

[ C8 ]

Cuaderno 08

CUADERNOS DE LA  
CÁTEDRA GARRIGUES

Noviembre 2016

**CÁTEDRA  
GARRIGUES  
DE MODERNIZACIÓN DEL  
DERECHO DE SOCIEDADES**



GARRIGUES

# Conflictos de intereses y derechos de los socios en la sociedad de capital

Directores de la Cátedra

**D<sup>a</sup>. Mónica Martín de Vidales Godino**

Co-directora del Departamento Mercantil de Garrigues

**D. Javier W. Ibáñez Jiménez**

Profesor propio ordinario de Derecho Mercantil, Universidad Pontificia Comillas

## **CUADERNOS DE LA CÁTEDRA GARRIGUES**

**Cuaderno 08**

**Conflictos de intereses y derechos de los socios en la  
sociedad de capital**

Directores de la Cátedra: D<sup>a</sup>. Mónica Martín de Vidales Godino  
y D. Javier W. Ibáñez Jiménez

Edita: Universidad Pontificia Comillas

Diseño de la colección: Seteseoito Diseño Gráfico

ISBN: 978-84-8468-808-2

# Índice

01	Cuestiones actuales sobre el voto vacío <b>Emilio DÍAZ RUÍZ</b>	4
02	<i>Equity swap</i> y alternativas eficientes de compra de votos <b>Alexandru LAZAR</b> <b>Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ</b>	8
03	El ejercicio de los derechos de socio por el acreedor pignoraticio en la prenda de acciones <b>Abel VEIGA COPO</b>	15
04	El derecho de separación como vía superadora de conflictos intrasociales <b>Miguel MARTÍNEZ MUÑOZ</b>	30

# Cuestiones actuales sobre el voto vacío

# 01

Emilio DÍAZ RUÍZ \*

\* Profesor titular de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid

Buenas tardes a todos,

Muchas gracias al profesor Ibañez por haberme invitado a participar, aunque no es la primera vez, ya hace algún tiempo, en esta Facultad y muy brevemente porque hay muchos intervinientes y poco tiempo, voy a hablar del problema del voto vacío y donde ha tenido la mayor incidencia, quizá no es algo que en España esté tan de moda o sea tan importante como en otros países sobre todo en el mundo anglosajón donde el sistema de protección de los accionistas es muy distinto y fundamental, la idea del *duty of care* de los administradores sociales más que las normas tal y como vienen establecidas.

El voto vacío se estudio en nuestras Universidades hace mucho tiempo, en las décadas de los noventa del siglo pasado, y tuvo un caso, digamos, paradigmático, el famoso *Telus Corporation* en el que había una compañía que era *Mason Capital Management* en el que, por medio de este voto vacío, que ahora diremos un poquito lo que es, aunque el profesor Ibañez incidirá más posiblemente sobre ello, en más detalle y con más autoridad, pues, tomó el control, hizo que una determinada compañía, *Status Corporation*, tomara unas decisiones que interesaban a *Mason* y que no necesariamente eran interés de *Telus* y esto fue así porque obtuvo por vía de estas técnicas de voto vacío mayoría absoluta en la Junta General. El Tribunal de Primera Instancia le dio la razón pero el Tribunal Supremo de la Columbia Británica dijo que no y permitió que siguieran adelante las decisiones tomadas en esta situación en la que, quien votaba, porque el voto vacío significa, o mejor dicho se da cuando hay una situación en la que un accionista, alguien que comparece en la Junta General, ejerce unos derechos de voto que no se corresponden con su situación real de socio, es decir, tiene más votos que le corresponderían, ¿cómo? por diversas técnicas que, como digo, en España es más difícil que sucedan pero en Estados Unidos o, en este caso, en Canadá, la vía más fácil es la de las *proxy files*, es obtener votos, delegaciones de votos para asistir a la Junta de los accionistas, eso es una vía.

Hay otra vía que se está estudiando cada vez más pero creo que hoy a la vista de las restricciones que hay, como en Europa, para la utilización de derivados, se habían utilizado mucho los *total return swaps*, básicamente es un contrato en virtud del cual una de las partes se compromete a pasar a la otra los rendimientos explícitos e implícitos, en vía de dividendos o de intereses según la posición que se tome y de plusvalías latentes de unos determinados valores que normalmente son de renta variable contra el pago por la otra de los mismos rendimientos de otros valores de renta fija, esto es uno de los modelos de *total return swap* porque hay infinitas variedades, pero la que más se ajusta o se acomoda a este uso del voto vacío es ésta. Uno de los pactos que se incluye en esos *total return swaps* normalmente es, ojo, pero para que no me alteres los temas económicos, yo, que no soy el dueño de los valores, pero que tú me vas a dar los dividendos, me vas a dar el derecho de voto porque sino vas a ir a la Junta y vas a decir que no se pague ni un dividendo, y entonces se lo pagas.

A veces se va a las Juntas y se vota, no sólo que se paguen los dividendos, sino que, por ejemplo, no se haga un aumento de capital liberado, o se haga un aumento de capital liberado que era lo que se había hecho por ejemplo en este caso de *Telus*, se había hecho un aumento de capital liberado que era lo que me correspondía a mí por virtud del *total return swap*, y claro ¿qué ha sucedido ante esto?, pues que, por ejemplo, en Estados Unidos se han introducido algunas técnicas de restricción del voto vacío, técnicas legislativas, pero que de hecho hasta donde yo se, que como sabemos todos en Estados Unidos no hay una legislación única, sino que hay una por cada Estado, que la más conocida es la de Delaware, ya que es la más flexible y en la cual la inmensa mayoría de sociedades cotizadas americanas se someten a la legislación de Delaware, y que tengan luego el domicilio donde lo tengan, aquí sería una técnica de fraude de ley, cosa que allí no lo es. En Delaware no han introducido, hasta donde yo se, ninguna medida de restricción, pero no lo aseguro ya que es difícil seguir la legislación de todos los cincuenta Estados.

En Europa se planteó el problema también porque a raíz de la sentencia de *Telus*, que fue la más conocida, la ESMA lanzó una consulta para ver si esto era un problema de Europa y si había que hacer algún movimiento legislativo, al final concluyó el informe en 2012 diciendo, bueno, en este año se hizo el primer borrador, y el informe final me parece que es del 2014, no, es del 2012, se publicaron ambos dos en el mismo año, en el que se llegó a la conclusión de que, bueno, que esto del voto vacío en Europa no era un problema, y que no siendo un problema pues que no iban a legislar en virtud del principio de intervención mínima. Sin embargo, he dicho ya que en España no hay problemas con esta utilización y hemos dicho también que en el día de hoy en Estados Unidos hay menos sobre todo en el uso de derivados de *proxy files* por un motivo: en Estados Unidos, por la *volcker rule*. En virtud de la *volcker rule*, los bancos de inversión no pueden hacer inversión en derivados

y menos aún los bancos comerciales, pero es que incluso las empresas tienen limitaciones por esas restricciones a los volúmenes de derivados que pueden celebrar; y en Europa con EMIL, aunque las restricciones son algo menores, también existen y sobre todo está el sistema de los repositorios donde hay que registrar todos los derivados que se celebren cualquier, bueno hay alguna excepción de las empresas comerciales no financieras y que no tiene un cierto volumen elevado.

¿Esto que supone? pues suponen dos cosas que hacen que el problema del voto vacío no funcione y es básicamente la de la transparencia, porque el voto vacío funciona de verdad cuando no es transparente. Una vez que se hace público, que esta situación se reconoce, pues claro, los demás accionistas tienen normalmente una actitud de rechazo, y en Europa además, y en España en concreto, como sabemos, con la última reforma de la Ley de Sociedades de Capital, son también acuerdos impugnables aquellos sin que ejercite cualquier socio en perjuicio de los intereses de la sociedad, o no de la sociedad, puede ser en perjuicio de los intereses de otros socios, prácticamente la inutilización del voto vacío se hace hecho siempre posible, es decir, es impugnable en la medida que perjudica los intereses del resto de los socios.

