

# Recurso a las acciones de lealtad por motivos espurios y abuso de derecho: reflexiones a propósito del caso Mediaset

## Reyes Palá Laguna

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza

Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

---

*Varios autos judiciales se pronuncian sobre la estructura de las acciones de lealtad en la sociedad absorbente holandesa con motivo de una frustrada fusión. Se analizan las acciones de voto doble desde la posible abusividad del acuerdo de modificación estatutaria.*

### 1. Introducción: los hechos del caso

A los efectos que interesan para este comentario, Vivendi, S. A., socio minoritario de Mediaset España S. A. interpuso demanda de impugnación de acuerdos sociales en la que solicitaba la nulidad de todos los acuerdos adoptados en la junta extraordinaria de Mediaset de 4 de septiembre del 2019 relativos a la fusión tripartita transfronteriza entre la sociedad española, Mediaset Italia, y la matriz holandesa, interesando asimismo, entre otros extremos, la suspensión cautelar de los referidos acuerdos. El Auto del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Madrid, de 10 de octubre del 2019, estimó parcialmente la demanda y acordó la suspensión cautelar de estos acuerdos. Presentado por Mediaset España recurso de apelación contra este auto, la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28) dictó Auto de 14 de febrero del 2020 por el que confirmaba el Auto del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Madrid. El 6 de febrero del 2020, Mediaset solicita de este juzgado que declare el sobreseimiento parcial de las acciones ejercidas por el socio minoritario relativas al carácter abusivo de los acuerdos relativos a la fusión, debiendo continuarse el procedimiento únicamente respecto de la infracciones de ley invocadas por este socio en su escrito de demanda. Dicha solicitud se basaba en las

*Advertencia legal:* Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

modificaciones acordadas por la junta general extraordinaria de Mediaset España celebrada el 5 de febrero del 2020 y, jurídicamente, en los artículos 22.1 de la Ley de Enjuiciamiento Civil en relación con el artículo 204.2 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), al entenderse por la solicitante que se había producido una carencia sobrevenida parcial de objeto de las acciones por abusividad ejercidas por Vivendi debido a las modificaciones y subsanaciones del proyecto de fusión llevadas a cabo por la junta de 5 de febrero del 2020. Esta pretensión fue desestimada por el Auto de 12 de junio del 2020, ordenándose la continuación del procedimiento en los términos en que estaba planteada la litis.

Con fecha 5 de marzo del 2020, Mediaset España formuló la solicitud de alzamiento de las medidas cautelares adoptadas por el juzgado en su Auto de 10 de octubre del 2019 por entender que los acuerdos relativos a la fusión aprobados por la junta de febrero del 2020, así como la existencia de sendas resoluciones judiciales de los tribunales de Milán (Resolución de 3 de febrero del 2020) y de Ámsterdam (Resolución de 26 de febrero) en las que desestimaban las medidas cautelares interesadas por Vivendi en aquellas jurisdicciones, no habían podido tenerse en cuenta en el Auto de 10 de octubre del 2019.

El 30 de abril del 2020 Vivendi interpuso una nueva demanda de impugnación de acuerdos sociales contra los acuerdos adoptados en esa segunda junta general de Mediaset celebrada el 5 de febrero del 2020. En la demanda se interesaba la anulación, al amparo del artículo 204.1 de la Ley de Sociedades de Capital, de todos los acuerdos adoptados por la citada junta general con argumentos basados en la Ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, argumentos que no reproducimos por exceder del objeto de este análisis. Solicitaba asimismo la adopción de nuevas medidas cautelares.

Por Auto de 12 de junio del 2020, el Juzgado de lo Mercantil acordó la acumulación de los procedimientos y de las solicitudes cautelares pendientes de los procedimientos principales. En su Auto de 28 de julio del 2020, el magistrado desestimó el alzamiento de las medidas cautelares solicitado por Mediaset, así como la pretensión de Vivendi de adopción de nuevas medidas cautelares por no apreciar en este último caso *periculum in mora*.

