuko dugu.

¹⁹ Menéndez, A., Rojo, A., *op.cit.*, 439-440 or.

²⁰ Alborch Bataller, C., *op. cit.*, 355-369 or.

²¹ Fernandez Torres, I., (2017). Auge y ocaso del principio de proporcionalidad. *Las loyalty shares: Cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 37-56 or.

²² Viguera Revuelta, R., *op.cit.*, 5-7 or.

2.3.1 Sozietate Kooperatibak

Sozietate Kooperatiben erregimen juridikoa konplexua da, arauketa bikoitza²³ duelako, alde batetik estatu mailakoa eta bestetik, autonomia erkidego bakoitzekoa. Araudien aplikazioari dagokionez, 27/1999 Legeko²⁴ 2. artikuluari jarraiki, Lege Orokorra kooperatibak bere jarduera Autonomia Erkidego batean baino gehiagotan gauzatzen badu aplikatuko da, beti ere, horietako batean ez baldin badu jarduera nagusirik. Horrez gain, Ceuta eta Melilla Autonomietan nagusiki beraien jarduera gauzatzen duten sozietate kooperatibei ere Lege Orokorra aplikatuko zaie.

Kooperatibek izaera mutualista dute, hots, bazkideek jarrera aktiboa dute sozietateko jardueretan eta erabaki sozialetan eta printzipio nagusietako bat kudeaketa demokratikoa da.

Kudeaketa demokratikoak, bazkideen parte hartzeari egiten dio erreferentzia, boto eskubidea egikaritzuz parte hartzen dutelarik. Boto eskubidea, Estatuako Kooperatiben Legeko 26. artikuluan eta Euskadiko Legeko 37. artikuluan arautzen da, eta kasu honetan aplikagarri den premisa “bazkide bat, boto bat” da eta ez sozietate kapitalistetan bezala “akzio bat, boto bat”²⁵. Horrela, bazkideek sozietateko erabakietan izan dezaketen eragina ez doa hauek sozietatean eginiko ekarpenari loturik, ez baitago proportzionaltasun loturarik bazkide bakoitzak egindako ekarpen ekonomikoaren eta ondorengo boto eskubidearen artean, bazkide bakoitzari boto eskubide bakarra aitortzen zaiolako. Hala eta guztiz ere, posible da bazkide bati, sozietateko jardueretan duen inplikazioa dela eta, boto bikoitza aitortzea, beti ere, estatutu sozialek aukera hori aurreikusten baldin badute.

Boto eskubideari loturik, arau orokorra bazkide bat boto eskubide bat izanda ere, ezaugarri edota baldintza jakin batzuk betetzen dituzten sozietateetan, legeak estatutuen bidez boto bikoitz ponderatua eta mugatua aurreikusteko aukera ematen du. Gainera, legedi autonomiko gehienetan ere boto bikoitzaren aplikazioa aurreikusten da.

Kooperatiben antolaketa tradizionala printzipio demokratikoari loturik egon da, bazkideen arteko berdintasunari eutsiz, baina azken urteetan boto bikoitzaren ideia

²³ *Kooperatiben arauketa konplexua da, Estatuaren eta Autonomia Erkidegoen eskumen banaketa dela eta. 1978ko Konstituzioak 149.1.6 artikuluan Estatuari merkataritza zuzenbidearen arauketaren eskumen eskusiboa aitortzen dio. Egoera horretan, kooperatibak sozietate zibil bezala ezagutzen zirenez, zenbait Autonomia Erkidegok, horietako bat Euskadi, kooperatiben inguruko araudi propioa sortu zuten. Estatuak Abokatuak lege horien aurkako errekurtsoa aurkeztu zuen, eskumenari dagokionez Konstituzioaurkakoa zela alegatuz, izan ere, kooperatiben arauketa merkataritza zuzenbidearen eremuan sartzen zela ulertzen zutelako. Auzitegia ez zen kooperatiben kalifikazioa eztabaidatzera sartu, izan ere, edonola Estatuak ere eskumena zuelako. Beraz, gaur egungo kooperatiben erregimen juridikoan, alde batetik, kooperatiben 27/1999 Lege Orokorra dugu eta bestetik, Autonomia Erkidego bakoitzeko kooperatiben araudi propioa.*

Ikus, Izquierdo Muciño, E., (2015). La competencia legislativa en cooperativas: el caso español. Aprendizaje cooperativo sin fronteras España-México, Dykinson, S.L, Madrid, 14-16 or.

²⁴ Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas.

²⁵ *Viguera Revuelta, R., op cit., 14 or.*

zabaltzen joan da, nahiz eta honen aplikazioa uniformeak ez izan autonomia erkidego guztietan.

Kooperatiba motei dagokionez, Estatuko Legeak 6. artikuluan klasifikazio bat aurreikusten du, lehen eta bigarren graduko kooperatibak bereiztuz²⁶. Lehen mailako kooperatibak izango dira, bertako bazkideak pertsona fisikoak direnean eta bigarren gradukoak izango dira gutxienez bi bazkide edo gehiago pertsona fisikoak izan beharrean sozietate kooperatibak direnean.

Kooperatiben Estatuko Legeko 26.1 artikulua boto eskubidearen arau orokorra jasotzen du "bazkide bat, boto bat". Baina aldi berean, salbuespenak aurreikusten ditu. Lehen graduko kooperatibei dagokionez, 26.2 artikulua, estatutuetan boto bikoitza aurreikustea ahalbidetzen du, kooperatibak edo entitate publiko diren bazkideentzako. 26.4 artikulua, nekazaritza, zerbitzu, garraio eta itsasoko kooperatibek estatutuen bidez boto bikoitza aurreikusteko aukera ematen du. 26.5 artikulua bazkideen arteko bereizketa egiten du, alegia, lurraren ustiapen komunitarioko kooperatibetan, bazkide langileek ezin izango dute boto bikoitza izan, hots, boto bakarra izango dute, baina kooperatibari ondasunen gozamina lagatzen dien bazkideei boto plurala aurreikusteko aukera onartzen du.

Bigarren graduko kooperatibei dagokionez, 26.6 artikulua boto bikoitza izatea ahalbidetzen du, beti ere, aukera hori estatutuetan aurreikusten baldin bada. Hala eta guztiz ere, muga bat aurreikusten du, bazkideek ezin izango dute sozietateko boto guztien herena baino gehiago izan.

Boto bikoitzaren inguruan, doktrinak²⁷ jarrera desberdina izan du. Tradizionalki doktrina klasikoak boto bikoitzaren aplikazioa mesfidantzaz ikusi izan du. Baina, sozietate kooperatiben erregulazioak izan dituen erreforma anitzekin, doktrinaren gehiengoak jarrera toleranteagoa izan du boto bikoitzaren aplikazioari dagokionez.

Sozietatearen aukera da boto bikoitzaren aplikazioa estatutu sozialetan aurreikustea ala ez, eta aldeko jarrera baldin badute bertan boto bikoitzaren aplikazio irizpidea zein izango den jaso beharko dute. Aplikazio irizpideari²⁸ dagokionez, espainiar ordenamenduan bi nagusitzen dira, modu independentean edota konbinaturik aplikatu daitezkeenak. Alde batetik, kooperatiba bakoitzak dituen bazkide kopurua eta bestetik, bazkide bakoitzak kooperatibako jardueretan izan duen parte hartze maila.

Hala eta guztiz ere, arestian aipatu duguna kontuan izanik, boto bikoitzaren erregulazioa ez da uniformeak autonomia erkidego guztietan, batzuk aukera hori aurreikusten dutelarik eta beste batzuk ez. Euskadiko 11/2019 Legeak 37. artikuluan boto eskubidea arautzen du, eta bertan ez da proportzionaltasun printzipioa urratzeko salbuespenik aurreikusten, estatu mailako legean bezala.

²⁶ Menéndez, A., Rojo, A., *op.cit.*, 606-614 or.

²⁷ Viguera Revuelta, R., *op.cit.*, 20 or.

²⁸ Viguera Revuelta, R., *op.cit.*, 24 or.

Beraz, sozietate kooperatibei aplikagarri zaien arau orokorra “bazkide bat, boto bat” da, baina horrez gain, egoera jakin batzuetan legeak boto bikoitza aplikatzeko aukera ematen du estatutu sozialen bidez.

Sozietate pertsonalisteri dagokionez, aurretik aipatu dugun bezala, bazkideei aitortzen dien garrantziagatik bereizten dira, pertsona edo bazkidea, sozietatearekin duen harremanari dagokionez, lehen planoan kokatzen delako²⁹. Hau kontuan izanik, boto eskubidearen banaketa, kooperatiben antzerakoa da, ez da akzio bat- boto bat premisan oinarritzen, baizik eta bazkide bat-boto bat premisan. Honela, Merkataritza Kodeko 129. artikulua, bazkide orori sozietateko kudeaketa sozialean parte hartzeko aukera ematen die, beti ere, betekizun horretarako ez baldin badira bazkide jakin batzuk izendatu, non kasu horretan gainontzeko bazkideek ez dute inolako gaitasunik izango. Salbuespenik aurreikusten ez diren kasuetan, bazkide orok, boto eskubidea baliatuz, sozietateko kudeaketan eta administrazioan parte hartzeko aukera izango dute. Beraz, sozietate pertsonalistetan ere arau nagusia proportzionaltasuna da, hau da, bazkide orok boto eskubide berdina izango dute.

2.3.2 Erantzukizun Mugatuko Sozietatea

2010. urtera arte sozietate kapitalista bakoitzak eraentza propioa zuen, Erantzukizun Mugatuko Sozietateei 1995. urteko Legea aplikatzen zitzaielarik. Baina 2010. urtean, Sozietate Kapitalisten Legea argitaratu zen, sozietate anonimoen, akzio bidezko sozietate komanditarioen eta erantzukizun mugatuko sozietateen eraentza barnebiltzen duena.

2/1995 Legeak 5.1 artikuluan, bazkideen eskubide berdintasuna arau orokor gisa aplikatzen da, soilik legeak espresuki babestutako egoeretan partizipazio pribilegiatuak sortzeko aukera emanez. Horrela, erantzukizun mugatuko sozietateetan, estatutuen bitartez, legeak aurreikusitako egoeretan soilik izango da posible kapital sozialaren eta eskubide sozialen arteko proportzionaltasun printzipioa haustea. 1995. urteko Legeak 53.4 artikulua bitartez, proportzionaltasun printzipioa urratzeko aukera ematen du, izan ere, artikulua arabera, partizipazio bakoitzari boto bat dagokio, beti ere, estatutu sozialen bidez aurkako xedapen bat jasotzen ez baldin bada. Hala ere, nahiz eta proportzionaltasun printzipioa urratzeko aukera aurreikusi, arauketa doktrinarengandik kritikatu izan zen, arauketaren zorrotasuna dela eta³⁰.

Lege honen bidez, partizipazio sozialei boto eskubide kopuru desberdina emateko aukera aurreikusi zen lehenengo aldiz, izan ere, 1953ko Legeak partizipazio guztiei boto eskubide bera aitortzen zuelako, hauen arteko desberdintasuna debekatuz.

2/2010 Legeak 188.1 artikulua, Erantzukizun Mugatuko Sozietateentzat, Sozietate Anonimoentzat ez bezala, estatutuen bidez “akzio bat, boto bat” premisa hausteko aukera onartzen du, hau da, kapital sozialaren eta boto eskubidearen arteko proportzionaltasun

²⁹ Martín Reyes, M.A., Fernández Ruiz, J.L., (2004). *“Las sociedades personalistas: sociedad colectiva y sociedad comanditaria simple por acciones. La asociación de cuentas en participación”*, *Fundamentos del Derecho Mercantil Tomo I*, 4. Edizioa, Edersa, 24. or.

³⁰ Viguera Revuelta, R., *op.cit.*, 8 or.

printzipioa urratzeko aukera onartzen du, boto bikoitzaren aplikazioaren bitartez. Estatutuen bidez aurreikusi daitekeen pribilegio honek ez du izaera subjektiboa, izan ere, pribilegioa partizipazio sozial jakin bati edo batzuei aplikatzen zaielako eta ez bazkide jakin bati edo batzuei.

Are gehiago, Merkataritzako Erregistroaren Erregelamenduak³¹ 184.2 artikuluan, partizipazio sozialek beraien titularrak diren bazkideei eskubide desberdinak aitortzeko aukera aurreikusten du, horien artean 184.2.1 artikulua boto bat baino gehiago aitortzeko aukera aipatuz.

Boto bikoitzak proportzionaltasun printzipioa hausten duela agerikoa da, baina urraketa hori desberdina izan daiteke, forma eta modua kontuan izanik³². Alde batetik, posible da estatutu sozialen bidez partizipazio sozial jakin batzuei boto bikoitza aitortzea akordio sozial zehatz batzuetarako, esate baterako, administrazio organoko kideen izendapenerako edo kargubatzerako. Bestetik, estatutu sozialek boto bikoitza bazkide jakin batzuei aitortu diezaiekete, baina ez subjektiboki, izan ere, pribilegioa partizipazio sozialari zuzenduta dagoelako eta ez partizipazioaren titularra den bazkideari³³.

Boto bikoitzaren aplikazioa, esan bezala ez da subjektiboa, pribilegioa partizipazio sozialari loturik dagoelako. Alegia, partizipazio sozialaren titularrak partizipazioa transmititzeko erabakia hartzen baldin badu, jabe berriak boto bikoitzaren pribilegioa partizipazio sozialaren titulartasunarekin batera eskuratuko du. Hala eta guztiz ere, erantzukizun mugatuko sozietateek duten kutsu pertsonalista³⁴ dela eta, partizipazioak transmititzeko askatasun absoluturik³⁵ ez dago, tranmisioa estatutu sozialetan araututakoaren arabera egin behar delako eta estatutuetan arauketarik egon ezean, Kapitalezko Sozietateen Legeak bai *inter vivos* eta bai *mortis causa* transmisiorako 107 eta 110 artikuluetan aurreikusitako betekizunak errespetatuz transmititu behar direlako, sozietate anonimoen kasuan ez bezala, transmisiorako askatasun absolutua dagoelarik. Horrela, boto bikoitza duten partizipazioek, partizipazioaz gain pribilegio bat dutenez, baldintza orokorrez gain, erregimen zehatzago bat aurreikusten da estatutu sozialetan partizipazio hauek transmititu ahal izateko³⁶.

³¹ Ikus, 1784/1996 Reglamento del Registro Mercantil.

³² Viguera Revuelta, R., *op.cit.*, 9 or.

³³ Viguera Revuelta, R., *op.cit.*, 9 or.

³⁴ Menéndez, A., Rojo, A., *op.cit.*, 400-402 or.

³⁵ Menéndez, A., Rojo, A., *op.cit.*, 447-448 or.

³⁶ Viguera Revuelta, R., *op.cit.*, 10 or.