Se plantea sin embargo en España el problema del voto vacío, más que en las sociedades cotizadas que es donde en general, en los países donde se ha producido esta, digamos, "asincronía" entre la propiedad y el derecho de voto, digo, que más que las sociedades cotizadas donde hay, o donde están, las limitaciones indirectas, y la vía de impugnación de acuerdos por los demás socios en la medida que pueda perjudicarles, se ve más bien en las operaciones de M&A, en las operaciones de financiación de adquisiciones, porque, en España, en nuestra Ley de Sociedades de Capital, tenemos algo que no en todos los países existe y es que establece que, en caso de pignoración, como sabemos, los Estatutos Sociales determinan quién tiene los derechos de voto; y en las financiaciones, especialmente en los proyectos de financiación, lo que sucede es que los financiadores pignoren, obtengan a su favor una pignoración del capital de la sociedad objetivo, y que obliguen a la modificación de los estatutos para que el derecho de voto se atribuya a los acreedores. Esto ha generado también varios problemas en el mundo de las reestructuraciones en el que estamos, acerca de si son administradores de hecho o no, lo que sucede es que ahora se ha planteado el problema de una circunstancia que se suele también incluir cuando hay un MBO o un LBO, o en las financiaciones de proyectos, los bancos no quieren administrar la sociedad, ni de lejos, lo que quieren es que si sucede algo, como un supuesto de incumplimiento o una situación en la que empieza a tambalearse la situación financiera del financiado, poder evitar que este haga un alzamiento de bienes o lo que ahora dice la propia Ley Concursal, "una venta apresurada y ruinosa de los mismos". Entonces, para evitar circunstancias de este tipo, se produce un curioso fenómeno contractual en el cual los financiados tienen el derecho de voto pero se someten también contractualmente a no ejercerlo, y a delegárselo a favor del financiado pignorante, con la condición de que cuando pase algo ya le retiran, esta delegación no sirve, que es una especie de situación circular. Esto sí que da a una situación potencial de voto vacío, por lo menos de voto vacío interino, por lo que lo normal es que al final suceda que los bancos, o mejor dicho, los financiadores, que acaban ejecutándola, acaban también adjudicándosela.

Aquí, sin embargo, no hay limitaciones, los estatutos dirán a quién pertenecen, y pertenecerán a los acreedores y estos tendrán ese derecho y aquí sí se puede advertir, eventualmente, una situación de voto vacío. No creo que deba existir tanta preocupación en estos supuestos de MBO o LBO porque hay también estos mecanismos de subdelegación, pero sí puede pasar que en sociedades, por la razón que sea, esta atribución del derecho de voto a favor de los acreedores, sí se produzca el hecho de que haya un acreedor, que tiene pignorados determinados valores, si es cotizado o incluso participaciones sociales ¿por qué no?, que tenga estos derechos de voto y sí que los ejercite de una forma tal que sean, no tanto para buscar el interés de la propia sociedad, sino para satisfacer el interés propio y legítimo que es el de que le paguen, y esto es legítimo ya que trata de proteger su propio derecho, y puede acudir a esta circunstancia y, no siendo accionista, no siendo socio, tener un interés patrimonial limitado a un tiempo, el de la duración de su propia financiación, sin embargo, esté tomando decisiones que afecten a la vida de la sociedad de forma definitiva, no necesariamente en perjuicio de ella, pero de una manera que tampoco le beneficia, que puede llegar a suponer una situación de conflicto de interés con los socios, con alguno de ellos, con el mayoritario por ejemplo.

Hay una cuestión también aquí en relación a la materia del voto vacío, y es la discusión amplia, que hay en Estados Unidos sobre todo, acerca de la cuestión de la transparencia, vamos a ver, el voto vacío existe, no es necesariamente algo de mala fe, ni doloso, pero lo que no puede ser es que cuando se va a una Junta nadie sepa por qué se está actuando así, en virtud

de qué tiene esos derechos de voto y ahí si que hay algunos Estados donde se ha introducido legislación, según la cual quien acuda a una Junta con votos que no son suyos, es decir, acogiéndose a alguna de estas formas de delegación de voto, se le obliga con un determinado plazo a indicar de dónde le viene esta delegación de votos, o en virtud de qué contrato o negocio jurídico tiene esta atribución de unos derechos políticos que no se corresponden con los que se corresponderían si sólo ejercitara los que tiene como propietario.

# *Equity swap* y alternativas eficientes de compra de votos

# 02

Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ\*

## SUMARIO

- I. Naturaleza jurídica del *equity swap*, según su prefiguración contractual
  1. Como instrumento derivado (unitario): término esencial y aleatoriedad
  2. Como posición sintética (pluricontractual)
  3. Como venta en corto sine possessione
- II. Idoneidad para segmentar (découplage, decoupling) voto y rendimiento económico de la acción
- III. Idoneidad para lograr la administración de hecho
- IV. Limitaciones el dilema regulatorio del *equity swap*, desde la óptica de la teoría de conflictos de interés societarios

\* Profesor propio de Derecho Mercantil. Universidad Pontificia Comillas

## I. Naturaleza jurídica del *equity swap* (ES), según su prefiguración contractual

### 1. Como instrumento derivado (unitario): término esencial y aleatoriedad

El denominado internacionalmente *equity swap*, expresión que cabría traducir como intercambio de flujos financieros sobre acciones, es un contrato de instrumentos derivados+ de los susceptibles de contratación en el mercado de valores conforme a lo dispuesto en el art. 2. Concretamente+

El interés de estudiar la naturaleza jurídica de este contrato se comprende plenamente si se repara doblemente en el alcance teleológico y en la magnitud de los costes asociados al cumplimiento de las nuevas obligaciones administrativas de información a las agencias supervisoras que en Europa ha impuesto recientemente el conocido como Reglamento EMIR; el cual establece unos altos (y antes desconocidos) niveles de transparencia en la contratación OTC, imponiendo entre otros deberes el de comunicar a la autoridad y consignar en registros públicos (*trade repositories*), respecto a otros derivados y entre otros los que tienen por subyacente acciones, las características del contrato y sus elementos subjetivos y objetivos, a virtud de lo dispuesto en el Reglamento Delegado (UE) 148/2013, recientemente reformado por el 2017/104, de 19 de octubre de 2016. El Reglamento precitado impone obligaciones de transparencia acordes al enorme volumen de estas operaciones, y su consiguiente trascendencia para la generación de riesgo sistémico, en especial bancario, si bien los datos comunicados varían sustancialmente en función de circunstancias particulares del contrato, entre las que podrían contarse las finalidades de ocultación o reserva legítima (*legitimate reason*) propias del voto vacío, que haría innecesario, por ejemplo, comunicar el valor actual del *equity swap* al tiempo de practicarse la comunicación, conforme a las obligaciones de cumplimentación del informe dispuesto en el Anexo del Reglamento<sup>1</sup>.

El esquema de flujos intercambiados en diferentes modalidades de *equity swap* varía, pero en todos se presenta como elemento común la transferencia entre las partes de dividendo, siquiera de forma teórica *nocional*, virtual o no asociada al efectivo devengo y pago societario a un socio de una prestación dineraria en calidad de renta variable. Desde el punto de vista de las cuestiones asociadas al voto vacío, ese dividendo es relevante en cuanto suele intercambiarse en pactos parasociales por la disposición de votos en junta general, como ha indicado el profesor Díaz.

El esquema siguiente ayudará a visualizar en alguno de los casos más frecuentes el funcionamiento del sistema de prestaciones intercambiadas habitualmente en supuestos estándar de contratación *over the counter* de este producto financiero, cuyo subyacente o activo de referencia para calcular la diferencia debida finalmente entre las partes es una acción o conjunto de acciones de una sociedad de capital (en nuestro ordenamiento, con forma jurídica de mercantil anónima).