Según el comunicado registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 5 de agosto del 2020, el consejo de administración de Mediaset España decidió desistir de la fusión por absorción con la sociedad holandesa al constatar la imposibilidad de concluir ésta dentro del término previsto por la normativa de aquel país, que finalizaba el 2 de octubre del 2020. En el mismo sentido, el 16 de septiembre del 2020 la matriz holandesa registró en la Securities Exchange Commission (SEC) el hecho de que las tres sociedades del grupo audiovisual habían decidido no seguir adelante con el desarrollo del plan de fusión acordado. Con ello, al menos de momento, se da por finalizada la proyectada fusión en los términos aprobados por Mediaset.

No obstante, creemos de interés analizar la estructura de los votos adicionales por lealtad acordada por la matriz holandesa del grupo y aprobada en las juntas generales de sus

participadas italiana y española que hubiera sido efectiva tras la ejecución de la fusión tripartita, estructura que ha sido una de las principales causas por las que la jurisdicción española ha considerado que los acuerdos de modificación estatutaria respecto al reconocimiento de las acciones de votos adicionales por lealtad, de haber prosperado la fusión, hubieran podido considerarse abusivos en detrimento de la minoría. Entiende tanto el juzgado como la Audiencia que «la estructura del voto de lealtad está diseñado para blindar absolutamente el control de Fininvest [la empresa familiar que controla el grupo] sobre MFE [la sociedad absorbente holandesa]».

## 2. La estructura de las acciones de lealtad en la matriz holandesa

En el Auto de 28 de julio del 2020, el magistrado recoge la estructura —que se hubiera puesto en funcionamiento de prosperar la fusión— de la forma que sigue:

... existirán 3 clases de acciones especiales de voto múltiple, en función de la titularidad ininterrumpida y de la inscripción ininterrumpida en un registro especial de aquellas acciones ordinarias de MFE por razón de las cuales se hayan asignado dicha[s] acciones especiales de voto:

- i. las acciones especiales de voto A, con 3 derechos de voto, bien por asignación inicial tras la fusión o bien por el transcurso de 3 años de permanencia en el accionariado;
- ii. las acciones especiales de voto B, con 5 derechos de voto, bien por el transcurso de 2 años de permanencia en el accionariado tras la asignación inicial tras la fusión o 5 años de permanencia para nuevos accionistas; y
- iii. las acciones especiales de voto C, con 10 derechos de voto, bien por el transcurso de 5 años de permanencia en el accionariado tras la asignación inicial tras la fusión u 8 años de permanencia para nuevos accionistas.

Todas estas acciones especiales de voto no podrán ser negociadas ni en el Mercato Telematico Azionario ni en las Bolsas españolas. Asimismo, mientras que las acciones ordinarias de MFE serán libremente transmisibles, las acciones especiales de voto no podrán ser transmitidas a terceros, excepto en circunstancias muy limitadas...

El mecanismo de asignación de estas acciones especiales de voto a los socios de la sociedad española se describe por el consejo de esta forma: treinta días naturales después de la fecha de efectividad de la fusión, los accionistas originarios de Mediaset, que recibirán acciones de MFE en canje de las acciones de Mediaset de las que sean titulares, tendrán derecho, de manera agregada, a tres derechos de voto por cada acción ordinaria en el capital social de la sociedad de la que sean titulares. A tal efecto, la sociedad emitirá —además de las acciones ordinarias emitidas en el contexto de la fusión— acciones especiales de voto con dos derechos

de voto cada una (las acciones especiales de voto A). En el trigésimo día natural posterior a la fecha de efectividad de la fusión (la fecha de asignación inicial A), dichas acciones especiales de voto A serán asignadas a aquellos accionistas legitimados para recibirlas de manera adicional a cada una de las acciones ordinarias de la sociedad de las que ya sean titulares y que les habrán sido asignadas en el contexto de la fusión (cada una con un derecho de voto). Las acciones especiales de voto A también serán emitidas y asignadas a aquellos accionistas originarios de Mediaset España que recibirán acciones de MFE en canje de las acciones de Mediaset España de las que sean titulares, siempre y cuando estén legitimados a recibirlas (texto extractado de la documentación disponible para los socios en la página web de Mediaset en relación con la junta extraordinaria de 5 de febrero del 2020).