Proporzionaltasun printzipioa urratzen duten moduei dagokionez, hainbat eztabaida eta gatazka egon dira. Horien artean aipatzekoak, Erregistro eta Notaritzaren Zuzendaritza Orokorraren (DGRN) 2008ko irailaren 15eko³⁷ eta 2011ko abenduaren 7ko ebazpenak³⁸.

2008ko ebazpenak ezezko jarrera izan zuen estatutu sozialetako klausula baten inskripzioaren inguruan. Klausula horren bidez, Natura de la India S.L sozietateak, bi partizipazio klase bereizi zituen, horietako bati administrazio organoko kide bat izendatzeko eskubidea aitortuz. Ezezko ebazpenarekin uler daiteke DGRN-ak partizipazio sozialen klase desberdinak sortzea debekatzeko duela. Baina erabilitako argudioak kontuan izanik uler daiteke partizipazioen bereizketa egitea onartzen duela eta ezezko ebazpenarekin klausularen erredakzio desegokia santzionatzen duela³⁹. DGRN-k bi argumentu nagusi erabiltzen ditu ebazpenean, batetik, administrazio kideen izendapenaren inguruko arau orokorra urratzen dela klausularen bidez, izan ere, 1995 urteko Legeko 58 artikularen (gaur egungo 2010 Legeko 160.b art) arabera Batzar Nagusiaren eskumena delako. Bestetik, klausularen erredakzio desegokia azpimarratzen du, osatugabea, eta horrek arazo praktikoak eragin ditzakeela, hau da, interpretazio arazoak sor ditzakeela. Horregatik, klausularen inskripzioaren inguruan ezezko jarrera izan zuen DGRNak.

2011ko ebazpenak ere ezezko jarrera izan zuen, estatutu sozialetan inskribatu nahi zen klausula baten inguruan. Ebazpen honetan planteatzen da ea boto eskubidearen inguruko pribilegioa zabaltzeak, gainontzeko bazkideen eskubide indibidualetan eragiten duen ala ez⁴⁰. Sozietateko estatutu sozialetako klausula baten aldaketa ematen da, boto eskubidearen pribilegioa titularraren ondorengoei zabaltzen delarik. Aldaketa legez aurreikusitako moduan adosten da, baina erregistroan inskribatzeko unean erregistratzaileak ezezko jarrera izan zuen, aldaketak gainontzeko bazkideen eskubide indibidualetan eragiten zuela azpimarratuz. DGRN-k ere ezezko jarrera izan zuen eta hori justifikatzeko Kapitaleko Sozietateko 292. artikuluan oinarritu zen. Bertan bazkideen eskubide indibidualei eragiten dien aldaketak posible izan daitezkeen, bazkide jakin horien adostasun espresua behar dela arautzen da. Horregatik, DGRNak klausularen aldaketak bazkideen eskubide indibidualei eragiten diela ulertzen duenez klausularen aldaketa ez inskribatzeko erabakia hartu zuen 2011ko abenduaren 7ko ebazpenaren bidez.

Ikusi dugunez, Erantzukizun Mugatuko Sozietateei dagokionez, arau orokorra "akzio bat- boto bat" da, aldi berean, boto bikoitzaren aplikazioa posible izanik, beti ere, aukera hori estatutu sozialetan aurreikusten baldin bada. DGRNren ebazpenak aztertu ondoren, erregistroaren jarrera zorrotza aipatzekoa da, honek proporzionaltasun printzipioa urratzen

³⁷ BOE-A-2008-16413 Resolución de 15 de septiembre de 2008, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto por Natura de la India, SL, contra la negativa de la registradora mercantil de Madrid a inscribir una disposición . (2008, septiembre 15).

³⁸ BOE-A-2012-758 Resolución de 7 de diciembre de 2011, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto por un notario de Cádiz contra la negativa de la registradora mercantil y de bienes muebles de Cádiz a inscribir ... (2011, Diciembre 7).

³⁹ Ruiz, J., Bayo, C, (2009) Sobre el derecho de una clase de participaciones sociales a nombrar a miembros del órgano de administración (a propósito de la RDGRN de 15 de septiembre de 2008). *Actualidad jurídica Uría Menéndez/ 22-2009*.

⁴⁰ Viguera Revuelta, R., *op.cit.*, 10 or.

duen boto bikoitzaren aplikazioa zailtzen duelarik. Beraz, teorian nahiz eta boto bikoitzaren aplikazioa posible izan, praktikan aplikazioa mugaturik dagoela esan dezakegu.

Sozietate kapitalisten arteko arauketa anitza da eta horren atzean dagoen arrazoia erantzukizun mugatuko sozietateen izaera mixto edo hibridoan aurkitzen da. Izan ere, erantzukizun mugatuko sozietateetan, izaera pertsonalista duten sozietateetako printzipio nahiz ezaugarriak aurkitzen ditugulako, printzipio eta ezaugarri kapitalistekin batera.

2.3.3 Sozietate Anonimoa

1976. urteko Bigarren Direktibari CEE (77/91/CEE)⁴¹ jarraiki, boto eskubidearen eta kapitalaren jabetzaren arteko proportzionaltasun erreala sozietate anonimoen funtsezko printzipioa da.

Modu berean, Kapitalezko Sozietateen Legeko⁴² 188.2 artikulua, proportzionaltasun printzipioa, zuzenean nahiz zeharka, urratzen duten akzioak baliogabetzen ditu. Gainera, proportzionaltasun printzipioa⁴³, Kapitalezko Sozietateko Legeak 28. artikuluan erreferentzia egiten dien printzipio konfiguratzaietako bat denez, bazkideen borondate autonomia mugaturik egongo da zentzu honetan, ezin izango dutelarik printzipio honen aurka doan inongo erabakirik barnebildu estatutu sozialetan.

Hala eta guztiz ere, erregela orokor horri aplikagarri zaion salbuespen bat aurreikusten du ordenamenduak 188.3 artikuluan arautzen dena. Artikulu honek honela dio:

Sozietate anonimoan, estatutuek orokorrean zehaztu ahal izango dute akziodun berak, talde bereko sozietateek edo aurrekoekin itunduta jarduten dutenek gehienez eman dezaketean boto-kopurua, hargatik eragotzi gabe kotizatutako sozietateei 527. artikuluan ezarritakoa aplikatzea.

Honela, legeak bazkide batek eman ditzakeen boto kopurua mugatzeko aukera aurreikusten du, nahiz eta honen bidez, sozietate anonimoetan printzipio orokorra den, kapitalaren eta boto eskubidearen arteko proportziokotasuna urratu. Boto eskubidearen inguruko muga hau lehenengo aldiz 1951 urteko Sozietate Anonimoen Legean aurreikusit zen, gaur egungo KSLan mantentzen delarik.

Doktrinaren aburuz, salbuespen honen onarpenaren arrazoia, gutxiengoaren babesa da, hau da, boto eskubidearen muga, gehiengoaren abusua ekiditeko eta posible den heinean, bazkideen gehiengoaren borondate soziala eratzeko instrumentua da⁴⁴.

⁴¹ DOUE-L-1977-80010 Segunda Directiva del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del ...

⁴² Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

⁴³ Varela Uría, F., *op.cit.*, 70 or.

⁴⁴ Alborch Bataller, C., *op.cit.*, 194 or.

Boto eskubidearen muga, proportzionaltasun printzipioa eta boto bikoitza modu zuzenean elkar erlazionaturik daude⁴⁵. Izan ere, akziodun batek, jabe den akzioei dagozkien baino boto gutxiago emateko aukera izateak, kapitalaren eta botoaren arteko proportzionaltasuna hausten duelako. Doktrina bereizturik azaltzen da supostu honen aurrean.

Autore batzuen aburuz⁴⁶, proportzionaltasun printzipioaren urraketa orok boto bikoitzaren supostura bideratzen du, hau da, boto eskubidearen mugak proportzionaltasun printzipioa urratzen baldin badu, legeak onartutako boto bikoitzaren supostuaren aurrean egongo gara, izan ere, mugarik aplikatzen ez zaien bazkideen botoek, proportzionalki dagokien indarra baino gehiago eskuratzen dutelako. Aitzitik, doktrinaren beste sektore batek⁴⁷ boto eskubidearen muga eta boto bikoitza ez dituzte elkar erlazionatzen. Hauek boto “bikoitza” eta “pribilegiatua⁴⁸” bereizten dituzte. Bi egoeretan agerikoa da, proportzionaltasun printzipioa urratzen dela, baina modu desberdin batean. Posible da boto pribilegiatua aitortzen duten akzioak existitzea, baina hauek aldi berean, balio nominal bereko beste akzioekin alderatuz boto kopuru handiagoa ez aitortzea, izan ere, pribilegioa beste bazkideen boto eskubideari ezarritako gehiengo kopuruari ezarritako mugarengatik lortzen delako. Alegia, boto eskubidea baliatzerako unean beste bazkideekiko egoera hobean aurkituko da, baina hobekuntza hori ez dago boto eskubide gehiago lortzeari loturik, ez baitu boto eskubide gehiago eskuratzen, baina bere boto eskubideak muga jasaten duten bazkideen boto eskubidearekin alderatuz, indar handiagoa izango du. Horregatik, boto eskubidearen mugaren kasua eta boto bikoitzaren kasua berdinak ez direla ulertzen dute.

Azken batean, salbuespen honen bitartez, nahiz eta proportzionaltasun printzipioa urratu, kontuan izan behar dugu KSL-ko 188.3 artikuluko mugak ez dioela akzio jakin bati edo akzio talde jakin bati eragiten, baizik eta akzionistaren gainean erortzen den muga bat dela. Bestela esanda, muga modu subjetoan aplikatzen da, bazkideen ezaugarriak kontuan izanik.

3. Erreformaren arazo eragilea eta aurrekariak

Kapitalezko Sozietateen Legearen 5/2021 Erreformaren inguruan hitz egin aurretik, hau da, erreformak izan duen eragina eta ondorioak aztertzeari ekin aurretik, komenigarria da erreformaren aurrekariak aztertzea. Ondorenez, atal honetan erreformaren eragileak zeintzuk izan diren landuko dugu eta aldi berean, erreformaren bidez zein arazo gainditu nahi den argitu.

⁴⁵ Varela Uría, F., *op.cit.*, 73 or.

⁴⁶Vincent Chuliá, F., (1989) “*El régimen de las acciones en el Proyecto de Ley de reforma*”, QUINTANA CARLO (zuz.), “*El nuevo Derecho de las sociedades de capital*”, Trivium, Madrid, 103 or.

⁴⁷ Tobío Rivas, A. M. (1995) “*Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista (Art. 105 LSA)*”, 1. Edizioa, Editorial Civitas, S. A, 143 eta hurrengoak.

⁴⁸ Boto pribilegiatuaz hitz egiten denean boto eskubidearen inguruko gehiengo kopuruaren mugari egiten dio erreferentzia.

2008ko krisi finantzieroak eta 2011. urteko berrerortzeak⁴⁹, egiturazko hainbat gabezia agerian utzi zituen⁵⁰. Agente ekonomikoen presentzia geroz eta handiagoa zen, akzioen edukitzean eta kudeaketan parte hartze handia izanik. Parte hartze nabarmen horrek epe laburreko interesen aldeko erabakiak hartzea ahalbidetzen zien, soilik epe laburreko etekin ekonomikoak lortzeko interesa zutelarik. Epe laburreko irabaziak lortzeko, kotizatutako sozietateek gehiegizko arriskuak hartzeko joera zuten, produktibitatearen, lehiakortasunaren eta garapen ekonomikoaren beherakada eraginez. Inbertsoreek sozietateko gobernuan eta kudeaketan ez zuten inolako inplikaziorik eta interesik, abstentzio eta botoaren ordezkartza fenomenoak nagusiak izanik.

Krisiaren beherakadak ez zituen epe laburreko estrategien arazoak desagertarazi, aitzitik, hauek mantendu eta okertu egin ziren. Testuinguru honetan, Europako Batzordeak bere kezka adierazi zuen⁵¹ testu batzuen bitartez. Testuen edukiaren oinarritzko ideiak, kotizatutako sozietateetako epe luzeko inbertsioa bultzatzea eta sozietateen gobernu egokiaren politika hobetzeko akzionisten inplikazioa sustatzeko zenbait neurri hartzea ziren. Europako Parlamentuak eta Kontseiluak 2007/36/CE Direktiba aldatzeko erabakia hartu zuten, gabezia horiei erantzuteko helburuarekin. Horrela, 2014ko apirilaren 9an proposamen bat aurkeztu zen, baina doktrinak⁵² zenbait akats azpimarratu zituenez, proposamena baztertua izan zen. Azkenik, 2017ko maiatzaren 17an, 2017/828 Direktiba onartu zen, 2007/36/CE Direktiba aldatzen duena. 2017ko Zuzentarauak kotizatutako sozietateetako bazkideen erregulazio eremua zabaltzen du, akzionisten epe luzeko inplikazioa sustatzen du eta gobernu korporatibo egokia bultzatzen du.

Beraz, arauketa honen bidez kotizatutako sozietateetako bazkideen epe laburreko estragiei aurre egin nahi zaie, horretarako epe luzerako inplikazioa sustatzeko arauketak barnebilduz, bai Europar ordenamenduan eta bai Estatukideen barne ordenamenduetan.

Aurretik aipatu dugunez, epe laburreko estrategiak kotizatutako sozietateentzako kaltegarriak⁵³ dira. Alde batetik, kotizatutako sozietateen garapenean eragin negatiboa duelako epe luzera, izan ere, enpresek beraien esfortzua epe laburreko emaitzak lortzera zuzentzen dutelako, horrela sozietatearen etorkizuna kolokan jarriz. Eta bestetik, estrategia

⁴⁹ Sequeira Martín, A. (2019). *“Presentación. La Directiva (UE) 2017/828, del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017, en el contexto de la evolución del derecho de sociedades”*, *Nuevas tendencias del Derecho europeo y del Derecho español de sociedades*. Publicaciones facultad derecho Universidad Complutense Madrid, 17 or.

⁵⁰ García Roldán, M. (2018). Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 165 or.

⁵¹ Sequeira Martín, A., *op.cit.*, 19 or.

⁵² Latorre Chiner, N. (2020). *La directiva 2017/828 y la regulación de las operaciones vinculadas en Derecho Societario Español. El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, Marcial Pons, 54 or.

⁵³ Suárez de la Iglesia, J., Quintana Poblete, F. (2020). “Aspectos más relevantes de la trasposición de la Directiva (UE) 2017/828, sobre la implicación a largo plazo de los accionistas”, *Revista de Derecho de Mercado Financiero*, 1-2 or.

hauen bidez, soilik akzionisten etekin ekonomikoari ematen zaielako garrantzia, sozietatearen gainontzeko helburuak eta interesak alde batera utziz.