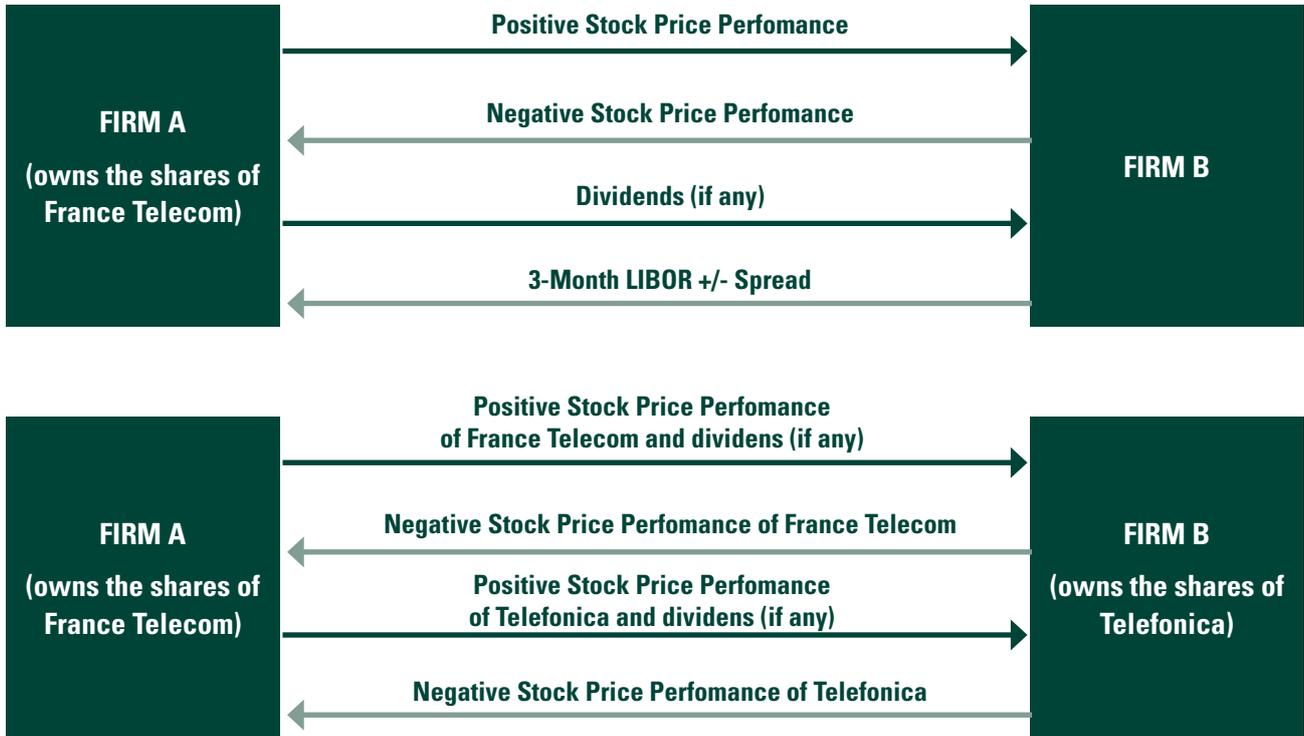
En la primera operación de la figura siguiente, que es un contrato a término o a plazo+, se observa que la sociedad A, que posee acciones France Telecom, se obliga a entregar a su contraparte los rendimientos positivos o incrementos que genere la cotización del *equity* subyacente (acciones de France Telecom), y tiene derecho a exigir de ella los posibles descensos de cotización en las fechas de liquidación pactadas. Simultáneamente, el contrato dispone, además de acciones, de otro subyacente, que consiste en dividendos de la compañía, los cuales habrá de abonar, si se devengan, la sociedad A a la B, a cambio de los intereses que en la fecha de liquidación genera un préstamo variable teórico o nocional cuyo tipo de interés de referencia es el interbancario londinense, con el correspondiente diferencial predeterminado que se sustrae o añade (*spread*) al interés de referencia interbancario. Este tipo de *equity swap*, en síntesis, un intercambio de dividendos y diferencias de cotización de una acción, por intereses asociados a un préstamo teórico o nocional.

En la segunda operación de la figura 1, el mecanismo del *equity swap* es idéntico, con la única peculiaridad respecto a la primar de que la contraparte B no cruza o intercambia sus dividendos sobre las acciones poseídas de France a cambio de intereses, sino a cambio de otro dividendo, el que la abonará B por su titularidad dominical sobre acciones de Telefónica,

1 Cf. Borg, Ch. Hillis, B. Williams, J. T., Bahia, R. Box, M.T., Brown, C., Brown, G., Falkner, R., Hatfield, J., Hewetson, C., Kay, R. Stainthorpe, N., Zaman, P., O'Shea, E. (2014), "New ESMA Guidance on EMIR Transaction Reporting", *Reed Smith*, 14 de febrero, <https://www.reedsmith.com/New-ESMA-Guidance-on-EMIR-Transaction-Reporting-02-14-2014/>, acceso 3.11.2016.

con los correspondientes ajustes de cotización en ambos casos; aquí hay un riesgo de cotización bilateral o *double market price risk*.

Figura 1



En el plano de su naturaleza civil debe consignarse que cualquier contrato de *equity swap* es aleatorio (1790 CC) en la medida en que una o ambas partes, como sucede en los diferentes esquemas examinados, se comprometen a pagar cantidades de dinero por dividendos desconocidas al tiempo de celebración del contrato, pues el pago depende de la evolución del precio de la acción, o bien del hecho desconocido a priori de la distribución de un dividendo, o de ambas cosas a un tiempo. La causa como contrapartida o *correspective* de las prestaciones comprometidas no es un sinalagma cierto sino, como es propio del negocio aleatorio, potencial, concretado en la esperanza que albergan los contratantes de conseguir un posible cobro dinerario por dividendos de su contraparte, siendo desde luego desconocidas ambas magnitudes intercambiadas (o al menos una) *ex ante*. Estamos ante prestaciones ignoradas de antemano *an et quanto*.

En todos los casos de *equity swaps* conocidos en el mercado, la operación es a término en la medida en que es preciso, no solo esperar al vencimiento o a diferentes fechas de liquidación para abono de rendimientos, sino considerar ese lapso temporal como circunstancia aneja indisolublemente a la causa o motivo estándar de contratación, la generación de un crédito diferencial+

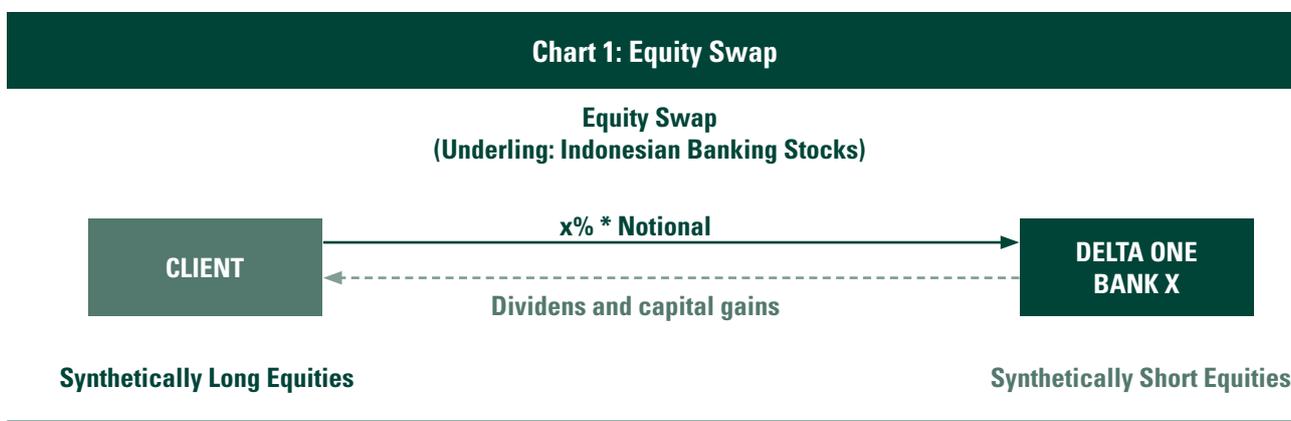
## 2. Como posición sintética (pluricontractual)

Otras figuras de *equity swaps* involucran intercambios contractuales más complejos, donde las contraprestaciones compensadas resultan de la previa contratación de uno o más instrumentos derivados, y simultáneamente de una o más operaciones al contado. Podemos citar entre estos supuestos, las combinaciones de:

- a) Acciones (cuyo dividendo es objeto de intercambio, como en los casos más simples examinados) con “venta de futuros”, es decir, con la toma de una “posición corta” (artículo 3 del Reglamento (UE) 236/2012), apostante a la baja de la cotización de las acciones, *equity* o stock subyacente, esto es, en argot, bajista (*bearish*).
- b) Acciones con venta de opciones *call* (esto es, con posiciones concedentes de opciones de compra), o bien con compra de opciones *put* (vale decir, posiciones optantes o compradoras de derechos de opción), con liquidaciones diferenciales o de diferencias futuras generadas entre el precio de ejercicio de las opciones (*strike*) y la cotización del *equity* subyacente a vencimiento.
- c) Operaciones de recompra de acciones, que funcionan bajo mecanismos análogos a los presentes en la contratación de repos de deuda o *debt repurchase agreements*; y operaciones dobles o de doble, análogas a las de préstamo temporal de valores del mercado de crédito en operaciones bursátiles de contado, y que, de facto, funcionan como las antiguas operaciones bursátiles conocidas en las bolsas españolas (125 del Reglamento de Bolsas de Comercio de 30 de abril de 1967), cuyo funcionamiento y naturaleza es la de un *préstamo temporal* de valores. Como sucede en los supuestos de prenda de valores a que se referirá el profesor Veiga en su exposición, en estos se puede generar un mecanismo de transferencia temporal de la titularidad de los derechos políticos del socio, y por tanto, situaciones de voto vacío.