Si se hubiera ejecutado la fusión, de forma consecutiva, transcurridos dos años desde la tenencia ininterrumpida de las acciones de la clase A, el socio podría acceder a las acciones de la clase B y, tras otros tres años, a las de la clase C. Como se indica en el Auto de la Audiencia Provincial de Madrid número 32/2020, de 14 de febrero, citando el informe de un banco elaborado a instancia del socio minoritario, de haberse ejecutado la fusión, la evolución de la estimación del voto a dos años y treinta días y de cinco años y treinta días, esto es, teniendo en cuenta las acciones especiales de voto B y C, es la siguiente: con las acciones especiales de voto B, Fininvest (sociedad familiar que controla el grupo Mediaset) pasaría a tener el 53,2 % y, con las acciones especiales de voto C, el 56,35 %, frente al 34,56 % y al 36,85 %, respectivamente, de Vivendi.

Lo que se plantea es, pues, si los acuerdos adoptados en las juntas de las tres sociedades, condicionados en su eficacia a la ejecutividad de la fusión, incorporan un estructura de acciones de voto adicional que suponen la adopción de un acuerdo impuesto de manera abusiva por la mayoría en los términos del artículo 204.1 de la Ley de Sociedades de Capital.

Sin embargo, los diversos pronunciamientos judiciales aclaran que no es competencia de la jurisdicción española analizar la validez de unas cláusulas estatutarias conforme al derecho holandés —que es el que regiría tras la fusión al estar la matriz domiciliada en Holanda—, sino analizar —en lo que aquí interesa— si el acuerdo puede indiciariamente considerarse abusivo desde la óptica de la legislación española —que es la que se aplica al acuerdo impugnado adoptado por una sociedad española— a los efectos de apreciar el *periculum in mora* en el marco de las medidas cautelares solicitadas. Tanto el juzgado como la Audiencia aprecian indiciariamente que el acuerdo de fusión se adoptó «por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de la minoría» (art. 204.1.II LSC).

### **3. El posible carácter abusivo del esquema de reconocimiento progresivo de derechos de voto adicionales vinculados a tres clases de acciones de lealtad**

Hemos de comenzar afirmando que este esquema de reconocimiento progresivo de votos adicionales no podría ser incorporado estatutariamente en una sociedad española ni *de lege data* —prohibición de acciones de voto múltiple recogida en el artículo 96 de la Ley de

Sociedades de Capital— *ni de lege ferenda*. El «Proyecto de Ley por la que se modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, que está siendo tramitado por el procedimiento de urgencia», incluye un régimen para las acciones de voto adicional o acciones de lealtad (conocidas en derecho comparado como *time-phased voting rights* o *tenured voting rights*, *droits de vote double*, *maggiorazione del voto*) en los nuevos artículos artículos 527 *ter* a 527 *undecies* de la Ley de Sociedades de Capital. El régimen está basado en el reconocimiento voluntario para las sociedades cotizadas —y para las que solicitan su admisión a negociación— de un voto adicional por acción vinculado a la permanencia del socio en la sociedad durante un plazo de dos años ininterrumpidos. El *dies a quo* para el cómputo del plazo de dos años se referencia a la fecha de inscripción del socio en el libro registro especial de acciones con voto doble (nuevo art. 527 *ter* LSC).