3.1 2007/36/CE Zuzentaraua

Aipatu berri diren gabezia horien aurrean, Europar Batasunak beharrezkoa ikusi zuen akzionisten epe luzerako inplikazioa sustatzeko zenbait neurri hartzea, horretarako 2017/828 Direktiba argitaratuz. Epe luzeko inplikazioaren estrategiari dagokionez, epe laburrekoetan ez bezala, ekonomikoak ez diren helburuak barnebiltzen dira, langileen ongizatea eta ingurumenaren babesa besteak beste.

Helburu horiek lortzeko, 2017/828 Direktibak hurrengo neurri hauek hartu zituen:

1. Sozietateari akzionisten identitatea ezagutzeko eskubidea aitortzen zaie. Kotizatutako sozietateen akzioen titulartasun-kateari⁵⁴ dagokionez, ohikoa da entitateen parte hartzea, zenbatekoa handitzen ari delarik. Honek, epe luzeko inplikazioa oztopatzen du eta aldi berean, bitartekari hauen existentzia dela eta, akzionistak identifikatzea zaila da, ondorioz, baita ere, informazioa transmititzea eta akzioei lotutako eskubide politikoak erabiltzea. Egoera horrelakoa izanik, Direktibak kotizatutako sozietateei akzionisten identitatea ezagutzeko eskubidea aitortzen die, horrela sozietateei akzionistekin modu zuzenean komunikatzeko aukera emanez eta epe luzeko inplikazioa sustatuz.
2. Inbertsore instituzionalen eta aktiboan kudeatzaileen inplikazioa eta gardentasuna. Direktibak “inbertsore instituzionalak” eta “aktiboan kudeatzaileak” definitzen ditu. Lehenengoari dagokionez, bizi aseguru edo berraseguru jarduerak egiten dituzten enpresak eta lan pentsioen fondoak dira. Bigarrenengoei dagokionez, kartera kudeatzeko jarduerak egiten dituzten inbertsio zerbitzuen enpresak; inbertsio funts alternatiboan kudeatzaileak; izaera harmonizatutako inbertsio kolektiboko erakundeen sozietate kudeatzaileak edo SGIIC; eta SGIIC bat izendatu ez duten inbertsio sozietateak dira.

Direktibako kontsiderazioetan aipatzen da⁵⁵, “inbertsio instituzionalak” eta “aktibo kudeatzaileak” maiztasunez akzionista garrantzitsuak izaten direla, baina ez dutela sozietatean inplikatzeko ohiturarik eta inbertsio estrategiei dagokionez ez dituztela beraien intentzioak gardentasunez adierazten. Hori dela eta, gardentasuna eta inplikazioa bultzatzeko zenbait informazio argitaratzeko obligazioa ezarri zaie, zuzentarau honen bitartez.
3. “Say on pay” printzipioa sartzan da administratzaileen ordainsariaren sisteman, hau da, sistemaren gardentasuna eta kontrola indartzen da. Printzipio hau sozietatearen eta administratzaileen interesak bateratzeko barnebiltzen da, administratzaileen

⁵⁴ Garcia Roldan, M., *op.cit.*, 166-167 or.

⁵⁵ Garrigues (2017). Modificación de la Directiva sobre los derechos de los accionistas. *Comentario Gobierno Corporativo*, 2-3 or.

ordainsariaren inguruko eztabaidei dagokionez. Direktibak “say on pay” printzipioa ordainsariaren gardentasuna bermatzeko sortzen duen instrumentua da⁵⁶. Berrikuntza honen bidez, akzionistei ordainsarien inguruan beraien ikuspuntua adierazteko aukera ematen zaie, ordainsarien politiken inguruan boto eskubidea aitortuz. Gainera, bozketa loteslea izango dela jasotzen da, ondorioz, administratzaileek soilik, Batzar Nagusian adostutako politikaren arabera ordainsaria jaso ahal izango dute.

4. Baloreen Merkatuko Legea erreformatzen da, lehen aldiz boto aholkularien (proxy advisors) erregulazioa barnebiltzeko. Boto aholkulariek⁵⁷ azken aldian boto eskubidearen jardueran izan duten eragina dela eta, zuzentarauak beraien jardura gauzatzeko hainbat gardentasun ukan behar aplikatu ditu. Estatukideek, aholkularien jardura jokabide kode bati loturik dagoela bermatu behar dute. Horrez gain, bezeroei beraien jardueren inguruko informazioaren berri eman beharko die, baita ere, edozein interes gatazkaren inguruan, aholkuetan izan dezakeen eragina dela eta. Hortaz, Direktibak neurri hau aurreikusten du aholkularien jardueren gardentasuna bermatzeko eta interes gatazkako egoerak ekiditeko.
5. Loturadun alderdiekin (operaciones vinculadas) egiten diren eragiketen ikuskapena eta gardentasuna hobetzea⁵⁸. Loturazko erlazioa duten alderdiekin egindako eragiketak kalteak eragin diezaiekete bai sozietateari eta bai bertako akzionistei, izan ere, alderdi horiei sozietateari dagokion balioa bereganatzeko aukera eman diezaiekete. Horregatik, Direktibak beharrezkoa ikusi zuen sozietatearen eta loturazko erlazioa ez duten akzionisten interesak babesteko neurriak aplikatzea. Neurri horiek garrantzi handiko eragiketen gardentasunari eta kontrolari ematen diote garrantzia.

Dakigunez, Direktibek⁵⁹ Estatukideetan ez dute berehalako eragin zuzenik, horretarako ezinbestekoa da transposizioa egitea, hau da, beharrezkoa da direktibak jasotzen duen edukia barne arau baten bidez arautzea. 2017/828 (UE) Zuzentarauaren kasuan, Estatukideek 24 hilabateko epea zuten, Direktiba indarrean sartzeko, estatuko ordenamenduan transposizioa egiteko.

3.2 Lege-aurreproiektua

Zuzentarauari jarraiki, transposizioa 2019. urteko uztailean eginik egon beharko luke, baina Espainiako ordenamenduari dagokionez, epez kanpo egin zen. 2019ko irailaren 24ean⁶⁰, Ekonomia eta Gizarte Kontseilura eskakizun bat iritsi zen, Lege-aurreproiektuaren

⁵⁶ Garcia Roldan, M. Ob.cit (pp. 168-170).

⁵⁷ *Ibidem.*, 168 or.

⁵⁸ Garrigues. Ob. cit (pp. 4-5).

⁵⁹ *Ibidem.*, 1 or.

⁶⁰ Consejo Económico y Social, *Sobre el Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de capital, aprobado por el Real.* (2019, Octubre 23).

irizpenaren ingurukoa. Eskakizuna Ekonomia eta Fiskalitateko Lan Batzordera igorri zen, bertan irizpena egin zezaten. Lege-aurreproiektuak, 2017/828 (UE) Direktibaren transposizioa espainiar ordenamenduan egitea du helburu. Aurreproiektuaren bitartez Zuzentzarauan jasotako xedapenak txertatzen dira espainiar ordenamenduan, zehazki aurretiaz aipatutako neurriak, akziodunen identifikazioa, “say on pay” printzipioa, boto aholkulariak (proxy advisors) besteak beste.

Europako araudiaren aurreikuspenetatik⁶¹ eratorzen diren aldaketez gain, arauditik eratorzen ez diren zenbait aldaketa ere kontuan hartu behar dira. Izan ere, egokitzeak jo delako aurreproiektu hau baliatuz beste hobekuntza batzuk sartzea, zuzentzarauan aurreikusten ez direnak⁶².

Lehenik, Kapitalezko Sozietateko Legeko 529bis artikulua aldatzen da. Aldaketaren bidez kotizatutako sozietateen kontseilariak ezinbestean pertsona fisikoak izan behar direla arautzen da, aurretiaz pertsona fisiko zein juridikoak izatea ahalbidetzen zelarik. Honen ondorioz, kotizatutako sozietateak, eskusiboki pertsona fisikoez osatutako Administrazio Kontseilu baten bidez administratuak izan beharko dira.

Bigarrenik, Sozietate Zuzenbidean “leialtasun akzioak” deiturikoak barneratzen dira. Tresna honen bidez kotizatutako sozietateei estatutu sozialen bidez boto bikoitza aurreikusteko aukera ematen zaie. Era honetan, akzioen titulartasuna gutxienez bi urtez, modu etengabea, mantendu duten bazkideei boto eskubide gehigarria aitortzea ahalbidetzen da. Erregimen hau aurretiaz beste estatukide batzuetan aurreikusten zen, Frantzia eta Italia esate baterako. Mekanismo honen bidez, akzionistek beraien inbertsioa epe luzean sozietatean mantentzea lortu nahi da.

Hirugarrenik, Baloreen Merkatuko Legeko 120. artikulua indargabetzen da, honela hiru hileko finantza txostenak egiteko obligazioa ezabatuz eta gainontzeko Europar Batasuneko estatukideekin bat etorritik. Lege bereko zazpigarren xedapen gehigarria ere aldatu egiten da. Aldaketaren bidez salbuespen bat aurreikusten da, gobernu korporatiboaren urteko txostena argitaratzeko betebeharrari dagokionez. Salbuespena aplikatuko zaie, urteroko finantza txostena zabaltzeko obligazioa ez duten balio jaulkitzaileei eta Espainiako estatuta jatorrizko estatutzat ez duten entitateei.

Azkenik, Kapitalezko Sozietateen Legeko zazpigarren xedapen gehigarria ere aldatzen da. Aldaketak, Baloreen Merkatuko Batzorde Nazionalaren ikuskaritzapean dauden baloreen merkatuko antolamendu eta disziplina arauen eguneratzea ekarri du. Eguneratze honen bitartez, Baloreen Merkatuko Batzorde Nazionalaren inbertsioaren ikuskapen eta babes funtzioak egitea errazten da.

⁶¹ *La transposición de la directiva sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, cada vez más cerca.* (2019, July 8). Periscopio Fiscal y Legal.

<https://periscopiofiscalylegal.pwc.es/la-transposicion-de-la-directiva-ue-2017-822-sobre-implicacion-de-los-accionistas-a-largo-plazo-cada-vez-mas-cerca/>

⁶² Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Ley.

2021eko apirilaren 13an, Lege-aurreproiektuak araututakoa 5/2021 Legearen bidez Estatuko Aldizkari Ofizialean argitaratzen da. Lege honen bidez, 1/2010 Kapitalezko Sozietateen Legea erreformatzen da. 5/2021 Legeak aurreproiektuak bezala, 2017/828 Direktiba espainiar ordenamenduan transponitzeko helburua du, kotizatutako sozietateen bazkideen epe luzeko inplikazioari dagokionez.

Labur esanda, 2007ko krisi ekonomikoak kotizatutako sozietateen inguruko hainbat gabezia agerian utzi zituen, horien artean aipagarriena eta nabarmenena bazkideen epe laburreko arrisku gehiegikeria izanik. Testuinguru honetan, nazioarteko erakundeek nahiz Europar Batasuneko estatukideek epe laburreko estrategien arazoan jarri dute fokua. Ondorioz, 2007/36/CE Zuzentaraua aldatzeko erabakia hartu zuten, 2017/828 Zuzentaruaren bidez erreformatuz. Bertan epe laburreko estrategien aurkako neurriak adostu ziren, aldi berean, akzionistentzako erakargarriak diren neurriak arautuz, honela hauen epe luzeko inplikazioa lortu ahal izateko. Espainiar ordenamenduan, Zuzentaraua lehenik 2019. urteko Lege-aurreproiektuaren bidez transponitu zen eta ondoren 5/2021 Legea argitaratu zen, honen bidez 1/2010 Kapitalezko Sozietateen Legea erreformatuz.

Berrikuntza guzti horien artean, "leialtasun akzio" edo "loyalty shares" deituriko tresnari emango zaio garrantzia lan honetan. Instrumentu honek, balio nominal bereko akzioen proportzionaltasun printzipioa urratzen du, izan ere, 5/2021 Legeak baldintza jakin batzuk betetzen dituzten bazkideei boto eskubide gehigarria esleitzeko aukera ematen duelako estatutu sozialeen bidez. Horrela, hurrengo ataletan zehar, leialtasun akzioen azterketan sakonduko gara, baita ere, nazioarte mailako beste estatukide batzuetan duen erregulazioa aztertuz.

4. Zuzenbide konparatua

2007/36 Zuzentaruaren aldaketa prozesuan, 2017/828 Zuzentaruaren "loyalty shares" edo "leialtasun akzioak" txertatzeko aukera planteatu zen. Europar legegileek mekanismo hau, kotizatutako sozietateen funtzionamendua hobetzeko asmoarekin planteatu zuten⁶³. Aurreko atalean 2017ko Zuzentaruak europar ordenamenduan txertatu dituen neurriak aipatu ditugu, eta horien artean ez dira "leialtasun akzioak" aurkitzen.

Hala eta guztiz ere, nahiz eta Europar Batasuneko ordenamenduan "leialtasun akzioak" ez arautu, zenbait estatukideek neurri hau beraien kabuz txertatu dute barne ordenamenduetan. Estatukide horien artean estatu aintzindariak Frantzia eta Italia ditugu, lehenengoak 1933ko azaroaren 13an eta bigarrenak 2014ko ekainaren 24an barnebildu zuten neurri hau.

Espainiar ordenamenduan 2021. urteko apirilaren 12ko 5/2021 Erreformatuak txertatzen du neurri hau Kapitalezko Sozietateen Legean. Baina espainiar ordenamendua aztertu aurretik, Europar Batasuneko beste estatukideek "loyalty shares" neurriaren inguruan duten erregimena aztertuko dugu.

⁶³ Herrero Morant, R. (2019). *Las loyalty shares (acciones de fidelidad). Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas. Caracterización y activismo accionarial*, Marcial Pons, 319-323 or.

4.1 Frantzia: *Loi Florange 2014-384*

Frantziar ordenamenduan leialtasun akzioak 1933 urteko legean aurreikusten dira lehen aldiz⁶⁴, "*réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions*" bezala ezagutzen dena. Azaroak 13ko Lege honek, legeak galdatutako baldintzak betetzen zituzten akzionistek boto bikoitza estatutu sozialen bidez aurreikusteko aukera ematen zien. Lege hau *Loi Florange*-ek aldatu zuen 2014. urtean, horrela leialtasun akzioen neurria erregimen orokor⁶⁵ bezala txertatuz. Hau da, aldaketaren bidez kotizatutako sozietateetan boto bikoitzaren mekanismoa modu orokorrean aplikatzen da, beti ere, akzionisten bi herenen aurkako akordiorik jasotzen ez baldin bada estatutu sozialetan. Horrela, boto bikoitza erregimen orokor bilakatzean, proportzionaltasun printzipioa xedapen eremura baztertzen da⁶⁶. Erregimen orokorra izateaz gain, *Loi Florange*ek izaera automatikoa⁶⁷ aitortzen die leialtasun akzioei, honela, bi urtez, modu etengabea, akzioak sozietatean mantendu dituzten akzionistek, automatikoki boto bikoitza aitortzen zaie, beti ere, estatutuetan aurkako akordiorik jasotzen ez baldin bada. Modu honetan, leialtasun akzioen aplikazio sistema *opt-in* izatetik *opt-out*⁶⁸ izatera pasatzen da. Bestela esanda, hasierako araudietan boto bikoitza aplikatu ahal izateko ezinbestekoa zen aukera hori estatutu sozialetan jasotzea (*opt-in*), baina gaur egungo araudian, leialtasun akzioen aplikazioa posible izango da, beti ere, estatutu sozialetan boto bikoitzaren aurkako akordiorik jasotzen ez baldin bada (*opt-out*).