Apréciase en la figura siguiente (2) que el banco de inversión que contrata OTC con un cliente inversor recibe de este una prestación nocial a cambio de un dividendo (y unas diferencias de cotización) igualmente nocionales, sin necesidad de ser propietario (al menos temporalmente) de las acciones subyacentes, en la medida en que el pacto OTC se sustancia en una variante de swap sobre acciones que cabe calificar, económicamente, como *sintética* o proveniente de sumar los rendimientos de un conjunto o combinación de posiciones nocionales teóricas, perfeñada para lograr réplicas de rendimientos futuros equivalentes a las que se habrían obtenido contratando, en el caso del cliente, una posición real de compra de acciones y en el caso del banco, una venta de acciones. Se trata igualmente de un derivado OTC contratado a plazo, pero su carácter sintético y nocial del subyacente facilita el ajuste a necesidades especulativas o de cobertura incluso facilitando el control de riesgos en caso de cesión temporal de acciones con una finalidad de control societario o de ejercicio temporal de derechos de voto. Tal finalidad se verá facilitada si en la combinación pactada entre las partes se incluye la combinación de la cobertura sintética con una posición principal donde hay titularidad dominical sobre acciones.

**Figura 2**



### 3. Como “venta en corto” *sine possessione*

En muchos swaps sobre acciones subyacentes la finalidad del negocio consiste en intercambiar una titularidad futura vendiendo acciones que no se poseen, para posteriormente recomprarlas obteniendo una ganancia antes de tener que efectuar la entrega. Este tipo de operación, eminentemente especulativa y conocida en la jerga bursátil como “venta a corto” ha sido objeto de numerosas prohibiciones históricas y de cautelas normativas alternativas, como la exigencia previa de depósitos de garantía para cubrir diferencias.

En el ámbito bursátil o de mercados regulados (contrapuesto conceptual y operativamente al OTC que es propio de la operativa de los swaps de acciones aquí contemplada), y para garantizar la transparencia e integridad del mercado en el espacio europeo (cf. Reglamento (UE) 236/2012 sobre ventas a corto, Preámbulo, (5) y ss.), se han restringido (art. 12 de este Reglamento) las ventas de acciones *descubiertas*, es decir, sin que el vendedor los “posea” (art. 2.1.b del Reglamento) al celebrarse la compraventa, incluso si las ha tomado a préstamo o ha acordado tomarlas por tal título para liquidar la operación; sin perjuicio de la información sobre estas ventas que deben proporcionar los supervisores nacionales a la autoridad europea del mercado de valores (ESMA) de las posiciones netas cortas o vendedoras significativas (con umbrales ajustables que inicialmente se cifran en el 5 por mil del capital de acciones emitidas de la sociedad afectada) que previamente hayan comunicado los operadores, personas físicas o jurídicas inversoras (art. 6 del Rgto.) a los supervisores.

Normalmente y de manera natural, las autoridades de mercado (en el caso español, en épocas de elevación extraordinaria de la prima de riesgo, y consiguientemente de la volatilidad del mercado) han aplicado conforme al Reglamento 236/2012 las restricciones a la venta en corto o *sine possessione* para garantizar o al menos afianzar un tráfico de valores en que prime la eficiencia, se reduzca la especulación y se pueda desenvolver con soltura el principio de protección del inversor en un marco económico de libre formación del precio; no obstante, el prohibicionismo no está exento de críticas, en la medida en que se entienda que es el mar de fondo de una economía débil lo que desestabiliza el mercado, y no la acción puntual de *hedge funds* u otros especuladores, que tienen perfecto derecho a obtener un beneficio extraordinario aprovechando las oscilaciones de valor accionarial.

En los mercados de acciones europeos, en concreto, las limitaciones temporales o la prohibición de vender en corto se han aplicado en los últimos años al operador en plataformas de contratación (bolsas, mercados regulados o sistemas multilaterales) *prestatarío o titular equivalente* de las acciones (cf. art. 12.1 a Rgto.), pues en este caso ha de devolverlas, y el riesgo de reembolso se multiplica merced a la situación de descubierto; lo mismo sucede cuando el vendedor ha acordado tomar las acciones a préstamo o tiene, como señala el reglamento europeo, una “pretensión absolutamente ejecutoria por derecho contractual o derecho de propiedad a que se le transfiera la propiedad de un número correspondiente de valores de la misma categoría” liquidables a vencimiento (ex 12.1.b); o bien si pactó con tercero que este confirme la localización de la acción y que ha adoptado cautelas para darle una expectativa razonable de liquidación a vencimiento (12.1.c), vistos entre otros factores la frecuencia intradía de negociación y la liquidez (cf. art. 12.2).

No se aplican las restricciones en cambio si se ha pactado la recompra (repos, ex art. 2.1.b,i) o se han formulado pactos de recompra por cuya virtud se han acordado dos compraventas, una primera vinculada a otra compraventa posterior segunda con inversión de posiciones subjetivas entre ambas, celebradas a precios distintos y prefijados en ambas operaciones. Y tampoco se restringe el comercio en descubierto si la transmisión de las acciones ha tenido lugar en el marco de un contrato de préstamo de valores (de iure: 2.1.b ii); o en el marco de la toma de posiciones en futuros u otros derivados.

Precisamente, los *equity swaps* están excluidos de las restricciones de la contratación en descubierto, aunque se acuerde la venta a plazo o a término de acciones como second leg o segunda parte configuradora de la transacción del swap como contrapartida de otro subyacente en deuda o en acciones (2.1.b iii), lo que facilita el empleo de las operaciones de swap sobre acciones para construir estrategias de voto vacío.

## II. Idoneidad para segmentar (*découplage, decoupling*) voto y rendimiento económico de la acción

1. Respecto al contrato mutuo sobre valores (OM 25.03.91)
  - 1.1. Opacidad: AED
  - 1.2. Limitar coste financiero (para la cesión política, no negociable: Ibáñez 2013)
2. Comparación con los contratos de delegación de voto
  - 2.1. Opacidad limitada
  - 2.2. Limitación de costes de agencia
3. Confrontación con sistemas complejos multi- DCV

## III. Idoneidad para lograr la administración de hecho: limitaciones

1. Temporales
2. Transaccionales
3. Normativas (infra)

## IV. El dilema regulatorio del *equity swap*, desde la óptica de la teoría de conflictos de interés societarios

### 1. Planteamiento analítico-económico:

Ocultación de fondos flexibles y activismo alineador (Hu y Black 2006, Ramírez 2007) vs presión cortoplacista al directivo –ej: HF bajista toma más short futures que acciones, contra aceptantes de opa-

### 2. Soluciones a los conflictos:

- 2.1. Abstentivas
  - A) Inhibición de los operadores (ineficiente, LEE 2007).
  - B) Inhibición del legislador (ESMA): sería suficiente el régimen de transparencia de los emisores (DD 2005-2013) y ventas a corto.
- 2.2. De intervención eficiente
  - A) Gerencial
    - a) Sistemas eficientes de segmentación de inversores en IRM.
    - b) Contratación de *proxy advisors* por HF.
    - c) Contratación de *proxy solicitors* por IRM.
  - B) Normativas (hay que probar eficiencia ad hoc, LEE 2007).