La justificación que se da en la exposición de motivos del referido proyecto de ley para la introducción de estas acciones de voto doble es que «se trata de un mecanismo que puede ser utilizado para incentivar a los accionistas a mantener su inversión en la sociedad en el largo plazo y reducir presiones cortoplacistas sobre la gestión de las empresas. Además, con su introducción, nuestro régimen societario y, en definitiva, nuestro mercado bursátil ofrecerán las mismas opciones que permiten otras legislaciones europeas, reforzando así su atractivo». Lo que no se dice es que, obviamente, estas acciones de voto doble pueden servir para incrementar el porcentaje de votos del socio de control o mayoritario. En el derecho holandés, el reconocimiento de estas acciones de lealtad es jurisprudencial y los tribunales han validado su reflejo en los estatutos de la sociedad siempre que su inclusión atiende al cumplimiento de un fin lícito y constituyan una medida proporcionada para el cumplimiento de este fin.

La justificación que dio Mediaset para la aprobación en la junta de febrero del 2020 de las acciones de voto adicional de la clase A fue el «fomentar el desarrollo y la participación continuada y a largo plazo de un núcleo principal de accionistas de un modo tal que se refuerce la estabilidad del grupo Mediaset».

Como consecuencia de este mecanismo, el socio de control, trascurridos ocho años de la fusión, superaría el 50 % de los derechos de voto de la sociedad holandesa. Ello nos lleva a plantearnos si el reconocimiento de las acciones de voto adicional tras la fusión pudiera ser constitutivo de un abuso de derecho de carácter relacional (Á. Carrasco Perera) y el acuerdo, impugnado al amparo del artículo 204.1 de la Ley de Sociedades de Capital, reformado por la Ley 31/2014 («Son impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la ley, se opongan a los estatutos o al reglamento de la junta de la sociedad o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. La lesión del interés social se produce también cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría. Se entiende que el acuerdo se impone de forma abusiva cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios»).

Si bien la exposición de motivos de la Ley 31/2014 no hace referencia expresa a las causas justificativas de la reforma de este apartado 1 del artículo 204, en ella se reconoce que la norma se ha elaborado sobre la base del Informe de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo de 14 de octubre del 2013. En este informe se alude a las reformas acaecidas en el derecho comparado respecto al régimen de impugnación de acuerdos sociales en donde existen diversas similitudes tales como «la configuración de la impugnación de los acuerdos sociales como una institución en cierto modo autónoma e independiente del régimen común de nulidad de los actos y negocios jurídicos» o «un diseño más amplio de las causas de impugnación (señaladamente en lo relativo al concepto de interés social, que incluye también el interés del socio común o del común de los socios, frecuentemente amenazado por el interés del socio mayoritario)». Se trata de «ampliar la tutela del interés social y de la protección de los derechos de las minorías». La finalidad de la reforma en este punto es simplificar el tratamiento de la impugnación con vistas a maximizar la protección material de los accionistas minoritarios. Pues bien: para maximizar esta protección, entre otras medidas, se amplía el concepto de «interés social» para incluir dentro de las infracciones del patrimonio social aquellos casos en que los acuerdos, aun cuando no afectan negativamente al patrimonio social, resultan injustificadamente lesivos para los accionistas minoritarios — se cita como ejemplo el aumento de capital no necesario para el desarrollo de la empresa y planificado única y exclusivamente con la finalidad de diluir a la minoría—. «Es cierto que, en algunas ocasiones, al problema se le ha encontrado remedio canalizando su tratamiento por la vía del abuso del derecho y configurándolo como abuso de mayoría. No obstante, el desarrollo de esta doctrina es aún muy incipiente. En opinión de esta comisión, resulta, por ello, oportuno eliminar los obstáculos formales o literales existentes en la normativa actual consagrando expresamente este supuesto como causa de impugnación, lo que facilitará —en línea con otras experiencias comparadas— la lucha contra prácticas societarias que constituyen abusos flagrantes». En estos casos de conflictos intrasocietarios, al estar la conducta abusiva expresamente tipificada como causa de impugnación del acuerdo social, no le es aplicable el régimen general del artículo 7.2 del Código Civil, sino que ha de estarse a lo específicamente previsto en el artículo 204.1 II de la Ley de Sociedades de Capital (STS 73/2018, de 14 de febrero, fundamento de derecho sexto).