2014ko aldaketaren ondoren, aurretiaz estatutu sozialen bidez, leialtasun akzioak aurreikusten zituzten kotizatutako sozietateetan ez da inongo aldaketarik egitea galdatzen hauen aplikaziorako. Egoera guztiz desberdina da estatutuetan neurri hau aurreikusten ez zuten sozietateetan. Nahiz eta aldaketaren ondoren, leialtasun akzioen aplikazioa automatikoa izan, neurria aurretiaz aurreikusten ez zuten sozietateetan, leialtasun akzioak aplikatzeko ezinbestekoa da Batzar Orokorrean akordio batera iristea, legean aurreikusten den *quoruma* errespetatuz.

Loi Florangeren oinarrian Gallois Informeak aurkitzen dugu, honek enpresen lehiakortasuna bultzatzea zuen helburu⁶⁹. Helburu hori lortzeko akzionisten epe laburreko estrategiekin amaitzea eta aldi berean, epe luzeko inplikazioa sustatzea beharrezkoa zen, eta horretarako frantziar ordenamenduak leialtasun akzioen neurria aplikatu zuen.

⁶⁴ Sordo Iribarren, D. (2021). *Las acciones de lealtad (Trabajo de Fin de Grado, Universidad de Valladolid)*, 49 or.

⁶⁵ Fernandez-Chillon García-Moreno, R. (2020). *Las loyalty shares en las sociedades cotizadas españolas (Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia Comillas)*, 28 or.

⁶⁶ Núñez-Lagos Torralba, J. (2020). *Las acciones de lealtad: funcionalidad y régimen jurídico (Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia Comillas)*, 44 or.

⁶⁷ Méndez Recio, M. (2017). *Las acciones de lealtad y su cabida en el derecho de sociedades español (Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia Comillas)*, 20 or.

⁶⁸ Rodríguez Casal, C., Loza Corera, M. (2002). "Protección de la privacidad: aproximación al opt-in/opt-out", *Revista de contratación electrónica, número 23*, 13-28 or.

⁶⁹ Sordo Iribarren, D. Ob.cit (p. 49).

Boto bikoitzeko akzioak ez dute akzio klase bat osatzen⁷⁰. Akzio klase batez hitz egiteko beharrezkoa da eskubide eta obligazioak tituluari loturik egotea⁷¹. Leialtasun akzioen kasuan, izaera subjektiboa⁷² dutenez, ez da posible kategoriatan baten inguruan hitz egitea, kasu honetan eskubide eta obligazioak ez baitaude tituluari loturik, baizik eta pertsonari loturik daudelako. Gainera, eskubidea guztiz subjektiboa denez, ezin daiteke transmititu, izan ere, akzioaren titularrari loturik dagoelako. Bestela esanda, boto bikoitza desagertu egingo da akzioa transmititzean, eskubidea bazkidearen leialtasunari loturik dagoelako, eta transmisioarekin leialtasun hori galtzen delako. Nahiz eta modu orokorrean akzioaren transmisioarekin boto bikoitzaren eskubidea desagertu, legeak 225-124 artikuluan salbuespen bat aurreikusten du. Salbuespen hori dohainezko transmisioetan aplikatzen da eta modu honetan, eskubidea ezabatu ordeztatu egiten da⁷³.

Arestian aipatu bezala, bazkideek boto eskubide bikoitza eduki ahal izateko beharrezkoa da neurri horren aurkako akordiorik ez jasotzea estatutu sozialetan. Horrez gain, boto eskubidea denborazko elementu bati loturik dago, hau da, bazkideek kotizatutako sozietateetako akzioak gutxienez, modu etengabean, bi urtez eduki behar dituzte boto eskubide bikoitza baliatu ahal izateko. *Loi Florangek* boto bikoitzaren eskubidea legea indarrean sartzen denetik aurrera baliatzeko aukera aurreikusten du. Horrela, boto bikoitzaren eskubidea izateko denboraren zenbaketa legea argitaratu eta bi urtetara atzeratu zen. Erabaki hau doktrina frantserarengatik kritikatu izan da, berehalako aplikazioa egokiagoa dela ulertzen dutelako eta arauaren xedearekin koherenteagoa dela iruditzen zaielako⁷⁴.

2014. urtean *Loi Florangek* 225-123 artikulua erredakzio berria txertatu zuen eta honek zalantza ugari sortu ditu boto bikoitzaren eskubidea baliatzeko galdatu daitekeen gehiengo epeari dagokionez. Doktrinaren gehiengoak, gehiengo muga bi urteko epean kokatzen du, alegia, hauen aburuz ez da posible eskubidearen erabilera bi urte baino gehiagoko mugara baldintzatzea. Argumentuaren oinarria “gutxienez” hitza erredakzio berriarekin ezabatu izana da⁷⁵.

Azkenik, leialtasun akzioen frantziako erregimena hainbat arrazoiengatik kritikatu izan da⁷⁶. Leialtasun akzioak gehiegizko babesa ematen duten instrumentuak direlako, gutxiengo bazkideentzako ez duelako inolako onurarik suposatzen eta boto bikoitzaren eskubidea baliatzeko erregistro tramiteak oztopo bat direlako. Baina hala eta guztiz ere,

⁷⁰ Núñez-Lagos Torralba, J., *op.cit.*, 44 or.

⁷¹ Fernandez Torres, I., *op.cit.*, 76 or.

⁷² Sordo Iribarren, D., *op.cit.*, 50 or.

⁷³ Fernandez Torres, I., *op.cit.*, 77 or.

⁷⁴ Fernandez Torres, I., *op.cit.*, 78 or.

⁷⁵ Núñez-Lagos Torralba, J., *op.cit.*, 45 or.

⁷⁶ Méndez Recio, M., *op.cit.*, 22 or.

kotizatutako sozietate askok leialtasun akzioen aukera aurreikusten dute sozietateko estatutu sozialetan.

4.2 Italia: *El voto maggiorato*

Voto maggioratoa onartu arte, boto eskubidearen inguruko printzipio nagusia proportzionaltasunarena zen, boto bikoitzaren aplikazioa debekaturik zegoelarik. Proportzionaltasun printzipioa urratzea posible zen soilik akzionistari akzioari zegokion boto eskubidearen proportzioa baino gutxiago aitortzeko, baina ez zegokion boto eskubidea baino gehiago aitortzeko. Hots, boto eskubide mugatuko eta boto eskubiderik gabeko akzioak aitortzea onartzen zen, baina ez boto bikoitzeko edo boto pribilegiatuko akzioak⁷⁷.

2014ko ekainaren 24an Italiar Gobernuak *Decreto legge 91* onartu zuen, *Decreto competitivité* bezala ezagututako araudia, hain zuzen ere. Erreformaren helburu nagusia, enpresa ertain zein txikien burtsarako irteera sustatzea zen. Dekretu honen bidez bi erreforma nagusi egin ziren, bata kotizatu gabeko (itxitako) sozietateen ingurukoa eta bestea kotizatutako (irekitako) sozietateen ingurukoa⁷⁸.

Kotizatu gabeko sozietateei dagokionez, Italiako Kode Zibileko 2351. artikulua aldatzen da. Aldaketak proportzionaltasun printzipioaren urraketa ekartzen du, boto bikoitzeko akzioak onartzen direlako. Modu honetan, kotizatu gabeko sozietateek boto eskubide bat baino gehiago aitortzen duten akzioak igortzeko aukera dute, baina gehiengo hiru botoko muga errespetatuz. Gainera, boto bikoitza mugatzeko aukera ere aurreikusten du⁷⁹, honela posible da izaera orokorreko nahiz mugatuko boto bikoitzeko akzioak aitortzea. Azkenekoei dagokionez, boto bikoitzaren egikaritza baldintzaturik egongo da, esate baterako, soilik erabaki jakin batzuk hartzeko aitortzea edo egikaritza ukanbehar batzuei lotzea posible da.

Italiar sozietateak gehienbat izaera familiarreko enpresa txiki eta ertainek osatzen dute, horrenbestez, italiar gobernuak neurri hau txertatzeko erabakia hartzen du enpresa hauek kanpoko finantziarioa lor dezaten eta aldi berean, fundatzaileek enpresako kontrola mantendu dezaten⁸⁰.

Aldiz, kotizatutako sozietateei dagokionez, boto bikoitzaren aplikazioaren debekua mantentzen da, TUF-ko 127 sexties artikuluan. Baina era berean, *Decreto competitivité* estatutu bidez "leailtasun akzioak" aurreikusteko aukera aitortzen du Finantza Legeko (TUF) 127 quinquies artikuluan.

⁷⁷ Fernandez Torres, I., *op.cit.*, 80-81 or.

⁷⁸ Gandia Perez, E. (2016). 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 2016*, núm 65, 175 or.

⁷⁹ Fernandez Torres, I., *op.cit.*, 82 or.

⁸⁰ Fernandez-Chillon García-Moreno, R., *op.cit.*, 30 or.

Italiar legegileek sozietateen ordenamenduan “leialtasun akzioak” txertatzean, ordurarte boto eskubidearen banaketa egiteko nagusitzen zen proportzionaltasun printzipioa hausten dute, izan ere, 2003. urteko erreforman aurreikusten den debekua urratzen delako, hau da, akzio bakoitzari dagokion proportziorako boto eskubidea baino gehiago aitortzeko aukera onartzen delako. Gainera, neurri honen bitartez, sozietatearekiko leialtasuna erakutsi duten akzionistak saritzen dira, alegia, sozietatean akzioak, bi urtez, modu etengabean mantentzen dituzten bazkideak saritzen dira, sozietatearekiko erakutsi duten leialtasuna dela eta.

Bi instrumentuek, alegia, boto bikoitzak eta leialtasun akzioak funtzio desberdinak dituzte⁸¹. Boto bikoitzak aurretiaz aipatu dugun bezala, itxitako sozietateetako kotizazioa sustatzea eta fundatzaileek, gutxiengo partizipazioarekin, sozietateko kontrola mantentzea bilatzen du. Leialtasun akzioek, berriz, sozietatearen kudeaketa egokia eta akzionisten epe luzeko inplikazioa bilatzen dute. Horrez gain, boto bikoitzeko akzioek kategoría berri bat osatzen dute⁸². Leialtasun akzioak, aitzitik, ez dute klase berri bat osatzen⁸³ baizik eta “boto indartuaren” pribilegioa aitortzen die estatutu sozialetan aurreikusten den denboran akzioak mantentzen dituzten titularrei⁸⁴. Zehazki, “boto indartua” boto eskubidearen banaketa eraldatzen duen estatutuzko klausula bat da. Hori dela eta, doktrinaren aburuz tresna berri honen bidez TFUko 127 sexties artikuluan jasotzen den boto bikoitzaren debekua ez da urratzen. Are gehiago, boto eskubideari atxikitako pribilegioa akzioaren titularrari loturik dagoenez, akzioa hirugarren bati transmititzean pribilegioa desagertu egiten da, hau da, titular berriak soilik akzioaren titulartasuna jasoko du baina boto eskubidearen inguruko pribilegiorik gabe. Baina, beste zenbait kasutan, oinordetzan, fusioan eta eszizioan egoera ez da berdina, kasu hauetan titular berriak boto eskubidearen gaineko pribilegioa eskuratuko du akzioaren titulartasunarekin batera⁸⁵.

Italiako araudia izan da espainiar gobernuaren inspirazioa leialtasun akzioei dagokionez, hau da, kotizatutako sozietateen araudian mekanismo hau txertatzeko italiar araudia hartu du eredutzat.

4.3 Beste estatukide batzuk

Hasieran aipatu dugun bezala, leialtasun akzioen aplikazioan Frantzia eta Italia estatu aintzindariak izan dira, baina ez dira instrumentu hau barne ordenamenduan txertatu duten estatu bakarrak. Denborarekin beste zenbait estatukideek Frantziaren eta Italiaren eredia jarraitu dute, horien artean, Belgika eta Herbehereak aurkitzen direlarik.

⁸¹ Gandia Perez, E., *op.cit.*, 176 or.

⁸² *Ibidem.*, 181 or.

⁸³ *Ibidem.*, 188 or. .

⁸⁴ Fernandez Torres, I., *op.cit.*, 84 or.

⁸⁵ Méndez Recio, M., *op.cit.*, 15 or.

4.3.1 Belgika

Belgikari dagokionez⁸⁶, oraindik ere “akzio bat, boto bat” premisa kotizatutako sozietateetan lehenesten den araudia da. Baina 2019. urteko maiatzaren 1ean Belgikako Sozietateen eta Asoziazioen Kode berria indarrean sartu zen eta 7:53 artikuluan, proportzionaltasun printzipiotik urruntzeko aukera ematen du, estatutu sozialen bidez leialak izan diren akzionistei leialtasun akzioak aitortuz.

Belgikak Frantziar estatuko araudia izan du erreferentzia moduan. Horrela, frantzian bezala leialtasun akzioak aitortzeko baldintza batzuk betetzea galdatzen da: gutxienez, modu etengabean, bi urtez akzioak titular berdinen izenean erregistraturik izatea eta leialtasun akzioak aurretiaz estatutu sozialetan aurreikustea, izan ere, lehenesten den araudia proportzionaltasunarena delako.

4.3.2 Herbehereak

Herbehereei dagokionez⁸⁷, leialtasun akzioen aplikazioa ere ematen da. Holandako Merkataritza Kodeak (oraindik) ez du leialtasun akzioen inguruko erregulazio zehatzik jaso. Horren ordez, Holandako Gorte Gorenak kasuz kasu aztertzen du ea boto eskubidearen banaketan proportzionaltasun froga gainditzen duen, modu honetan akzionisten arteko berdintasun printzipioa urratuz.

Honela, ikus dezakegu leialtasun akzioak estatutuetan txertatzeko aukera ez dagoela legez arauturik, baina aldi berean ezta ez dago legez debekaturik⁸⁸. Hori dela eta, herbehereetako kotizatutako sozietate ugari beraien estatutu sozialetan leialtasun akzioen aplikazioa aukera bezala txertatzen dute.

5. 5/2021 Erreformaren berrikuntzak

2021. urteko apirilaren 13an Estatuko Aldizkari Ofizialean 5/2021 Legea argitaratu zen, 1/2010 Kapitalezko Sozietateen Legea eta beste hainbat arau finantziario erreformatzen dituen. 5/2021 Legearen bidez 2017/828 Zuzentarauaren transposizioa egiten da, kotizatutako sozietateen akzionisten epe luzeko inplikazioaren ingurukoa. Baina transposizioaz gain, beste berrikuntza batzuk txertatzen ditu, Kapitalezko Sozietateen Legean, Baloreen Merkatuko Legean, Inbertsio Kolektiboko Institutuzien 35/2003 Legean etab...