- a) Autorregular en cláusulas estatutarias o contratos parasociales de uso de voto vacío: ¿empodera más al ejecutivo? Dudoso: depende de pactos con HF; con todo, amplitud de la impugnación (251 LSC).
- b) Reglas especiales del mercado de valores:
  - » intervención temporal de operaciones;
  - » incremento de la formación periódica IIC;
  - » abuso de mercado, en su caso;
- c) Reglas societarias que desanuden el conflicto:
  - » *Disclose or abstain* si los acuerdos se adoptan con abuso de mayoría de votantes vacíos (o su cooperación esencial según test de resistencia) sobre minoría (204.1.2 LSC), o serían impugnables por otro perjuicio del interés social (204.1); sin perjuicio de la posible falta de legitimación por conflicto (190 c, ad ex).
  - » *Disclose and recusal* (publicidad de tales acuerdos y ejercicio de un derecho de oposición, para evitar el coste de la impugnación o el del proceso penal (291 CP).
- d) Otras reglas societarias
  - » prohibiciones temporales de voto (dudosas Muñoz Pérez 2013);
  - » prohibiciones de disponer específicas, para despejar dudas de legitimación (204.3).
- e) Reglas mixtas:
  - » registro de participaciones;
  - » comunicación de significativas: D 878/20151, sobre sistemas postc, acaba la incorporación de la D 2013/50, altera LMV y DPPSS 1362/07, rige desde hace un año:
    - Cómputo de votos en ID, siempre necesario: si liquida en *cash*, según DELTA ( $\Delta pD/\Delta c$ );
    - No es necesario notificar votos:
      - » en cartera “de negociación”;
      - » “con fines de estabilización”.

# El ejercicio de los derechos de socio por el acreedor pignoraticio en la prenda de acciones

# 03

Abel VEIGA COPO\*

## RESUMEN

- I. Introducción
- II. Límites en el ejercicio de los derechos sociales. Del ejercicio «odium debitoris» al «uti socius»
- III. La atribución de los derechos
- IV. El deber de colaboración del acreedor pignoraticio

\* Profesor propio de Derecho Mercantil. Universidad Pontificia Comillas

## I. Introducción

«Y se aborda el problema de desdoblamiento de la titularidad entre... propietario y acreedor pignoraticio, puntualizándose a quien de ellos compete el ejercicio de los derechos incorporados a la acción, con lo que se evitarán las interminables discusiones en la materia que la práctica a diario nos ofrece». Exp. Motivos LSA (RCL 1989, 2737 [RCL\1989\2737] y RCL 1990, 206) 17 julio 1951.

La constitución de una relación prendaria sobre acciones en garantía de una obligación determina por un lado, una situación de concurrencia de sujetos titulares de distinta naturaleza sobre una misma acción (debido al desdoblamiento de derechos característicos de toda prenda, en el que se destaca la relación directa e inmediata del acreedor con la cosa pignorada –baluarte de los derechos reales de garantía–) y de otro lado, genera el nacimiento de derechos y obligaciones de diversa índole, susceptibles de agrupación en dos categorías genéricas calificadas tradicionalmente como relaciones internas y externas<sup>1</sup>. Dichas categorías parten de la distinción de relaciones entre los distintos titulares de derechos actuales sobre las acciones (cotitulares, usufructuario y nudo propietario, acreedor prendario y deudor titular de la acción dada en prenda, acreedor embargante y deudor embargado titular de la acción embargada,...) y las relaciones de estos titulares con la sociedad.

La titularidad del acreedor pignoraticio constituye un freno a la titularidad del socio. La prenda necesariamente implica una cesión de titularidad al acreedor, si bien será una cesión limitada a los fines de garantía, que en definitiva son los únicos que amparan la causa negocial<sup>2</sup>. Sin duda la posición jurídica del titular del derecho real depende, en gran medida del grado de poder directo e inmediato que ostente sobre los bienes pignorados<sup>3</sup>. Pero también de los *covenants* y limitaciones de hacer y de no hacer que, colateral a un pacto de garantía, se exige a los deudores prendarios. Cuestión distinta es el entramado de actuaciones, injerencias, intromisiones o no en las decisiones y acuerdos que los órganos sociales puedan adoptar y donde la participación puede ser o no directa de un acreedor.

Probablemente el acreedor pignoraticio, titular de un derecho real de garantía, será renuente a exigir únicamente una determinada actitud o conducta de su deudor, ya que su «pasividad» chocaría con la desconfianza en la gestión de este socio-deudor. Será primordial para el acreedor pignoraticio gozar de la posibilidad de actuar por sí mismo, de un modo seguro y eficaz, y con un objetivo muy concreto, cual es, velar no tanto por la conservación física de los títulos, sino por su conservación jurídica y económica que realce y preserve el valor de la garantía, sin quedar a expensas del proceder de su deudor<sup>4</sup>.

Ese *ademán* de protagonismo cobra en este contexto toda su virtualidad, comportando la asunción de una dosis de poder jurídico suficiente que le permita actuar directamente en la defensa de sus intereses –en aras de la finalidad conservativa

1 Clark, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986, p. 360, señala cómo el hecho de que las acciones sean continuamente transmitidas en una economía avanzada, los derechos del socio son a menudo divididos en complejos caminos (entre el trustee y los beneficiarios, por ejemplo) generan muchos puzzles legales comunes y corrientes (*run-of-the-mill legal puzzles*). O por ejemplo, cuando un prestatario pignora XYZ stock para asegurar un préstamo a un banco, ¿quién tiene el derecho de voto de las acciones? En lo que a la sociedad emitente concierne, el titular registrado, puede ser o el deudor pignoraticio o bien el acreedor pignoraticio. Los derechos del *pledgor* y del *pledgee* dependerá de lo estipulado en el contrato.

2 En un sentido análogo Poli, *Il pegno di azioni*, Milano, 2000, pp. 110 y ss.; Briolini, «L'attuazione del pignoramento e dei sequestri di azioni nominative», *BBTC*, 2001, pp. 180-222, p. 192. Más ampliamente en Veiga Copo, «El ejercicio de los derechos sociales en la transmisión limitada de acciones», *RPD*, 10, 2001, pp. 202 y ss.

3 *Vid.* en líneas generales, Paz-Ares, I., *op. cit.*, p. 187; Bülow, *Recht, op. cit.*, p. 148, RdNr. 583; Finch, «Security over shares», *cit.*, p. 306.

4 Ya Koch, *Rechte an Sachen als sonstige Rechte im Sinne von § 823 Abs. 1. BGB*, Karlsruhe, 1961, 69, indicaba como tras la pignoración de la participación social el socio está obligado a velar por los intereses del acreedor pignoraticio, que no disminuya o se deteriore la participación a través de la *Geschäftspolitik*; en análogo sentido, Wickens, «Pledges», *cit.*, p. 370, advierte cómo los derechos del *pledgor* bajo un acuerdo de prenda reflejarán el nivel de *bargaining power* con su acreedor. Más escéptico se muestra Galletti, «Appartenenza all'organizzazione, vincoli sulla quota ed esercizio dei diritti sociali», *Giur. comm.*, 2000, II, p. 133, quien opta por no conferir demasiado relieve al interés del acreedor pignoraticio.

de la garantía—, asumiendo o pretendiendo asumir el ejercicio exclusivo de los derechos de socio, que no la titularidad<sup>5</sup>. Dosis de poder y de decisiones no sencillas, al contrario, traumáticas, como el supuesto de la sentencia del Supremo de 10 de noviembre de 2011, y en la que el pignorante que gravó con prenda sus acciones, un total de un 99% del capital social, otorgó el ejercicio de los derechos sociales al acreedor, tanto contractualmente, como provisoriamente en los estatutos. El acreedor prendario acordó un aumento de capital que suscribe íntegramente ante la inacción del socio deudor, atribuyéndose la totalidad del capital suscrito. La titularidad del deudor se diluye a un 0,29%<sup>6</sup>.

La premisa inicial de la que hemos de partir es la del bipolar plano en el que se incardinan las relaciones jurídicas propias de este derecho real. De una parte, aparecen las relaciones internas, que ligan directamente a los constituyentes de la prenda, en las que la sociedad es ajena y, que habitualmente revisten carácter dual entre acreedor y deudor de la obligación garantizada. De otra, el plano externo, que trata de integrar a éstos en su relación frente a la sociedad. Falta a veces, y ello es notorio, una debida coordinación entre ambas esferas, llevando a un extremo el énfasis por diferenciar ambos planos, lo que aboca a crear, lamentablemente en muchas ocasiones, compartimentos estancos<sup>7</sup>.

