



**Eduardo Cámara**  
Asociado Midlevel del  
Dpto. Mercantil de  
ARAOZ & RUEDA



**José María Pastrana y José Luis Martínez Andreo**, Socios del área mercantil de CECA MAGÁN ABOGADOS

### LAS ACCIONES DE LEALTAD COMO RECOMPENSA A LOS ACCIONISTAS MÁS FIELES

En un entorno tan incierto en los mercados, recientemente se publicó un Anteproyecto de Ley por el que se propone la modificación de la Ley de Sociedades de Capital y cuya reforma introduce, entre otros aspectos, un mecanismo de recompensa a los accionistas fieles, las conocidas acciones de lealtad o loyalty shares que se pretenden introducir en nuestro ordenamiento jurídico a través de las sociedades cotizadas.

Parten de la preocupación de las autoridades por el aumento de la presión cortoplacista, a costa de sacrificar el interés del accionariado más fiel.

Algunas de sus pretendidas ventajas son la estabilidad del accionariado y la reducción de las grandes fluctuaciones de las cotizaciones. Pero por contra, podríamos destacar algunas de sus desventajas como son la alteración de la relación entre propiedad y voto; y lo más importante, que no se ha demostrado, como ya se ha visto en otros países europeos, que mejoren la transparencia o la implicación del accionista en la empresa.

En nuestra opinión, se trata de un mecanismo que sólo resuelve a medias el problema del cortoplacismo y la volatilidad de las cotizaciones, ya que no garantiza el compromiso de los accionistas de modo alguno, porque únicamente una política homogénea por parte de las comisiones de valores al respecto podría resolverlo.

Por otro lado, este mecanismo no produce los mismos efectos en todas las sociedades, sino que éstos varían en función de la estructura de capital de la entidad. En las sociedades de capital concentrado las loyalty shares favorecen que una minoría sea la que controle la sociedad, lo que si no va unido a un fuerte sistema de control de la gestión puede generar conflictos de interés entre accionistas minoritarios y administradores e incrementar el riesgo moral y, por tanto, la consecución de intereses personales en detrimento del interés general.

Además, es posible que los únicos interesados en beneficiarse de las "loyalty shares" sean los administradores o los socios de control a las que recurrirán como mecanismo defensivo frente a los hedge funds activistas.

Por último, hay que tener en cuenta que dichas acciones de lealtad se han diseñado como un mecanismo de aplicación a sociedades cotizadas, por lo que no podría estudiarse su aplicación a una sociedad de capital no cotizada, como son la mayor parte de las empresas del tejido empresarial español. En este caso, podría aplicarse analógicamente a través de un pacto de socios. De esta forma, se podría emplear como un mecanismo válido en favor de los socios fundadores de startup's; o de determinados grupos de accionistas de una empresa familiar.

Y ello cuando unos y otros deseen mantener su control sobre la gestión de la sociedad como consecuencia, por ejemplo, de la entrada en el capital social de terceros inversores que podrían ser considerados elementos disruptivos a corto plazo. De hecho, esta posible aplicación analógica a sociedades no cotizadas nos parece más interesante que el propósito con el que nace la norma de pretender regular la volatilidad de las cotizaciones en los mercados de valores.

### ¿IMPACTA VERDADERAMENTE EL NUEVO RÉGIMEN DE VENCIMIENTO ANTICIPADO EN LAS OPERACIONES DE COMPRAVENTA DE NPLS?

Podría pensarse, en principio, que el nuevo régimen de vencimiento anticipado previsto en la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario ("LCCI") puede llegar a tener un gran impacto en la venta de carteras inmobiliarias y de préstamos improductivos ("NPLs").

En efecto, con el nuevo marco legal de vencimiento anticipado introducido por el legislador español, las entidades financieras no podrán ejecutar las hipotecas e iniciar los trámites de desahucio hasta que no se acumulen, al menos, 12 meses de impago o un equivalente al 3% del capital concedido (dentro de la primera mitad de duración del préstamo), y 15 meses o un 7% del capital (a partir de la segunda mitad de duración del préstamo).

Es de destacar que, con anterioridad a la LCCI, se permitía a los bancos acreedores tramitar las ejecuciones hipotecarias desde que se acumulaban tres meses de impagos, si bien es cierto que en la práctica no se ponían en marcha hasta transcurrir entre seis y ocho meses de impagos.

Por ello, aunque siempre resulta difícil prever el comportamiento que tendrá el mercado inmobiliario con la nueva legislación, es evidente el gran cambio legislativo introducido en materia de vencimiento anticipado con la posibilidad de iniciar el procedimiento de ejecución hipotecaria y la consiguiente disposición del activo colateral, ya que no es lo mismo poder declarar el vencimiento anticipado del préstamo a los tres meses de impago, que tener que esperar a que haya doce cuotas impagadas.

No resultaría nada descabellado pensar que la ampliación de plazos para instar las ejecuciones hipotecarias podría conllevar, en la práctica, para las entidades financieras vendedoras, un endurecimiento de las condiciones del mercado de ventas de carteras inmobiliarias y de NPLs, siendo dicho mercado esencial para los bancos al objeto de sacar de sus balances miles de millones de euros en ladrillo tóxico.

Evidentemente, no es lo mismo vender una cartera de NPLs con garantía hipotecaria si el régimen legal permite iniciar una ejecución a los tres meses, que si se ha de esperar a un mínimo de doce meses. Podría llegar a pensarse que, en la práctica de mercado, ello se puede traducir en que los fondos y demás compañías especializadas en adquirir y gestionar este tipo de activos intenten exigir mayores descuentos en los precios a abonar a las entidades financieras vendedoras, ya sea por sus carteras de préstamos hipotecarios improductivos, como por sus carteras del ladrillo.

Sin embargo, no creemos que lleguen a producirse grandes variaciones en los precios, principalmente por tres motivos: (i) por la mayor seguridad jurídica existente tras la entrada en vigor de la LCCI (y tras los últimos pronunciamientos en la materia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea y de nuestro Tribunal Supremo), (ii) por la feroz competencia en el mercado de los fondos y demás compañías especializadas en la adquisición de carteras de NPLs, y (iii) porque en la práctica, cuando tienen lugar las transmisiones de los NPLs, ya suelen contar con varios meses de impago.

Por ello, y a pesar de la entrada en vigor de la nueva LCCI, entendemos que el mercado de compraventas de carteras de préstamos e inmuebles continuará con éxito y a buen ritmo en los próximos años. A pesar de que los procedimientos judiciales de ejecución hipotecaria son largos y costosos en España, este tipo de operaciones seguirán mereciendo la pena para los inversores especializados en este tipo de activos, ya que los grandes descuentos aplicados al precio conllevan que estas operaciones sean muy atractivas y de gran rentabilidad a largo plazo.