5/2021 Legeak gehienbat kotizatutako sozietateen inguruko xedapenak jasotzen ditu. Erreformaren helburu nagusiak kotizatutako sozietateko akzionisten parte hartze handiagoa

⁸⁶ Dubois, Arnaud. Introduction of Loyalty Shares in the Belgian listed companies, a real game changer?. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, 2019. Prom. : Cerrada Cristia, Karine. <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:20981> 24-25 or.

⁸⁷ Dubois, Arnaud., *op.cit.*, 29-30 or.

⁸⁸ Herrero Morant, R., *op.cit.*, 321 or.

sustatzea eta enpresaren bideragarritasuna bultzatzea dira, izan ere, epe laburreko estrategiek sozietateen garapenerako eragin negatiboa dutelako.

Lan honetan, berrikuntza horien artean, "leialtasun akzioei", hau da, akzionisten leialtasuna dela eta aitortzen den boto bikoitzeko akzioei emango diogu garrantzia. 5/2021 Legeak lehen aldiz, boto bikoitzaren aplikazioa ahalbidetzen du, balio nominal bereko "akzio bat, boto bat" premisa hautsiz, alegia, proportzionaltasun printzipioa urratuz.

5.1 Leialtasun akzioak

5.1.1 Izaera juridikoa

Leialtasun akzioen inguruan hitz egitean, garrantzitsua da boto bikoitzeko akzioen eta leialtasun akzioen arteko bereizketa egitea.

Boto bikoitzeko akzioek eta leialtasun akzioek zenbait ezaugarri komunean dituzte, baina aldi berean, hauen artean desberdintasun batzuk ere badaude, helburua eta izaera juridikoa, besteak beste. Komunean dituzten ezaugarrien artean bi bereizi ditzakegu, alde batetik, pribilegioaren aitorpena eta bestetik, proportzionaltasun printzipioaren urraketa. Bi ezaugarri hauek elkar loturik doaz, hau da, erlazionaturik daude, izan ere, pribilegioa aitortzeak proportzionaltasun printzipioa haustea dakarrelako.

Pribilegioari dagokionez, boto bikoitzaren inguruan hitz egiten da. Honela, bere izenak esaten duen bezala, boto bikoitzeko akzioek beraien titularrei boto bikoitzaren pribilegioa aitortzen die⁸⁹. Gauza bera gertatzen da leialtasun akzioekin, hauek ere baldintza edo ukanbehar jakin batzuk betetzen dituzten akzionistei, beraien jabetzapean dituzten akzio bikoitzeko boto bikoitzaren eskubidea errekonozitzen die.

Boto bikoitza errekonozitzean, bi kasuetan, balio nominalaren eta boto eskubidearen arteko proportzionaltasuna hausten da, izan ere, balio nominalaren arabera dagokion boto eskubidea baino proportzio handiagoa aitortzen zaiolako pribilegioaren bitartez. Honela, botere-jabetza ekuazioaren⁹⁰ indargabetzea eragiten du, izan ere, bazkideek sozietateko kapital sozialean egindako ekarpenari dagokion baino boto eskubide gehiago aitortzen zaielako boto bikoitzaren eskubidea duten akzionistei. Modu honetan, akzionisten arteko desberdintasuna sortzen da⁹¹, pribilegio honek Batzar Nagusietan hartzen diren akordioetan izan dezaketen influentzian edo boterean eragin zuzena duelako.

Ezaugarri komunez gain, desberdintasun nabarmenak dituzte pribilegio bera aitortzen duten mekanismoek. Proportzionaltasuna, sozietateen boto banaketaren inguruko erregimenean oinarritzko printzipioa da, eta pribilegioarekin hau urratu egiten da. Bi instrumentuen arteko desberdintasunetako bat arrazoian datza. Bestela esanda, printzipioa

⁸⁹ Alborch Bataller, C., *op.cit.*, 202-203 or.

⁹⁰ Alborch Bataller, C., *op.cit.*, 203 or.

⁹¹ *Ibidem.*, 213 or.

errespetatzen ez duten mekanismoen aplikazioa ahalbidetzeko arrazoiak dira bi mekanismoak bereizteko ezaugarrietako bat. Sozietateko zuzendaritza, Batzar Nagusian gehiengoa lortzeko kapital nahikorik ez duen akzionista bati edo akzionista talde bati, aitortzeko mekanismoa da boto bikoitzeko akzioa, honela printzipioz sozietateko zuzendaritza edukitzeko gaitasunik ez duten akzionistek, gaitasun hori eskuratzen dute⁹². Leialtasun akzioak, berriz, kotizatutako sozietateen testuinguruan nagusiak diren epe laburreko estrategiei aurre egiteko aplikatzen dira⁹³, estrategia hauek enpresaren bideragarritasunean eragin negatiboa dutela ulertzen delako.

Helburuari dagokionez, boto bikoitzeko akzioen bidez sozietateko zuzendaritza akzionista bati edo akzionista talde bati esleitzeko xedearekin aitortzen dira, izan ere, hauek direlako sozietatearen funtzionamenduz interesatzen diren bakarrak, funtsean, administratzaileak eta fundatzaileak. Hori dela eta, boto bikoitzeko akzioak “aginte akzio”⁹⁴ bezala ere ezagutzen dira. Leialtasun akzioei dagokionez, hauen aplikazioa xede jakin bati zuzenduta dago, epe luzeko inbertsioa eta akzionisten inplikazioa sustatzea, beti sozietatearen interes gorena bilatuz.

Boto bikoitzeko akzioei dagokionez, kontuan izan behar dugu espainiar ordenamenduan hauek ez direla onartzen, izan ere, KSL-ko 188.2 artikulua sozietate anonimoetan boto eskubidearen eta akzioaren balio nominalaren arteko proportzionaltasun printzipioa, zuzenean nahiz zeharka, urratzen duten akzioak sortzea debekatzen duelako, akzio hauek baliogabetuz. Arau orokor honen salbuespen bakarra, “leialtasun akzioak” dira, hauek soilik kotizatutako sozietateetan, baldintza jakin batzuk betetzen dituzten bazkideei aplikatu daitezkeelarik.

Izaera juridikoari dagokionez, leialtasun akzioek, boto bikoitzeko akzioek ez bezala, ez dute akzio kategorია berri bat osatzen, hauek akzio arruntak izanten jarraitzen dute, baina pribilegio batekin⁹⁵. Bien arteko desberdintasuna beraien izaeran aurkitu dezakegu, bata objektiboa eta bestea subjektiboa izanik⁹⁶. Boto bikoitzeko akzioen kasuan, akzioak berak aitortzen du boto bikoitzaren pribilegioa, ondorioz, akzio klase berezi bat sortzen dute akzio hauek. Aitzitik, leialtasun akzioen kasuan, pribilegioa akzioaren titularrari loturik doa, legeak edo estatutu sozialek aurreikusten duten periodo jakin batez leiala izan den akzionistari hain zuzen ere. Horrela, eskubidea subjektiboki aitortzen denez, ez da posible akzio kategoría berri batez hitz egitea.

Labur esanda, leialtasun akzioak, modu subjektibo batean beraien titularrei boto bikoitzaren pribilegioa aitortzen dien mekanismoa da. Sozietateko kontrola indartzeko

⁹² *Ibidem.*, 202 or.

⁹³ Fernandez Torres, I. (2021). El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* núm 161/2021. Editorial Aranzadi S.A.U, 2 or.

⁹⁴ Alborch Bataller, C., *op.cit.*, 202 or.

⁹⁵ Fernandez Torres, I. (2021). El voto adicional por lealtad..., *op.cit.*, 11 or.

⁹⁶ Gandia Perez, E., *op.cit.*, 188-189 or.

mekanismoa da⁹⁷, leialak izan diren akzionistei boto eskubide berezia edo indartua aitortzen dielarik. Adierazi dugun bezala, instrumentu honek sozietateen erregimenean oinarritzeko den proportzionaltasun printzipioarekin hausten du, helburu jakin batekin. Helburu hau, sozietatearekiko leialtasuna adierazi duten akzionisten pisu politikoa indartzea da, horrela epe luzeko inplikazioa eta inbertsioa akzionistentzako erakargarri eginez.

5.1.2 Funtzionaltasuna eta eraentza juridikoa

Leialtasun akzioen inguruan indarrean dauden erregimen juridikoek hauen aplikaziorako bi bide aurreikusten dituzte: *opt-in* eta *opt-out*. *Opt-out* bidea, Frantziar nagusitzen den bidea da, *Loi Florange* 2014. urtean indarrean sartu zenetik. Kasu honetan, leialtasun akzioak modu orokorrean aplikagarri dira, salbu sozietateko estatutu sozialetan mekanismoaren aplikazioaren aurkako gehiengo akordiorik baldin badago. *Opt-in* bidea, berriz, Italian aplikatzen dena da, eta erregimen honen arabera, leialtasun akzioak sozietate batean aplikagarri izan daitezten ezinbestekoa da aukera hori sozietateko estatutu sozialetan aurreikustea.

Zuzenbide konparatuko atalean aipatu dugunez, Espainiako sozietateen ordenamenduak leialtasun akzioen aplikaziorako Italiako erregimena hartu du erreferentzia gisa. Beraz, Espainiako kotizatutako sozietateek leialtasun akzioak aplikatu ahal izateko *opt-in* bidea jarraitu beharko dute.

5/2021 Erreforma 1/2010 Kapitalezko Sozietateen Legea aldatzen du. Aldaketa horrek “leialtasun akzioen” azpiatala txertatzen du XIV Tituluko, VI Kapituluko, 3. Sekzioan. Berrikuntza hau 527 ter eta 527 undecies artikuluko bitarte arautzen da.

5.1.2.1 Estatutu bidezko “leialtasun akzioen” aurreikuspena (KSL 527 ter)

Espainiar ordenamenduan, leialtasun akzioen erregimena *opt-in* bezala ezagutzen da, ezinbestekoa izanik estatutu bidezko aurreikuspena hauen aplikaziorako (527 ter artikulua).

527 ter artikulua Lege bereko 96 eta 188.2 artikuluetako araudiaren salbuespena aurreikusten du. Modu honetan, kotizatutako sozietateetan posible izango da “akzio bat, boto bat” premisa haustea. Proportzionaltasun printzipioaren urraketa ez da automatikoa⁹⁸ Frantziako erregimenean bezala, leialtasun akzioek aginduzko izaera izan beharrean hautazko izaera⁹⁹ dutelako. Hortaz, kotizatutako sozietateek ea leialtasun akzioak aplikatu nahi dituzten aukeratu dezakete eta aldeko jarrera izanez gero, 527 ter artikuluari jarraiki, leialtasun akzioak aplikatzeko aukera ezinbestean estatutu sozialetan aurreikusi beharko dute. Legearen arabera, boto bikoitzaren pribilegioa izateko beharrezkoa da akzioaren titularrak titularitatea bi urtez, modu etengabean mantentzea. Denborazko elementuari

⁹⁷ Fernandez Torres, I. (2021). El voto adicional por lealtad..., *op.cit.*, 5 or.

⁹⁸ Villacorta Hernández, M. Á. (2022). “Regulación de las acciones de lealtad en la Ley 5/2021. Motivaciones, ventajas, desventajas y utilidades futuras”, *Revista CEFLegal*, 254, 57 or.

⁹⁹ Núñez-Lagos Torralba, J., *op.cit.*, 59 or.

dagokionez, legeak, 527 ter. 2 artikuluan aukera ematen du estatutuen bidez gutxieneko denboraldia zabaltzeko, baina ez gutxitzeko.

Legeak argi adierazten duenez, akzionistek sozietatearekiko izan duten leialtasuna dela eta boto bikoitza aitortzen zaie. Boto bikoitza, akzio bakoitzari, duen balio nominala kontuan izanik, dagokion boto eskubidearen bikoitza bezala ulertu behar da¹⁰⁰. Kasu honetan, espainiar ordenamenduak ez du italiar eredu jarraitzen, aitzitik, fratziar ordenamenduaren berdina da. Boto bikoitza, zentzu hertsian ulertu behar da, hau da, akzio bakoitzari, dagokion balio nominalaren arabera boto eskubidearen bikoitza aitortuko zaio. Izan ere, dakigunez sozietateetan posible da balio nominal desberdineko akzioak jaulkitzea, hauek boto eskubide desberdinak aitortzen dituztelarik. Italiaren kasuan¹⁰¹, akzio bakoitzaren titularrari, akzioari dagokion boto eskubidea aukeratzeko ahalmena ematen zaie, horrela akzio bakoitzeko boto bat edo bi izatea aukeratu ahal izango dute.

Gainera, 527.ter. 4 artikuluan Legeak azaltzen du, leialtasun akzioek ez dutela akzio kategoria berri bat sortzen, alegia, akzio arruntak izaten jarraitzen dute. Baina akzio hauen titularrek, legeak aurreikusitako denborazko baldintzak betetzen dituzten kasuetan, boto eskubidearen inguruko eskubide pribilegiatu bat izango dute, boto bikoitza hain zuzen ere.

Kontuan izan behar dugu, "leialtasun akzioen" estatutu bidezko aurreikuspena ez dela sozietateetan modu orokorrean aplikagarri. 5/2021 Erreforma soilik kotizatutako sozietateei eragiten die, hau da, beraien akzioak araututako merkatu batean negoziatzeko onartuta dituzten sozietate anonimoei eragiten die soilik. Horrenbestez, kotizatu gabeko sozietateek ez dute estatutu sozialen bidez "leialtasun akzioak" aurreikusteko aukerarik izango.

5.1.2.2 Onarpenerako eta iraungipenerako gehiengo galdagarriak (KSL 527 quarter eta sexties)

Leialtasun akzioak estatutu sozialetan aurreikusteko, legeak galdatutako *quorum* eta botoen gehiengoak errespetatzen dituen akordio bat egon behar da. Leialtasun akzioen mekanismoaren onarpenerako legeak aurreikusitako ukanbeharrak bereziki zorrotzak dira, izan ere, hauen helburua gutxiengo akzionistak babestea delako.

Kapitalezko Sozietateen Legeak 527 quarter artikulua bidez gehiengo erregimena indartzen du (baina ez asistentziaren *quoruma*). Artikulu honen erredakzioa ez da argia, aitzitik, konplexua da. Artikuluak ez du lehenengo eta bigarren deialdien arteko bereizketa egiten¹⁰². Honela, interpreta daiteke¹⁰³, lehenengo deialdirako kapitalaren %50 edo gehiago ordezkatzeko akzionistak agertzen badira Batzar Nagusira, %60eko aldeko botoak izatea galdatzen dela. Bigarren deialdirako, berriz, kapitalaren %25 edo

¹⁰⁰ Fernandez Torres, I. (2021). El voto adicional por lealtad..., *op.cit.*, 8 or.