La *ratio* de las normas societarias —hoy artículo 132 LSC, antes, arts. 72LSA (RCL 1989, 2737 [RCL\1989\2737] y RCL 1990, 206) y 37 LSRL— que legitiman en principio al socio para el ejercicio de los derechos sociales responden simple y llanamente a la necesidad de unificación subjetiva del ejercicio de los derechos inherentes a la condición de accionista<sup>8</sup>. Se busca asegurar ante la sociedad un interlocutor cierto, tratando de evitar posibles entorpecimientos en la dinámica y funcionamiento social. Tales normas no custodian la intimidad social sino que tan sólo designan a la persona que la sociedad admitirá como legitimado para ejercitar los derechos de socio<sup>9</sup>. La sociedad, desde luego y si se le solicita, no podrá dejar de inscribir en el libro al titular del derecho real limitado (arts. 116.1 y 121.1.II LSC), pero eso no significa que éste quede legitimado frente a ella<sup>10</sup>. Es más, la sociedad podrá no tener en cuenta las cláusulas pactadas por las partes que en el título constitutivo de la relación prendaria puedan afectar a la titularidad o el mismo ejercicio de los derechos sociales. Ese principio de unificación subjetiva tiene un claro y único beneficiario, la sociedad. En efecto, se dicta en beneficio exclusivo de la sociedad<sup>11</sup>.

Será frecuente en los contratos de garantía estipular pormenorizadamente el ejercicio de este haz de derechos inherentes a la posición jurídica de socio, una posición jurídica a la que se debe reconocer una naturaleza heterogénea, abarcando un ámbito más amplio que los meros derechos de contenido patrimonial<sup>12</sup>.

5 Así Angelici, «Le azioni», cit., p. 200, afirma que la peculiaridad de la prenda consiste en hacer concurrir sobre la acción no sólo una pluralidad de intereses heterogéneos en cuanto al contenido, sino también respecto al modo de atribución y ejercicio de los derechos; para Derruppé, «La constitution», cit., p. 532, el ejercicio de los derechos sociales puede transformar la consistencia del valor por lo que el acreedor no puede permanecer indiferente; BÜLOW, *Recht*, cit., 1997, p. 147, RdNr. 574, si bien reconoce que el acreedor pignoraticio en una comanditaria —KG— no es ni socio ni *Stimmerechtig*, pero puede no obstante con su participación —*Beteiligung*— *in der Weise verwerten, daß er sie an einen neuen Gesellschafter veränßert*.

6 Aborda magistralmente esta sentencia Paz-Ares, I., «Pignoración de cuotas sociales», *Cuestiones actuales de las garantías reales mobiliarias*, [Miguel (Dir.)], Madrid, 2013, pp. 115 y ss., pp. 171 y ss., nota 128 y nota 184.

7 Ya la RDGRN de 4 de marzo de 1981 (RJ 1981, 1190 [RJ\1981\1190]) señala en su considerando quinto como al constituirse una prenda de acciones el «status» jurídico del deudor-propietario y acreedor pignoraticio se ve afectado por la existencia de una tercera persona, como es la propia sociedad, traduciéndose esta circunstancia en una complejidad de relaciones no fáciles de solucionar. ALCOVER GARAU, «Derechos reales sobre las participaciones reales», *Derecho de Sociedades de responsabilidad limitada* (Rodríguez Artigas *et al.* [Coords.]), I, Madrid, 1996, pp. 505-506, quien tras alertar sobre esta problemática, exige una adecuada coordinación entre las relaciones internas y las externas en la prenda de participaciones.

8 En análogo sentido Pantaleón, *Copropiedad*, cit., p. 121, y modernamente en Vérguez/Pantaleón/Portellano, cit., p. 348.

9 Perdices, *Cláusulas*, cit., p. 335.

10 Sobre este extremo me remito *supra* al epígrafe de la prenda y el libro registro de socios.

11 Conforme, Pantaleón/Portellano, cit., 355.

12 Para RIVOLTA, «Pignoramento di azioni o di quote e variazioni del capitale sociale», *Riv. Dir. Civ.*, 1988, p. 808, estas posiciones subjetivas no se reducen sólo a los derechos tradicionalmente considerados como patrimoniales, abarcando también derechos orgánicos o administrativos que influyen en el valor económico de la acción; para Von Salis, *Die Gestaltung des Stimm- und des Vertretungsrechts in schweizerische Aktienrecht*,

El art. 132 LSC lejos de regular las relaciones internas entre el titular de las acciones sujetas a gravamen y el acreedor trata de sentar las bases para un funcionamiento armónico de la sociedad, interesándose por las relaciones que acaecen entre aquéllos y la sociedad, y siendo consciente de los problemas que conlleva la disociación entre titularidad y legitimación. Es por ello por lo que trata de sentar un régimen jurídico estructurado sobre el principio de fijar, en cada caso, quién ejerce frente a la sociedad los derechos de socio<sup>13</sup>.

Así, cuando los estatutos guarden silencio u omitan toda referencia sobre a quién corresponda el ejercicio de los derechos de socio, o incluso lo asignen expresamente al socio deudor pignoraticio, la sociedad puede y de hecho así lo hará, oponerse legítimamente al ejercicio del derecho por el acreedor pignoraticio, quién se amparará de cara a su legitimación en las pruebas líquidas de lo expresamente pactado con el deudor prendario, es decir, lo estipulado en el título constitutivo de la garantía. Por idéntica razón, la sociedad deberá oponerse legítimamente al ejercicio de uno de los derechos sociales por el socio cuando los estatutos dispongan que el ejercicio de los derechos o al menos de ese concreto derecho que el socio pretende ejercitar amparado por lo estipulado con el acreedor prendario, corresponde al acreedor pignoraticio.

Igualmente la sociedad no tiene por qué admitir un pretendido ejercicio conjunto de ambos para ejercitar un derecho social, en caso de que el título constitutivo de la prenda previese un ejercicio conjunto o guarde silencio, en vista de lo cual se produce una situación de cotitularidad, y si los estatutos nada dicen o simplemente no disponen lo contrario, corresponderá el ejercicio de los derechos al socio.

De este modo tanto el art. 132LSA, se ocupa exclusivamente de las relaciones externas entre el socio y el acreedor prendario frente a la sociedad, sea ésta anónima lo sea de responsabilidad limitada, no inmiscuyéndose en lo que las partes hubieren estipulado internamente.

Obviamente existe otra vertiente que no podemos ignorar, aquella que liga al acreedor con la cosa pignorada. La relación directa e inmediata con la cosa pignorada –propia y característica de todo derecho de garantía–, lleva a reforzar el nivel de seguridad de la garantía, y ello en base a una razón primordial: la conservación de la cosa, siendo necesaria una conservación jurídico-económica que preserve el valor de la prenda. Por ello, el acreedor intentará adquirir las mayores dosis de poder y suficiencia sobre el objeto, sin necesidad de permanecer a expensas del deudor<sup>14</sup>. Será aquí en esta confrontación de intereses específicos donde las partes se repartirán los poderes, y donde la titularidad del acreedor constituirá una cortapisa a la del socio. En este orden de cosas, el acreedor difícilmente se conformará con exigir del deudor un determinado *modus operandi*, sino que reivindicará la posibilidad de actuar eficaz y directamente por sí mismo ante la sociedad, en aras de preservarse mejor de posibles variaciones del valor de las acciones, que dependen en gran medida de la marcha de la sociedad.

## II. Límites en el ejercicio de los derechos sociales. Del ejercicio *odium debitoris al uti socius*

Desde una perspectiva global se puede afirmar que cuando el acreedor, por vía estatutaria o a través de pactos parasociales, ejercita los derechos y poderes a él atribuidos, encuentra los mismos límites que en líneas generales incumben a todo

---

Zürich, 1996, p. 167, la posición de accionista no se merma pignorando las acciones, pues continuará ejercitando los derechos políticos, si bien el derecho de voto puede estar sujeto a límites a través de cláusulas de voto.

13 En esta línea y partiendo de que la sociedad no tiene que indagar en las relaciones internas que unen a los distintos sujetos para saber a quién corresponde el ejercicio de los derechos sociales, Alcover Garau, «Derechos reales», *RdS*, núm. extraordinario 1994, p. 339; Brainbridge, «Revisiting the one share/one vote. Controversy: The Exchanges' Uniform Voting Rights policy», *SRLJ*, vol. 22, 1994, pp. 175-219, p. 189.