Es evidente que una estructura de voto adicional por lealtad como la expuesta para la matriz holandesa del grupo Mediaset no podría incorporarse a los estatutos de una sociedad española en donde, a diferencia de en otros ordenamientos jurídicos —recientemente en el derecho belga—, no se admiten las acciones de voto plural a excepción de las *nuevas acciones de lealtad* una vez que la reforma entre en vigor, las cuales reconocen un único voto adicional por acción. Se indica al respecto en el Auto de 28 de julio del 2020 que «una desviación tan brutal del esquema de votos de lealtad como la diseñada por MFE no es compatible ni con el Derecho español actualmente vigente, ni lo sería con el que parece podría promulgarse en un futuro de aprobarse finalmente el anteproyecto, lo que pone claramente de manifiesto la concepción que se tiene en España de este tipo de instrumentos lo que viene a reforzar la valoración de abusividad que reiteramos». Tanto la Audiencia como el Juzgado de lo Mercantil consideran,

tras un análisis pormenorizado de los hechos, que el acuerdo es indiciariamente abusivo a la luz de la legislación española.

#### 4. **¿Podría considerarse en algún supuesto el reconocimiento de las acciones de lealtad como un acuerdo abusivo tras la reforma de la Ley de Sociedades de Capital?**

La pregunta que podríamos hacernos entonces es si, en una sociedad cotizada con un núcleo duro accionarial que ejerce una mayoría clara de los derechos de voto frente al accionariado disperso que participa en el capital social, el reconocimiento de las acciones de lealtad podría, en la línea argumental que planteó Vivendi y que reconocen las diversas resoluciones judiciales, ser constitutiva de una situación de abuso de derecho y, por tanto, impugnabile el acuerdo de modificación estatutaria por el que se incorporan a la sociedad al amparo del artículo 204.1 II de la Ley de Sociedades de Capital.

Podría suceder que el socio o los socios mayoritarios, titulares por ejemplo del 28 % del capital social, tras dos años de inscripción en el libro registro de acciones de voto adicional, pasaran a contar con el 56 % de los votos no habiendo otros socios que, pese a haber obtenido también el voto doble por el transcurso del tiempo, llegaran a porcentajes superiores al 20 %. Es decir, que estemos ante un caso en el que el mecanismo se introduce sin justificación aparente —en el régimen proyectado no se exige una justificación específica, por lo que esta exigencia ha de reconducirse al artículo 286 de la Ley de Sociedades de Capital, que obliga a los administradores a elaborar un informe justificativo de la propuesta de modificación estatutaria— y, por ello, la única causa de la modificación sea el reforzamiento de la posición del socio mayoritario al darle prácticamente el control absoluto —en expresión utilizada por el Auto de 22 de julio del 2020— sobre la cotizada gracias al voto doble por lealtad en detrimento de los socios minoritarios.

A la vista de la exigencia de mayorías superreforzadas para la adopción del acuerdo de reconocimiento de las acciones de voto adicional (el 60 % del capital presente o representado en la junta si asisten accionistas que representen el 50 % o más del capital total suscrito con derecho a voto y el voto favorable del 75 % del capital presente o representado si concurren accionistas que representen el 25 % o más del capital, lo que será en todo caso necesario, sin alcanzar el 50 %, artículo 527 *quater*), no parece fácil que el socio mayoritario con un porcentaje inferior, por ejemplo, al 50 % del capital social, pueda imponer en la junta el acuerdo de reconocimiento de las acciones de lealtad, con lo que se estrecha el margen de actuación de que dispone para lograr, abusivamente al menos, este acuerdo social, que constituye una medida antiopa evidente.