¹⁰¹ Villacorta Hernández, M. Á., *op.cit.*, 57 or.

¹⁰² *Ibidem.*, 58 or.

¹⁰³ Fernandez Torres, I. (2021). El voto adicional por lealtad..., *op.cit.*, 21 or.

gehiago ordezkutzen duten akzionistak azaltzen badira, %75eko aldeko botoa izatea beharrezkoa izango da. Italiako ordenamenduan arauketa desberdina da, modu orokorrean 2/3eko gehiengoa galdatzen duelako, kotizatutako sozietateek ez ohiko batzarretan hartzen dituzten akordio guztietarako.

Aipatu dugunez, gehiengoaren zorrozatasuna xede batekin aplikatzen da, gutxiengo akzionisten babeserako hain zuzen ere. Baina, legegileak ez duenez asistentziaren *quoruma* indartu gutxiengo akzionistak babesgabezia egoeran daudela uler daiteke, kotizatutako sozietateetan bigarren deialdiko *quoruma* heldzea bereziki erraza delako¹⁰⁴. Hala eta guztiz ere, 527 quarter artikulua, bigarren puntuan, estatutu bidez akordioak hartzeko galdatu daitezkeen *quorum* eta gehiengoak handitzeko aukera ematen du, horrela gutxiengo akzionisten eskubideak bermatu ahal izateko.

Akzionistek leialtasun akzioak aplikatzeko erabakia hartzen duten bezala, edozein momentutan mekanismoa iraungitzeko erabakia hartu dezakete. Leialtasun akzioen mekanismoa ezabatzeko legeak aurreikusten dituen *quorum* eta botoen gehiengoak ez dira onarpenaren kasuan bezalako zorrotzak. *Quorum* eta botoen gehiengoei dagokionez, 527 sexties artikulua lege bereko 201.2 artikulura igorpena egiten du. Artikulu honen arabera, leialtasun akzioak ezabatzeko kapitalaren %50 edo gehiago ordezkutzen duten akzionistak agertzen badira Batzar Nagusira gehiengo absolutua galdatzen da eta bigarren deialdian kapitalaren %25 edo gehiago (baina %50 baino gutxiago) ordezkutzen duten akzionistak azaltzen baldin badira, 2/3eko aldeko botoa galdatzen da.

Leialtasun akzioak aplikatzeko erabakia hartu zenetik hamar urte igaro badira, iraungipenerako ez dira boto bikoitzeko eskubideak haintzat hartuko *quoruma* eta botoen gehiengoen zenbaketan. Gainera, akordioa lortzen denetik bost urtetara ezinbestekoa izango da 527 quarter artikuluan aurreikusten diren baldintzetan, leialtasun akzioen estatutu bidezko aurreikuspena berritzea.

Onarpenaren kasuan, 527 quarter artikuluko bigarren puntuan, estatutu bidez *quoruma* eta botoen gehiengoa indartzeko aukera ematen da, baina iraungipenaren kasuan ez da horrelakorik ematen, adituen ustekaberako¹⁰⁵.

5.1.2.3 Leialtasun botoaren zenbaketa (KSL 527 quinquies)

Leialtasun akzioek aitortzen dituzten boto bikoitzen zenbaketari dagokionez, 527 quinquies artikuluari jarraiki, akzionisten batzarreko *quoruma* eta akordioak hartzeko galdatzen diren botoen gehiengoa zenbartzeko leialtasun botoak kontuan izango dira, salbu estatutu sozialetan aurkako xedapenik jasotzen baldin bada. Gainera, leialtasun botoak aurreikusten dituzten kotizatutako sozietateetan, lege bereko 193 eta 194 artikuluetan Batzar Nagusia eratzeko galdatzen den *quoruma* kalkulatzeko, boto eskubide guztiak aintzat hartuko dira, boto bikoitzak barne.

¹⁰⁴ Fernandez Torres, I. (2021). El voto adicional por lealtad..., *op.cit.*, 22 or.

¹⁰⁵ *Ibidem.*, 22. or.

Modu honetan, leialtasuna dela eta aitortzen den boto bikoitzak pribilegio¹⁰⁶ bikoitza duela esan daiteke. Izan ere, leialtasun botoa botoen gehiengoa zehazteko aintzat hartzeaz gain, asistentzia *quoruma* zehazteko ere kontuan hartzen baita. Honela, boto bikoitza aitortzeaz gain, sozietatearen kapitalari dagokionez pribilegio bat ere aitortzen zaio.

Batzar Nagusiko asistentzia zerrendan partaide bakoitzaren izaerarekin edo ordezkariarekin batera, akzio kopurua eta akzio horiei dagokien boto eskubide kopurua ere jaso beharko dira.

Estatutu sozialen bidez posible da akzionista batek eman ditzakeen boto eskubideak mugatzea, gehiengo zenbaki bat ezarriz, 527 artikulua arabera. Muga hau aplikagarria izango da leialtasun akzioek aitortzen dituzten boto bikoitzen titularrak diren akzionistei.

Muga honen bidez kontraesan bat dagoela ikus dezakegu, izan ere, boto bikoitzaren bidez inbertsoreen interesa erakarri nahi delako, baina aldi berean boto bikoitz kopuruari muga bat ezartzen zaiolako. Muga honek mekanismoak bere helburua lortzea oztopatu dezake, inbertsoreengan aurkako jarrera eragin dezakeelako, hauek sozietatean ez inbertitzea erabakiz.

Azkenik, leialtasun botoak partaidetza esanguratsuen berri emateko obligazioari dagokionez kontuan hartuko dira. Esanguratsuak diren partizipazioei dagokionez, manua interpretatzerako unean arazoak sortzen dira, ez baitago argi ea partizipazio esanguratsuen komunikazioari buruzko aipamena lege-testu guztietan aplikatu daitekeen edota soilik sozietateen eremura mugatzen den¹⁰⁷.

5.1.2.4 Leialtasuna dela eta aitortutako boto bikoitzaren erregistro liburu berezia (KSL 527 septies)

Nahiz eta 2019ko aurreproiektuan ez zen leialtasun akzioen erregistro libururik aipatzen, 5/2021 Erreforma 527 septies artikuluan erregistro liburu berezi bat aurreikusten du, aurreproiektuaren testua hobetzen duena¹⁰⁸. Hobekuntza horren atzean dagoen arrazoia Italiar Zuzenbidearen esperientzia izan daiteke, honek defizientzia batzuk saiesteko balio izan duelako, konponbide osatuagoak aplikatzeko inspirazio gisa balio izan duelako espainiar ordenamenduarentzat.

Honela, 527 septies artikulua leialtasun akzioak igortzen dituzten kotizatutako sozietateei erregistro liburu berezi bat sortzeko obligazioa ezartzen die. Erregistro liburu berezian akzioak inskribatzea boto bikoitzaren eskubidea eskuratzeko lehen pausoa da. Inskripzioan boto bikoitzaren eskubidea zein akzio kopururi errekonozitu nahi duen zehaztu beharko du akzionistak, eta aldi berean, akzio horiekiko gutxienez bi urteko denboraldian, modu etengabea, titularitatea mantendu beharko du inskripzioa egiten duen unetik. Akzioen titularrek beraien titularitatepean dauden akzioen kopurua gutxitzen duten

¹⁰⁶ Villacorta Hernández, M. Á., *op.cit.*, 59 or.

¹⁰⁷ Fernandez Torres, I. (2021). El voto adicional por lealtad..., *op.cit.*, 25 or.

¹⁰⁸ *Ibidem.*, 16 or.

transmisioen berri eman beharko dute, erregistro liburu berezian informazioa modu egoki batean eguneratua izan dadin.

Leialtasun botoek hautazko izaera dutenez, akzionistek edozein momentutan eskubide horri modu orokorrean edo partzial batean uko egin diezaiekete, baina kasu hauetan ezinbestekoa da sozietateari errenuntziaren berri ematea, hauek erregistroan dagokien aldaketak edo iraungipenak egin ditzaten. Sozietateak erregistro liburu berezian jasota dagoen informazioa eskaera egiten duen akzionistari emateko obligazioa izango du, honela, edozein akzionistak erregistro liburu bereziko informazioa ezagutzeko eskubidea izango du.

527 septies artikuluko hirugarren atalean leialtasun botoen titularrei erreferentzia egiteko, legeak “akzionista pribilegiatuen” izen okerra erabiltzen du batzuen aburuz¹⁰⁹, izan ere, eskubide ekonomikoak aitortzen dituen akzio kategoria pribilegiatuen antzekoa delako eta nahastea eragin dezakeelako.

5.1.2.5 Leialtasunaren esanahia eta leialtasun denboraldia

Sozietateko bazkide jakin batzuen eskubide subjektiboei, leialtasun akzioen bidez, zenbait abantaila edo onura aitortzeak helburu edo arrazoi bezala akzionisten leialtasuna saritzea eta kotizatutako sozietateko interes sozialarentzako kaltegarriak diren epe laburreko estrategiak sahiestea ditu.

Leialtasunari dagokionez, sozietateko bazkideei galdatu daitekeen prestazio bat da eta akzionistek beraien akzioak edo bazkide kuotak sozietatean bi urtez, modu etengabea, mantentzean datza¹¹⁰. Bestela esanda, bazkideek kotizatutako sozietateak eskaintzen dituen abantailen onuraduna izan nahi baldin badute, titularitatepean dituen akzioak, modu etengabea, bi urtez mantendu beharko ditu.

Bazkideek leialtasuna dela eta eskuratzen duten saria denborazko elementu bati loturik dago. Elementu horrek akzionistari sozietatearekiko leialtasuna denboraldi jakin batez mantentzeko obligazioa ezartzen dio. Leialtasun denboraldia, legeak edo estatutu sozialek aurreikusten duten gutxieneko denbora tartea da, non bazkideek beraien akzioen titularitatea mantendu behar duten, hauek saldu edo transmititu gabe.

Denboraldia, 527 ter artikuluan arautzen denaren arabera, gutxienez, modu etengabea, bi urtekoa izango da. Gutxiengo muga hau ezin izango da estatutu sozialen bidez gutxitu. Baina, egoera guztiz desberdina da gutxiengo denbora handitu edo zabaldu nahi baldin bada, kasu honetan, legeak aukera ematen duelako estatutu sozialen bidez galdatzen den gutxiengo denbora legeak aurreikusten duena baino handiagoa izatea. Zabaltzeko aukerari dagokionez¹¹¹, hau ez da mugagabea izango, izan ere, gutxiengo epea

¹⁰⁹ Villacorta Hernández, M. Á., *op.cit.*, 60 or.

¹¹⁰ Fernandez del Pozo, L., (2018), “La viabilidad de las acciones de lealtad en el derecho de sociedades (loyalty shares)”, *Revista de derecho Bancario y Bursátil* núm 152/2018, Editorial Aranzadi S.A.U. 17 or.

¹¹¹ Fernandez Torres, I. (2021). El voto adicional por lealtad..., *op.cit.*, 14 or.

gehiegi zabaltzen baldin bada instrumentuaren funtzionamenduan modu negatibo batean eragingo duelako.

5.1.2.6 Leialtasunaren zenbaketa eta egiaztapena (KSL 527 nonies)

Erregistro liburu bereziko atalean aipatu dugunez, akzionista berak du titularitatepean dituen akzioen inskripzioaren eskaera egiteko obligazioa, eta 527 nonies artikuluko lehen atalari jarraiki, inskripzioaren eskaerarekin batera akzioen titularitatea egiaztatzen duen ziurtagiria ere aurkeztu behar da.

Artikulu bereko bigarren atalak, bazkideei Batzarra ospatu aurretik, erregistro liburu bereziko arduradunak emandako ziurtagiria aurkezteko obligazioa ezartzen die, bertan bere titularitatepean dauden boto bikoitzeko leialtasun akzioen, modu etengabeko, bi urteko titularitatea egiaztatzen duena. Obligazio hau ez da begi onez ikusten¹¹², bi erregistroen arteko koordinazio egokia izatea nahikoa izango litzatekeelako.

Era berean, estatutu bidez boto bikoitzaren aitortzea aurreikusten duten kotizatutako sozietateek momentu oro existitzen diren boto bikoitzeko akzio kopuruaren inguruko informazio eguneratua beraien web orrian txertatu beharko dute, baita ere, estatutu bidez zehaztutako leialtasun denboraldia betetzeko zain dauden inskribatutako akzioen ingurukoa. Informazio eguneratu hau Baloreen Merkatu Nazionalako Batzorderari jakinarazi behar zaio, Ekonomia eta Transformazio Digitaleko Ministeritzako pertsona titularrak ezarritako baldintzetan.

5.1.2.7 Eskubidea galtzea: transmisioa eta uko egitea

Testuan zehar hainbatetan aipatu denez, boto bikoitzaren eskubidea akzioen titulartasuna hirugarren pertsona bati transmititzean ezabatzen da. Gainera, boto bikoitzaren eskubidea edo pribilegioa erabat borondatezkoa denez, boto bikoitza eskuratzeko aukeraz gain, uko egiteko aukera ere aitortzen zaie akzionistei, sozietateari dagokion jakinarazpena eginik. Hortaz, eskubidea galtzeko bi bide aurreikusten ditu legeak: transmisioa eta uko egitea.

Transmisioari dagokionez, 527 decies. 1 artikularen arabera, boto bikoitzaren eskubidea aitorturik duten akzionistaren akzio guztiak edo batzuk, modu zuzenean edo zeharka, transmititzen edo lagatzen baldin badira, akzio horiek leialtasuna dela eta errekonoziturik duten boto bikoitzaren eskubidea galduko dute, baita ere, dohaineko tituluz egindako lagapen eta transmisioetan. Kasu guztietan, boto bikoitzaren pribilegioa transmisioa edo lagapena gauzatzen den unetik ezabatuko da.

Arau orokor moduan, akzioak edo eskubideak transmititzen direnean barnebiltzen dituzten pribilegioak ere titular berriari errekonozitzen zaizkio. Baina, kasu honetan boto bikoitzaren aitortzea elementu subjektibo bati loturik dagoenez eta ez objektibo bati, transmisioarekin edo lagapenarekin eskubidea desagertu egiten da. Elementu subjektiboa,

¹¹² Fernandez Torres, I. (2021). El voto adicional por lealtad..., *op.cit.*, 20 or.

akzionistak sozietatearekiko izan duen modu etengabeko, bi urteko leialtasuna da, eta leialtasun hori saritzen da boto bikoitzaren eskubidearen bidez. Honela, akzioen transmisioan titular berriak ez duenez sozietatearekiko leialtasuna izan, ulergarria da lagapenarekin edo transmisioarekin eskubidea galtzea.