14 De este modo Paz-Ares, I., cit., p. 187, afirma cómo el vínculo del que surge el poder jurídico del deudor sobre la cosa, constituye el armazón, el nervio, de la estructura pignoratícia y su grado de vertebración, servirá de medida para calibrar el nivel de seguridad que ofrece la garantía, finalidad primordial de la propia institución y expresión de la *causa negotii*.

acreedor con posesión de la cosa pignorada, viéndose abocado al uso de la cosa misma cuando fuese necesario para su conservación<sup>15</sup>.

Si tal administración exige, como sucede para las acciones, una actividad de administración ordinaria y, a veces incluso también extraordinaria, entonces el acreedor pignoraticio está legitimado para desarrollar tal actividad de administración para la conservación de la cosa y del valor de la misma. Sólo excepcionalmente podría suceder que el socio tenga una finalidad que trascienda la pura conservación, por ejemplo, cuando se da un uso a la acción que comporte un riesgo, o un actual sacrificio para conseguir resultados futuros, lejanos, e incluso inciertos. Resulta obvio en tal caso que el interés de la conservación en sentido estricto debe prevalecer, y por consiguiente, la actividad de mera administración del acreedor se puede ejercitar también en contraste con dicho interés particular del socio.

El límite natural indicado por la jurisprudencia, en el sentido de que el acreedor no deba usar la acción sólo para perjudicar al socio-deudor sin ventaja objetiva para la acción, es el lógico corolario al fin de conservación, que debe inspirar la finalidad de administración del acreedor; de ello se deduce claramente que no constituye actividad de conservación el uso de la acción que no sirva a la participación social, es decir, que sirva sólo para dañar al socio, actividad sin duda que no debe ser permitida al acreedor pignoraticio<sup>16</sup>.

En principio, el eventual contraste con los intereses particulares del socio no debería tener relevancia, puesto que también el socio debe usar la acción, y en particular, debe ejercitar los derechos y poderes de administración en ella contenidos, no en el propio interés egoísta personal, sino en aquél, siempre personal pero *uti socius*; y sólo este último interés se adapta perfectamente a la finalidad de conservación que el acreedor debe precisamente perseguir en el uso de la acción. De igual modo no debe entrar en juego en este uso de la acción, el eventual interés egoísta personal del acreedor, diverso de aquél atinente a la tutela del propio crédito y coincidente con la finalidad de conservación, y por lo tanto, en vía de máxima, con el interés personal del socio *uti socius*<sup>17</sup>.

Así encuadradas las relaciones entre los recíprocos intereses, los del socio deudor y los del acreedor pignoraticio, con el común denominador de la finalidad de conservación de la acción y de su valor, y por lo tanto de la participación social que ésta representa, los conflictos entre los dos intereses terminan por reducirse a aspectos del todo marginales, dependiendo de situaciones particulares<sup>18</sup>. Obviamente cuando este conflicto se verifique, debe prevalecer el interés del acreedor a la conservación de la acción, puesto que el eventual interés del socio que trascienda el de la conservación, está jurídicamente subordinado a la misma, no pudiendo el acreedor en cuanto preordenado por la esencia misma del derecho de prenda a la tutela del crédito, sufrir limitaciones por el solo hecho del contraste con los intereses del deudor dador de la prenda<sup>19</sup>. El acreedor pignoraticio es portador de un derecho y de un interés autónomo, pudiendo configurarse en modo totalmente diverso del interés del deudor y que dependerá exclusivamente de las exigencias de tutela del relativo crédito.

La misma regla debe aplicarse para el caso de que el socio, dador de la prenda, no sea el deudor, sino un tercero prendario por deuda de otro, no difiriendo la relación pignoraticia entre éste y el acreedor pignoraticio de aquella que se instituye con el deudor dador de la garantía, siendo iguales los efectos que a tales extremos se producen.

La Ley de Sociedades de Capital atribuye en principio el ejercicio de los derechos sociales al titular de las acciones o, en su caso, de las participaciones sociales tal y como se comprueba de la dicción literal del art. 132 LSC, pero esta noción de ejercicio hemos de entenderla en un sentido de legitimación frente a la sociedad. La sociedad quiere evitar entorpecimientos,

15 En este punto nos remitimos *supra* al epígrafe de los derechos y facultades de las partes.

16 En este sentido De Martini, «Azioni e obbligazioni», *Enciclopedia della banca e della borsa*, Roma-Milano, 1968, pp. 97 y ss., p. 102.

17 De Martini, «Azioni», cit., p. 101, sostiene cómo de hecho se ha considerado que el interés del acreedor pignoraticio a la tutela del crédito no puede sufrir limitaciones, siendo el *unico limite è quello di non agire esclusivamente in odium debitoris*; también Alessi, *Le Società*, Milano, 1976, p. 405, alerta ante el peligro de que el acreedor pueda *nuocere* al deudor.

18 Tradicionalmente se ha argüido que el posible conflicto de intereses entre el propietario de las acciones y el acreedor pignoraticio poseedor de las mismas era, de llegar a producirse, de menor calado que el que se suscita entre nudo propietario y usufructuario. *Vid.* entre otros, Rubio, *Curso*, cit., p. 120.

19 De Martini, *op. cit.*, p. 102.

y por ello, ponderando los intereses en juego, atribuye al socio este ejercicio<sup>20</sup>. Pero al mismo tiempo, la ley es consciente del desequilibrio que ocasiona al interés del acreedor, por lo que abre la alternativa de pactar estatutariamente un régimen de legitimación diferente. La sociedad sólo reputará accionista a quien se halle inscrito en el libro registro (art. 116.2 LSC para la anónima y art. 104.2 LSC para la de responsabilidad limitada).

Ahora bien, ¿tienen los estatutos interés alguno en tutelar las pretensiones del acreedor?, y en su caso ¿porqué habrían de hacerlo? En sociedades pequeñas es difícil que en sus momentos iniciales, a la hora de redactar los estatutos, se descienda hasta tales extremos, lo cual cambia en el caso de grandes sociedades. Lo que no obsta a una ulterior modificación de los mismos en caso de constitución de una relación prendaria por imperativo del acreedor pignoraticio. La doctrina de la RDGRN 26 de octubre de 1989 (RJ 1989, 7050 [RJ\1989\7050]) marca un importante punto de inflexión al declarar:

«... se hace necesario deslindar una doble vertiente: de una parte, la que media en las relaciones internas entre el socio y el titular del gravamen y cuya regulación corresponde primordialmente al título constitutivo del derecho real; de otra, la relativa a la legitimación de los interesados frente a la sociedad que, por comprometer el desenvolvimiento de esta última, no ha de quedar, igualmente, confiada al título constitutivo del derecho sino que, como un aspecto más del entramado social, ha de venir ordenada de forma precisa y completa en la norma rectora de su funcionamiento, sean los Estatutos o la Ley.»

El artículo 132 LSC no está sin embargo exento de críticas como tampoco lo estaba en su momento el artículo 72LSA (RCL 1989, 2737 [RCL\1989\2737] y RCL 1990, 206); una lectura desapasionada del mismo induce a pensar que el legislador a la hora de elaborar este artículo, únicamente tenía en mente el derecho de voto, aplicando al resto de la amalgama de derechos una solución semejante. Con ello se ocasionarían una serie de incoherencias si se confiriesen siempre al socio, como tendremos ocasión de analizar. A nuestro juicio, este artículo es censurable por dos motivos: primero, es insuficiente, tratando de un modo superfluo problemas que no dejan de trascender a la misma sociedad, sobre todo si se compara con la profusa regulación disciplinada para el usufructo y, segundo, su redacción dista de la claridad deseable, apareciendo plagada de ambigüedades<sup>21</sup>.

Establece así el art. 132 LSC dos principios: primero, la atribución de los ejercicios de los derechos al accionista, salvo disposición en contrario de los estatutos, y segundo, la obligación correspondiente del acreedor pignoraticio de facilitar el ejercicio de esos derechos<sup>22</sup>.

### III. La atribución de los derechos

La redacción del art. 132 LSC apenas se aparta del correspondiente en su momento al 72 LSA (RCL 1989, 2737 [RCL\1989\2737] y RCL 1990, 206) que a su vez hacía lo mismo respecto del art. 42LSA 1951, produciéndose tan sólo una supresión de los términos presentando las acciones a la sociedad cuando este requisito sea necesario para aquel ejercicio. El contraste proviene sin embargo, entre la pormenorizada y equilibrada atención que el legislador dispensa a la regulación del usufructo de acciones y la parquedad con que aborda el estudio de la prenda<sup>23</sup>.