Al hilo de esta cuestión, que el reconocimiento del voto doble por lealtad en derecho español pueda ser una medida antiopa se aprecia en otros ejemplos que impedirían que el autor de la opa total sobre la cotizada pudiera hacerse con el 100 % del capital social. Nos referimos al régimen de compra forzosa tras una opa (*squeeze-out*). El artículo 136 del Texto Refundido

de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) se refiere al oferente que posea valores que representen al menos el 90 % del capital que confiere derechos de voto y que la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 % de los derechos de voto, distintos de los que ya obraran en poder del oferente. Si bien la norma alude, para el cálculo del 90 % del capital, al que confiere derechos de voto (esto es, todas las acciones excepto las acciones sin voto), para el reconocimiento del derecho de compra forzosa es necesario, además, que la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 % de los derechos de voto al margen de los que ya tuviera el oferente. Aquí las acciones de voto doble por lealtad pueden impedir el funcionamiento del *squeeze-out* por existir, por ejemplo, un accionista que no haya acudido a la opa que tenga el 9 % de las acciones de la sociedad con derecho a voto y que cuente con voto doble por lealtad: su porcentaje de voto impide que la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 % de los derechos de voto, con lo que no habría compra forzosa de su participación. En este ejemplo muy simple, imaginemos una cotizada en la que el 91 % de las acciones siguen la regla de «una acción, un voto» y el 9 % restante atribuido a un socio o a varios en concierto tiene voto doble por lealtad. El porcentaje del 91 % de las acciones sobre el total de los votos es del 83,5 % aplicando el redondeo. Y el porcentaje de votos del 9 % restante es del 16,5 %, con lo que no se cumplen los presupuestos del artículo 136 del TRLMV y el autor de la opa no podría acudir a este instituto para hacerse con el 100 % del capital social, con la consiguiente desmotivación para el lanzamiento de una opa.

Tanto el Juzgado de lo Mercantil como la Audiencia Provincial consideraron que el esquema de acciones de voto adicional por lealtad aprobado por las sociedades del grupo Mediaset participantes en la fusión transfronteriza no respondía a una necesidad razonable de la sociedad, probablemente porque entendieron que su objetivo era blindar absolutamente el control del grupo familiar mayoritario sobre la matriz holandesa. Con ello se está introduciendo un interesante matiz en el reconocimiento de las acciones de voto adicional por lealtad que podría llevar a un control *ex post* de estas cláusulas estatutarias, al menos en los casos más evidentes de abuso de derecho.

Creemos que sólo en casos extremos podría considerarse que el acuerdo de la junta —recuérdese que adoptado con mayorías muy reforzadas— sea abusivo por haberse realizado por el socio mayoritario en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios: el tercer presupuesto de la abusividad del acuerdo, que por otra parte no perjudica al patrimonio social, es la constatación de que dicho acuerdo no responde a una «necesidad razonable» de la sociedad (art. 204.1.II). Las acciones de voto adicional por lealtad van a estar reguladas en nuestra Ley de Sociedades de Capital y siempre podrá la cotizada considerar que es una necesidad razonable la de reducir las presiones cortoplacistas sobre su capital e incentivar a los accionistas a mantener su inversión a largo plazo, como se indica en la exposición de motivos del proyecto de ley. Que la resolución se haya adoptado en detrimento injustificado de los demás socios no será fácilmente demostrable al poder optar todos ellos al voto adicional para sus acciones transcurridos dos años ininterrumpidos desde su adquisición. Sólo

supuestos realmente patológicos —como parece ser el caso Mediaset— de acuerdos adoptados derechamente para reforzar la posición del socio mayoritario hasta umbrales superiores al 50 % del capital social con derecho a voto en perjuicio de un minoritario con participación significativa en la cotizada —que resultaría de esta forma *atrapado* en la sociedad al no poder desprenderse fácilmente de su participación a valor de mercado por el volumen que éste alcanza— podrían subsumirse en la conducta descrita en el artículo 204.1 II de la Ley de Sociedades de Capital. Habrá que estar siempre al caso concreto para constatar que se han sobrepasado manifiestamente los límites normales del ejercicio del derecho a reconocer el voto doble a los socios *fieles* a la cotizada.