Hala eta guztiz ere, legeak artikuluko bereko bigarren atalean salbuespen batzuk aurreikusten ditu, modu honetan akzioen titular berria denak boto bikoitzaren pribilegioa eskuratuko dute titularitatearen lagapen edo transmisioarekin:

1. *Mortis causa* oinordetza. Salbuespen honen atzean dagoen arrazoia, jaraunslearen jarraipen juridikoa da, kausatzailearen, hau da, hildakoaren eskubide eta prerrogatibekiko¹¹³.
2. Irabazpidezko sozietatea desegin eta likidatuz gero ezkontideari akzioak egozte eta ondasun-erkidegoa edo bestelako ezkontza-erkidegoak desegitea, ezin da transmisio bezala ulertu, izan ere, ondasunen identifikazioa egiten delako beraien banaketarako¹¹⁴.
3. Ezkontideen arteko dohaintza, edo antzeko afektibitate-harremanaren bidez lotutako pertsonen artekoa, edo aurrekoen eta ondorengoaren artekoa.
4. 3/2009 Legean aurreikusten diren merkataritzako sozietateen egiturazko aldaketak ematen direnerako bi supostu bereizten dira: sozietate bat, boto bikoitzeko akzioak aurreikusten dituen beste sozietateko leialtasun akzioen titularra denean eta sozietateak berak boto bikoitzeko eskubidea aitortzen duten akzioak igortzen dituenean. Azkeneko kasuan, egiturazko aldaketa jasan duen sozietateak, ezinbestean estatutu sozialetan boto bikoitzeko akzioen aukera aurreikusi behar du.
5. Talde bereko sozietateen arteko transmisioak.

Eskubideari uko egiteari dagokionez, 527. artikuluko hirugarren atalak boto bikoitzeko eskubidea duten akzioen titularrei, eskubideari uko egiten dien kasuetan sozietateari horren berri emateko obligazioa ezartzen die. Hortaz, transmisioaz gain, akzionistek badute eskubideari uko egiteko eskubidea. Frantziar doktrinak¹¹⁵, boto eskubidea, ordena publikoaren printzipio bezala ulertzen du, non eskubide hau ukazina den. Hala eta guztiz ere, ukezintasun ezaugarri hori ezin daiteke boto bikoitzaren eskubidera hedatu¹¹⁶, izan ere, leialtasuna saritzeko aitortzen den abantaila edo onura bat delako.

¹¹³ Gandia Perez, E., *op.cit.*, 192 or.

¹¹⁴ Núñez-Lagos Torralba, J., *op.cit.*, 53 or.

¹¹⁵ *Ibidem.*, 55 or.

¹¹⁶ Fernandez Torres, I. (2021). El voto adicional por lealtad..., *op.cit.*, 80 or.

Italiar ordenamenduan, boto bikoitzaren pribilegioari uko egiteak, izaera ezeztatzina du, hau da, behin uko egiteko erabakia hartu baldin bada ezin izango da atzera bota, modu honetan, boto bikoitzaren eskubidea berriro ere eskuratu nahi baldin bada ezinbestekoa izango da akzioak berriro ere erregistro liburu berezian inskribatzea eta legeak edo estatutu sozialek aurreikusitako gutxieneko epea igarotzea. Espainiar ordenamenduan, nahiz eta ez den uko egitearen izaera aipatzen, uler daiteke eskubidearen izaera subjektiboa dela eta izaera ezeztatzina duela¹¹⁷. Honela, eskubidearen izaera subjektiboa dela eta, eskubideari uko egiteak eskubidea ezabatzea eragiten du, bestela, ezabatutako eskubidea inongo arrazoirik gabe eskuratuko litzatekeelako.

5.1.3 Leialtasun akzioen abantailak eta desabantailak

Leialtasun akzioak 5/2021 Erreforma Kapitalezko Sozietateen Legean txertatzen duen berrikuntzetako bat da. Berrikuntza honek kotizatutako sozietateetako bazkideek sozietatearekiko izan duten leialtasuna saritzen du. Honela, mekanismo honen eraginkortasunari dagokionez, adituen artean iritzi desberdinak ikus ditzakegu. Beraz, atal honetan leialtasun akzioen abantailak eta desabantailak zerrendatuko ditugu.

5.1.3.1 Abantailak

Hainbatetan aipatu dugunez, leialtasun akzioak helburu jakin batekin aplikatzen dira, kotizatutako sozietateen inguruko epe laburreko estrategiekin amaitzeko eta aldi berean, bazkideek sozietatearekiko duten inplikazioa areagotzeko. Modu honetan, leialtasun akzioak bazkideak erakartzeko mekanismoa dela esan dezakegu.

Azken urteetan, europa mailako estatukideen artean proportzionaltasun printzipioa urratzeko joera nagusitu da leialtasun akzioen aplikazioa dela eta. Honela, espainiar ordenamenduak erreformaren bidez leialtasun akzioen aplikazioa ahalbidetzean, gainontzeko ordenamenduekin lehiakortasuna eragiten du, hau da, balore-merkatuen arteko lehiakortasuna eragiten du, aldi berean, balore-merkatua eraginkorragoa eta modernoagoa eginez.

Leiakortasuna dela eta boto bikoitza aitortzea, kotizatutako sozietateen bideragarritasuna kolokan jartzen duten epe laburren estrategien aurkako tresna izanik, sozietateen egonkortasuna eta iraunkortasuna sustatzen du. Akzionisten egonkortasuna sustatzen du, izan ere, sozietatearen gaineko kontrola bateratutako kapital taldeen esku gelditzen delako eta iraunkortasunari dagokionez, epe laburreko estrategiekin amaitzeko epe luzeko politika sendoen inplikazioa suposatzen duelako. Gainera, leialtasun akzioen bidez, akzionistak interes ekonomiko hutsak izateaz gain, sozietateko interes sozialean inplikatzea lortzen du, akzionistek enpresako jardueretan duten parte hartzea eta interesa areagotzea lortzen duelarik.

Baina aditu batzuen aburuz, helburu hauek lortu ahal izateko hobe da leialtasun akzioen mekanismoa, epe luzean mantendu diren inbertsoreen aldeko murriztapen edo

¹¹⁷ Núñez-Lagos Torralba, J., *op.cit.*, 55 or.

abantaila fiskalak aplikatzen dituen politika fiskal egoki batekin konbinatzea¹¹⁸, aldi berean, epe luzez mantentzen ez dituzten inbertsoreen aurkako penalizazioak aurreikusten dituztelarik. Konbinazio honen bidez, sozietateko botere influentzia areagotuarekin batera, akzioak saltzetik eratortzen diren irabaziei aplikagarri zaien tasaren murrizketa aplikatuko liezaiekete. Honela, inbertsore potentzialei mezu positibo bat helarazten zaie, sozietatean inbertitzea erakargarriago eginez.

Sozietatearen kontrola mantentzea interesatzen zaien akzionistei egiten die mesede nagusiki, izan ere, mekanismo honek bazkide hauek sozietatean duten posizioa indartzen duelako inongo kosturik suposatu gabe. Horregatik, leialtasun akzioen aplikazioa begi onez ikusten dute, enpresa familiarrek eta Estatuak berak, hauek kontrolean interesa duten inbertsoreak izan ohi direlako. Halaber, hazteko aukera egokiak dituzten sozietateen burtxarako irteera sustatzen du, erabaki eta kontrol boterea fundatzaileek mantenduz.

Sozietatearen finantzazioari dagokionez, leialtasun akzioek sozietateko kontrola duten akzionistei inbertsore berriak erakartzeko aukera ematen die, sozietateko kapitala zabalduz, baina beti ere, sozietatearekiko duten kontrola galdu gabe. Inbertsore berriek sozietatea birfinantzatu dute, leialtasun akzioek finantza errekurtsu berrien sarrera sustatzen duelako. Era berean, epe luzeko kudeaketa eta administrazio soziala sustatzen du eta administratzaileek sozietateko interes sozialaren alde jardun dezaten laguntzen du. Baita ere, akzionisten parte hartze aktiboa sustatzen du sozietateko akordio sozialen onarpenean.

Berrikuntza honen defendatzaileek argudiatzen dute, egonkortasun ekonomiko eta bursatila bermatzen duen mekanismoa dela¹¹⁹, prezioen eraketa eraginkorra sustatzen duelako eta akzio bakoitzeko prezioaren aldakortasuna murrizten duelako. Gainera, mugaz gaindiko fusioak ekiditen ditu, hau da, sozietate nazionalak atzerriko kapitalek kontrolatzea ekiditen du, leialtasun akzioek aitortzen duten kontrol potilikoa dela eta. Honi “patriotismo ekonomikoa” deritzaio, gobernuari merkatuko enpresa indartsuen erabaki zentroak estatuan bertan kokaturik egotea interesatzen zaiolako.

Leialtasun akzioak, tresna gardenak diren heinean, sozietateko finantza informazioaren segurtasuna bermatzen dute, egitura piramidalak, partaidetza gurutzatuak eta itun parasozialak sahiesten dituzte eta merkatuko informazio asimetriko maila murrizten dute.

Abantaila guzti hauez gain, zenbait autoreek¹²⁰ legegileak erreformak eragin zitzakeen efektu eta ondorioak xehetasun gehiagorekin aztertzea komenigarriagoa izango litzatekeela deritzaio, izan ere, boto bikoitzaren eskubideaz baliatzeko tituluak nominatiboak izatea galdatzeak, zenbait inbertsoreek oztopo bezala ikusten dute, horrek inbertsoreen partizipazioan eragin negatiboa izan dezakeelarik.

¹¹⁸ Fernandez Torres, I., (2017). *Las loyalty shares: Cortoplacismo contra activismo accionarial.*, op.cit 85 or.

¹¹⁹ Blanco Perez, J.L., (2022). El voto doble por lealtad para el accionista de una sociedad cotizada. *Revista CEFLegal*, 253, 34 or.

¹²⁰ Fernandez Torres, I., (2017). *Las loyalty shares: Cortoplacismo contra activismo accionarial.*, op.cit 88 or.

5.1.3.2 Desabantailak

Nahiz eta leialtasun akzioak Kapitalezko Sozietateen Legeko Erreformaren berrikuntza bat izan, neurri hau oso eztabaidatua izan da, izan ere, abantailak izateaz gain badituelako zenbait desabantaila. Beraz, neurriaren eraginkortasunaren azterketa osatuagoa eta zehatzagoa egite aldera abantailak aztertzeaz gain desabantailak ere aztertuko ditugu.

Leialtasun akzioen aurka doktrinak baliatutako argudio nagusia¹²¹, proportzionaltasun printzipioa urratzen duela da, hortaz, "akzio demokrazia" baita ere. Akzio demokrazioarekin, akzionistek boto eskubidearen bidez sozietateko gobernuan influentzia izateko aukera dute, baina leialtasun akzioen bidez bazkide leialen boterea haunditzen baldin bada, gainontzeko bazkideek sozietatearekiko duten influentzia gutxituko da. Gainera, mekanismo honek sozietatearekiko boterea gehiago bazkideetan metatzea eragiten du, non honek interes gatazka eragin dezakeen, izan ere, sozietateko kontrola duten akzionistek eta administradoreek sozietatearen, gutxiengo akzionisten eta inbertsore instituzionalen interesen aurkako erabakiak har ditzaketelako, beraien interes propioak lehenetsiz. Horrenbestez, horrelakorik gerta ez dadin, sozietateko administradoreen kontrol handiagoa galdatzen da, agentzia kostuak areagotuz. Halaber, erreformaren izaera diskriminatorioa¹²² ere azpimarratu da. Diskriminatioa dela esaten da, soilik erreformaren ondoren egonkorrak diren bazkideei eta erreformaren ondoren leialtasun akzioak txertatu dituzten sozietateei egiten dielako mesede, izan ere, aurretiaz egonkorrak izan diren bazkideei eta erreformaren aurretik boto bikoitzaren eskubidea txertatu zuten sozietateei ez dielako ezertan eragiten.

Horrez gain, espainiar legegileak mekanismoa txertatzeko erabili duen argumentu nagusia, alegia, epe laburreko estrategiei aurre egiteko eta epe luzeko inplikazioa sustatzeko tresna dela, kritikatu izan da. Zalantzan jartzen da, ea epe laburreko strategiak existitzen diren, batzuentzat ilusio soil bat izanik¹²³. Hala eta guztiz ere, kontuan izan behar dugu epe laburreko erabaki guztiak ez dutela zertan interes sozialaren aurkakoak izan behar, bateragarriak izan daitezkeelarik¹²⁴. Orobat, leialtasun akzioen bidez kontrola duten akzionistek botere gehiago aitortzea ez dute begi onez ikusten. Boto bikoitzak, sozietateko kontrola duten akzionistek, jadanik botereetsuak direnei, botere gehiago aitortzen die, honek eragin negatiboa izan dezakeelarik. Akzionista hauek interes soziala alde batera utzi eta interes partikularra asetzeko jardun dezaketelako, sozietateko kudeaketa abusuzkoa eta zabarkeriazkoa izanik. Honela, gutxiengo akzionistak eta enpresaren eta balore-merkatuaren erakargarritasuna kaltetzen dira. Modu honetan, gutxiengo akzionistek, sozietate batek estatutu sozialetan leialtasun akzioak aurreikusten baldin baditu, bi aldiz pentsatuko du ea sozietatean inbertsioa egin ala ez.

¹²¹ Fernandez-Chillon García-Moreno, R., *op.cit.*, 34-35 or.

¹²² Fernandez Torres, I., (2017). *Las loyalty shares: Cortoplacismo contra activismo accionarial.*, *op.cit* 89 or.

¹²³ Villacorta Hernández, M. Á., *op.cit.*, 68-69 or.

¹²⁴ Blanco Perez, J.L., *op.cit.*, 36 or.

Boto bikoitzeko eskubidearen bidez, akzionistek sozietateko jardueretan zuten parte hartzea areagotu nahi izan da, baina doktrinaren zati batek ulertzen du, gutxiengo akzionisten jarrera pasiboaren arazoa konpontzeko leialtasun akzioak ez direla eraginkorrak. Jarrera pasiboa ematen da, akzionistek beraien boto eskubidea baliatzeko behar duten informazioa lortzeko eta aztertzeko kostuak handiagoak direnean lortu ditzaketen onurak baino. Modu honetan, ulergarria da gutxiengo akzionistek sozietateko jardueretan parte hartu nahi ez izana eta jarrera pasiboa izatea. Gainera, leialtasun akzioek modu berean laguntzen dienez gehiengo eta gutxiengo akzionistei, gutxiengoaren boterea ez da areagotzen, horrenbestez, leialtasun akzioek ez dute gutxiengo akzionisten parte hartzea sustatzeko funtzioa betetzen.

Inbertsore instituzionalek, salbu kontrola duten akzionistak baldin badira, leialtasun akzioen aurkako jarrera dute. Inbertsore hauek sozietatean epe laburrean mantentzeko joera dute, izan ere, hauek errentagarritasuna dutelako helburu. Era berean, inbertitzen duten sozietatearen kontrolari dagokionez, ez dute inongo interesik adierazten. Honela, leialtasun akzioek ez dutenez pizgarri ekonomikorik, ez dira inbertsore instituzionalen inplikazioa sustatzeko tresna baliagarriak.

Azkenik, Eskuratzeko Eskaintza Publikoen (OPA) ikuspegitik ere kritikatu izan da, leialtasun akzioak akzionistentzako errentagarriak izango liratekeen eskaintzak baztertea eragiten duelako, modu honetan, OPAn aurkakotzat edo defentsa neurritzat hartzen dira leialtasun akzioak. Horrez gain, sozietateen arteko fusioetan ere arazoak eragiten dituen mekanismoa da¹²⁵. Arazoa sortzen da, sozietate xurgatzaileak bere estatutu sozialetan ez dituen leialtasun akzioak aurreikusten eta sozietate xurgatuak, berriz, bai. Egoera honetan, sozietate xurgatzailea kotizatutako sozietate bat baldin bada, bertako akzionistek bi urteko epean boto bikoitzaren eskubidea eskuratzeko aukera izango dute, baina, zer gertatzen da xurgatutako sozietateko akzionistekin? Fusioaren aurretik boto bikoitzaren eskubidea aitorturik zituzten akzionistek eskubidea galduko dute, legeak aurreikusitako bi urteak igaro arte, hau da, leialtasun periodoa fusiotik hasiko da zenbatzen.

¹²⁵ Fernandez-Chillon García-Moreno, R., *op.cit.*, 36 or.

6. Ondorioak

Lan honetan zehar, espainiar ordenamenduko sozietate mota desberdinen eraentza aipatu da, boto eskubidearen erregulazioan sakonduz. Era berean, 5/2021 Erreforma kotizatutako sozietateen erregulazioan txertatutako berrikuntza ere aztertu da, alegia, leialtasun akzioen eraentza, bai espainiar ordenamendukoa eta bai europa mailako beste estatukideen ordenamendu juridikokoa azaldu da. Beraz, atal honetan leialtasuna dela eta aitortutako boto bikoitzeko eskubidearen inguruko hainbat ondorio aipatuko dira, baina kontuan izan behar dugu leialtasun akzioek bere alde positiboak eta negatiboak dituztela.

- I. Hasteko, proportzionaltasun printzipioan zentratuko gara. Dakigunez, sozietate ororen oinarriko printzipioa eta arau orokorra da, boto eskubidearen eraentzan. Baina, leialtasun akzioekin printzipio hau ez da errespetatzen, akzio bakoitzeko boto bat baino gehiago aitortzeko aukera ematen duelako. Proportzionaltasun printzipioa nahiz eta arau orokorra izan, ez da lehen aldia hau urratzen duen mekanismo bat aurreikusten dela, alegia, boto eskubide mugatua duten akzioek eta boto eskubiderik gabeko akzioek ere proportzionaltasuna hausten dute. Beraz, mekanismo bakoitzak helburu jakin bat lortzeko printzipioa urratzea erabaki egokia dela esan dezakegu, proportzionaltasuna ez delako nolana urratzen, kasu jakin batzuetan soilik eta arrazoi jakin batengatik.
- II. Epe laburreko estrategiak leialtasun akzioen bidez aurre egin nahi den arazoa da. Epe laburreko estrategiez hitz egitean epe laburreko erabakiez eta etekin ekonomikoez ari gara. Honen inguruan, zenbait adituk estrategia hauen existentzia zalantzan jarri dute, aldi berean, leialtasun akzioen beharra zalantzan jarriz. Kotizatutako sozietateetako bazkideen epe luzeko inplikazioa sustatzeko beharra ez da soilik estatu mailako ideia izan, europa mailan planteatu den beharra izan da. Hortaz, europa mailan epe laburreko estrategien arazoa aztertu baldin bada eta horri aurre egiteko neurri desberdinak jasotzen dituen Zuzentarau bat argitaratu baldin bada, epe laburreko estrategien existentzia agerikoa dela esan dezakegu. Beste gauza bat da ea estrategia guzti horiek sozietatearen garapenarentzat eta etorkizunarentzat kaltegarriak diren ala ez.
- III. Leialtasun akzioen mekanismoarekin bazkideen epe luzeko inplikazioa eta parte hartze aktiboa bilatzen da. Baina desabantailen atalean ikus daitekeen bezala, mekanismoak ez du bazkideengan eragin hori eragiten, gutxiengo bazkideei dagokionez. Leialtasun akzioen pribilegioak gutxiengo eta gehiengo bazkideak modu berean saritzen dituzenez, gutxiengo bazkideek sozietatearekiko, hau da, akordio sozialetan izan dezaketen eraginari eta influentziari dagokionez, beraien posizioa berdin ikusten dute, izan ere, nahiz eta boto bikoitza izan ez dutelako sozietatean eragina izateko aukerarik. Horrez gain, gutxiengo bazkideei garestiagoa ateratzen zaie jarrera aktiboa izatea jarrera pasiboa izatea baino, izan ere, kostuak handiagoak direlako parte hartzeak suposatzen dituen etekinak baino. Hortaz, mekanismoaren helburuari dagokionez, gutxiengo akzionisten jarrera pasiboa izatetik aktiboa izatera pasatzeko leialtasun akzioak ez dira mekanismo egokienak, ez baitute helburu hori posible egiten.

- IV. Beraz, leialtasun akzioek beraien helburua betetzen ez dutenez, gutxiengo akzionistentzat ez delako erakargarria bertan inbertitzea eta parte hartze aktiboa izatea, mekanismoa ez dela nahikoa esan dezakegu. Hau da, agian leialtasun akzioen mekanismoa beste neurri batekin konbinatzea komenigarria izango litzateke. Isabel Fernandez Torresek bere lanean gomendatzen duena kontuan izanik, leialtasuna boto bikoitzarekin saritzeaz gain, politika fiskal batzuen bidez leialak diren bazkideei abantaila fiskalak ematea egokia izango litzateke, aldi berean, leialak ez diren bazkideak politika fiskalaren bidez zigortuz. Modu honetan, bazkideentzako sozietatean inbertitzea eta bertan epe luzeko inplikazioa izatea erakargarria izango litzatekeelako.
- V. Hala eta guztiz ere, leialtasun akzioek eta politika fiskalek eskaintzen dituzten abantailen onuradunei dagokionez, aipagarriak dira espekulatzailleak diren akzionistak. Akzionista hauek, akzioak erosten dituzte ondoren prezio hobean birsaltzeko. Honenbestez, abantaila hauek eskuratzeko kontuan hartu beharreko elementuak denborazkoak baino gehiago izan beharko lirateke, ezean, espekulatzailleak diren akzionistek abantailak eskuratuko dituzte baina ez dira sozietatearen interesak babestuko, ezta ere leialtasun akzioen bidez lortu nahi den helburua lortuko.

7. Bibliografía

- Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Ley. https://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/figeros/ECO_TES_190524_AP_APL_fomento_implicacion_largo_accionistas.pdf
- Alborch Bataller, C., (1977). *El derecho de voto del accionista*, Editorial TECNOS, S.A, Madrid.
- Blanco Perez, J.L., (2022). El voto doble por lealtad para el accionista de una sociedad cotizada. *Revista CEFLegal*, 253, 5-42.
- BOE-A-1996-17533 Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil. (2021, Julio 19). BOE.es. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1996-17533>
- BOE-A-1999-15681 Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas. (2021, Julio 16). BOE.es. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1999-15681>
- BOE-A-2008-16413 Resolución de 15 de septiembre de 2008, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto por Natura de la India, SL, contra la negativa de la registradora mercantil de Madrid a inscribir una disposición. (2008, septiembre 15). BOE.es. https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2008-16413
- BOE-A-2010-10544 Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. (2021, Julio 2). BOE.es. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>
- BOE-A-2012-758 Resolución de 7 de diciembre de 2011, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto por un notario de Cádiz contra la negativa de la registradora mercantil y de bienes muebles de Cádiz a inscribir ... (2011, Diciembre 7). BOE.es. https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2012-758

- *BOE-A-2020-615 Ley 11/2019, de 20 de diciembre, de Cooperativas de Euskadi.* (2021, Diciembre 20). BOE.es. https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2020-615
- *Consejo Económico y Social Sobre el Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de capital, aprobado por el Real.* (2019, Octubre 23).. <http://www.ces.es/documents/10180/5210145/Dic042019.pdf>
- *DOUE-L-1977-80010 Segunda Directiva del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del ...* (n.d.). BOE.es. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-1977-80010>
- Dubois, Arnaud. Introduction of Loyalty Shares in the Belgian listed companies, a real game changer?. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, 2019. Prom. : Cerrada Cristia, Karine. <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:20981>
- Farrando Miguel, I. (1992). Las acciones sin voto y el valor del derecho de voto (pequeña contribución a la crítica de las acciones sin voto). *Revista de Derecho Mercantil*, 206, 1-16.
- Fernandez-Chillon García-Moreno, R. (2020). *Las loyalty shares en las sociedades cotizadas españolas* [Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia Comillas]. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/38359/TFG%20-%20Fernandez-Chillon%20Garcia-Moreno.%20Rodrigo.pdf?sequence=-1>
- Fernandez del Pozo, L. (2018). La viabilidad de las acciones de lealtad en el derecho de sociedades (loyalty shares). *Revista de derecho Bancario y Bursátil*, 152, 1-58.
- Fernandez Torres, I. (2017). *Las loyalty shares: Cortoplacismo contra activismo accionarial*. Marcial Pons.

- Fernandez Torres, I. (2021). El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 161, 1-29.
- Gandia Perez, E. (2016). 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, 173-203.
- Garcia Roldan, M. (2018). Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*.
- Garrigues. (2017). Modificación de la directiva sobre los derechos de los accionistas. *Comentario* *Gobierno* *Corporativo*.
https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/modificacion-de-la-directiva-sobre-los-derechos-de-los-accionistas
- Herrero Morant, R. (2019). *Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas. Caracterización y activismo accionarial*. Marcial Pons.
- Izquierdo Muciño, M. E. (2015). *Aprendizaje cooperativo sin fronteras España-México*. Dykinson, S.L.
- Latorre Chiner, N. (2021). Las operaciones vinculadas de la sociedad cotizada en la reforma de la Ley de Sociedades de Capital (Ley 5/2021, de 12 de abril). *Revista de Derecho de Sociedades*, 62, 1-41.
- *La transposición de la directiva sobre la implicación de los accionistas a largo plazo, cada vez más cerca*. (2019, Julio 8). Periscopio Fiscal y Legal. <https://periscopiofiscalylegal.pwc.es/la-transposicion-de-la-directiva-ue-2017-822-sobre-implicacion-de-los-accionistas-a-largo-plazo-cada-vez-mas-cerca/>
- Mambrilla Rivera, V. (1986). Aproximación al estudio sobre la naturaleza jurídica del voto del accionista. *Anales de estudios económicos y empresariales*, 1, 169-193.

- Martín Reyes, M.A., Fernández Ruiz, J.L., (2004). “*Las sociedades personalistas: sociedad colectiva y sociedad comanditaria simple por acciones. La asociación de cuentas en participación*”, *Fundamentos del Derecho Mercantil Tomo I*, 4. Edizioa, Edersa, 24-39. <https://app.vlex.com/#WWW/vid/228432>
- Méndez Recio, M. (2017). *Las acciones de lealtad y su cabida en el derecho de sociedades español* [Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia Comillas]. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/11837/TFG-MENDEZ%20RECIO%20MARINA.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Menendez, A., Uría, R., Iglesias Prada, J. L., Sanchez Andres, A., Verges, M., Perez de la Cruz, A., Rojo, A., Alonso Soto, R., Arroyo, I., Cortés, L. J., Paz-Ares, C., Beltran, E., Garcia de Enterría, J., & Peinado, J. I. (2016). *Lecciones de Derecho Mercantil* (14. ed., Vol. 1). Thomson Reuters.
- Menendez Menendez, A., & Beltran Sanchez, E. (1989). Acciones sin voto. *Revista de Derecho Mercantil*, 191, 7-44.
- Morales Barceló, J. (2019). *El derecho de información en las sociedades mercantiles capitalistas*. J.M. Bosch Editor.
- Núñez-Lagos Torralba, J. (2020). *Las acciones de lealtad: funcionalidad y régimen jurídico* [Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia Comillas, Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia Comillas]. <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/408596/retrieve>
- Quintana Poblete, F., & Suárez de la Iglesia, J. (2020). Aspectos más relevantes de la transposición de la Directiva (UE) 2017/828, sobre la implicación a largo plazo de los accionistas. *Revista de Derecho del Mercado Financiero*. <http://www.rdmf.es/2020/05/aspectos-mas-relevantes-la-transposicion-la-directiva-ue-2017-828-la-implicacion-largo-plazo-los-accionistas/>
- Recalde Castells, A. (1996). *Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales* (1st ed.). Civitas.

- Rodríguez Casal, C., & Loza Corera, M. (2002). Protección de la privacidad: aproximación al opt-in/opt-out. *Revista de contratación electrónica*, 23 .
- Ruiz, J., & Bayo, C. (2009). Sobre el derecho de una clase de participaciones sociales a nombrar a miembros del órgano de administración (a propósito de la RDGRN de 15 de septiembre de 2008). *Actualidad jurídica Uría Menéndez/ 22-2009*.
<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2202/documento/articuloUM.pdf?id=3090>
- Sequeira Martín, A. (2019). Presentación. La Directiva (UE) 2017/828, del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017, en el contexto de la evolución del derecho de sociedades. *Nuevas tendencias de Derecho europeo y del Derecho español de sociedades*. Publicaciones facultad derecho Universidad Complutense Madrid.
- Sordo Iribarren, D. (2021). *Las acciones de lealtad* [Trabajo de Fin de Grado Universidad de Valladolid].
https://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/48057/TFG-D_01237.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Tobío Rivas, A. M. (1995) “Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista (Art 105 LSA)”, Editorial Civitas, S. A, 143 eta hurrengoak.
- Varela Uria, F. (2015). *Autonomía de la voluntad y derecho de voto en las sociedades anónimas: limitación y agrupación del voto* [Tesis Doctoral de la Universidad Rey Juan Carlos].
<https://www.educacion.gob.es/teseo/imprimirFicheroTesis.do?idFichero=LydVFPovQ4s%3D>
- Viguera Revuelta, R. (2019). Algunas cuestiones en relación con el derecho de voto. Especial atención al voto plural en las sociedades capitalistas y cooperativas. *Revista jurídica de economía social y cooperativa*, 34, 1-31.

- Vincent Chuliá, F. (1989) “*El régimen de las acciones en el Proyecto de Ley de reforma*”, QUINTANA CARLO (zuz.), “*El nuevo Derecho de las sociedades de capital*, Trivium, Madrid, 103 or.
- Villacorta Hernandez, M. A. (2022). Regulación de las acciones de lealtad en la Ley 5/2021. Motivaciones, ventajas, desventajas y utilidades futuras. *Revista CEFLegal*, 254, 43-82.