Una primera lectura es suficiente para dejar entrever cómo los estatutos sociales pueden atribuir la legitimación para el ejercicio de los derechos sociales al acreedor pignoraticio, por lo que, en consecuencia, la legitimación para el ejercicio de

20 Pantaleón, *Copropiedad*, cit., p. 121, aboga por un principio de unificación subjetiva en el ejercicio de los derechos sociales.

21 Muy crítico Vicent Chuliá, *Compendio*, I, cit., p. 559: «Al llegar aquí, el legislador se cansó».

22 Sobre la incidencia de la situación prendaria en los derechos individuales, Ferri, «Rivalutazione delle attività sociali e distribuzione ai soci della plusvalenza», *Riv. Dir. Comm.*, 1939, 2<sup>o</sup>, p. 191.

23 Al respecto, Sánchez Parodi-Pascua, *op. cit.*, p. 798.

derechos trae causa en una voluntad social reflejada en los estatutos, modificativa por tanto del régimen legal<sup>24</sup>. Obsérvese que la atribución estatutaria lo único que determinará es la persona legitimada para el ejercicio de los derechos frente a la sociedad, no su titularidad en la relación particular<sup>25</sup>. La titularidad pertenece al propietario de las acciones (art. 93 LSC), los estatutos únicamente moldean la legitimación para el ejercicio. El art. 132 LSC sólo estatuye una regla técnica de distribución del ejercicio de los derechos sociales. Se admite en suma, la posibilidad de alterar lo preceptuado con carácter general mediante pacto en contrario. La pregunta es obligada ¿acaso no hay estatutos que atribuyen el ejercicio de los derechos al acreedor pignoraticio? ¿No es quizás una exigencia del financiador para minimizar los costes transaccionales del préstamo y garantizar una cobertura más amplia de recuperabilidad inmediata?

No olvidemos, incluso que el deudor puede venir obligado a ceder su representación en junta al acreedor como corolario del art. 1258 [LEG1889\27#A.1258]CC (LEG 1889, 27 [LEG1889\27]). La respuesta no es otra que el deseo de la ley de velar en todo momento por los intereses de la sociedad, manteniendo un régimen uniforme frente a todas las prendas, e imponiendo la voluntad social por encima de la particular, debiendo de este modo constar la atribución de los derechos al acreedor prendario explícitamente en los estatutos, sin que sea suficiente lo establecido en el título constitutivo de la relación prendaria<sup>26</sup>.

La finalidad última que persigue el precepto es evitar el entorpecimiento del buen funcionamiento de la sociedad<sup>27</sup>. Ésta no puede ni tiene por qué entrar a examinar o indagar el título constitutivo cada vez que se produce un gravamen, pero sí puede limitar la autonomía de la voluntad de estos si conculcan el régimen estatutario<sup>28</sup>. Por tanto, la regulación de las relaciones entre acreedor pignoraticio y constituyente de la garantía con la sociedad emisora tiene una finalidad esencialmente legitimatoria, buscando en todo momento clarificar la persona concreta que ejercitará tales derechos, de tal modo que quede liberada pasivamente frente a aquéllos.

Si los estatutos guardan silencio sobre a quién corresponde la legitimación, o la asignan expresamente al socio, podrá oponerse legítimamente a un pretendido ejercicio de los derechos por el acreedor pignoraticio, aun cuando base su pretensión al amparo de lo pactado en el título constitutivo. Asimismo, si los estatutos confieren la legitimación al acreedor pignoraticio podrán

24 Ya Bérnago, *op. cit.*, III, p. 522, argüía cómo la LSA no oculta su repugnancia frente al hecho de que los derechos de socio se atribuyan a distintos titulares o cabezas. Y salvando el pacto estatutario en contra, adscribe la plenitud de dichos derechos al *dominus*, si bien le impone paralelamente determinadas obligaciones.

25 La STS de 5 de noviembre de 1987 declaró que, de no regularse en los estatutos, el contrato de constitución de prenda no puede dar al acreedor los derechos políticos. Paralelamente, la RDGRN de 4 de marzo 1981 (RJ 1981, 1190 [RJ1981\1190]) declara que no era admisible que al regular las facultades del socio los estatutos sociales se remitan al título constitutivo de la prenda, puesto que el art. 42 de la Ley (*la de 1951*) establece una norma de carácter dispositivo, al ser en los estatutos donde se podrá regular esta materia, y sólo en su defecto se aplicará la prevención legal de entender que la cualidad de socio reside en el propietario, pero sin que al amparo de esta facultad dispositiva pueda presuponerse autorizada una cláusula que con carácter general remita cada caso concreto al título de constitución de la prenda, en cuanto que entonces la propia sociedad desconocería la exacta situación de esta materia de la que se derivan tan complejas relaciones jurídicas; Corapi, *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, 1971, p. 239, señala que si bien los estatutos son decisivos a la hora de disciplinar las relaciones che si intrecciano all'interno delle società per azioni, también tienen su importancia en las relaciones entre ésta y sujetos extraños a la misma, por lo que las cláusulas estatutarias tienen una eficacia *erga omnes*.

26 En el derecho italiano para los títulos insertos en el sistema de gestión centralizada el art. 12 del reglamento n° 4199 de la CONSOB de 29 de agosto de 1989, afirma que el registro debe contener la indicación del beneficiario del vínculo prendario y la indicación de la existencia de las convenciones entre las partes para el ejercicio de los derechos sociales.

27 La RDGRN 26 octubre 1989 (RJ 1989, 7050 [RJ1989\7050]), es clara: «En nuestro ordenamiento jurídico corresponde al título constitutivo dentro de los márgenes legales imperativos, la delimitación del contenido y alcance del derecho real establecido cuando éste recae sobre acciones o participaciones sociales, su configuración no puede menoscabar o entorpecer la vida y funcionamiento de la sociedad... Esta dualidad de fuentes, determina que la configuración, en la práctica, del derecho real deba adecuarse a las previsiones estatutarias o legales supletorias, de modo que la legitimación formal que éstas entrañan queda debidamente coordinada con la relación jurídica-sustantiva a cuyo desenvolvimiento atiende»; *vid.* Nieto Carol, «La prenda de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada», *RdS*, 9, 1997, pp. 226-246, p. 238.

28 Si bien la finalidad que se persigue es la de evitar que la sociedad deba indagar en las relaciones internas que unen a los distintos sujetos que tienen derechos actuales sobre las acciones, ello no es óbice para que aquélla pueda en un caso concreto admitir el ejercicio de un derecho de socio por aquel que le corresponda en virtud de las relaciones internas, pero en tal caso actuará la sociedad a su propio riesgo, *vid.* Alcover Garau, «Derechos reales sobre las participaciones sociales», *cit.*, p. 504.

rechazar el pretendido ejercicio por parte del socio. En ningún caso se puede establecer que la distribución de los derechos se sujetará a lo pactado en el título constitutivo de cada prenda, así como un ejercicio simultáneo y compartido por ambas partes. La sociedad no puede dejar que los socios decidan, tiene que saber de una forma clara ante quién se libera. Las relaciones internas pertenecen al ámbito de la legislación civil<sup>29</sup>, son ajenas al derecho societario, de modo que el incumplimiento de lo pactado o disciplinado entre las partes a la hora de ejercitar los derechos de socio es irrelevante para la sociedad. Ésta generaría únicamente la pertinente responsabilidad contractual pactada o la que el derecho civil establezca. Cuestión distinta sería que el deudor venga obligado a ceder su representación en junta al acreedor (art. 1258 [LEG\1889\27#A.1258]CC).

### Ejercicio uniforme *versus* división en el ejercicio de los derechos

A la hora de ejercitar los derechos frente a la sociedad, las partes pueden pretender dividirse el ejercicio de los derechos sociales, es decir, el acreedor ejercitará unos, y el socio, el resto. A nuestro juicio es cuestionable la atribución estatutaria del ejercicio de algunos derechos al socio y otros al acreedor, sobre todo si tenemos presente la existencia en la sociedad anónima de un principio de unificación subjetiva del ejercicio de los derechos del socio<sup>30</sup>; lo lógico *a priori*, sería que sea sólo una persona la legitimada frente a la sociedad, en clara analogía con lo que sucede en el caso de la cotitularidad. La misma Ley, a pesar de ello, predica con el ejemplo, y atribuye para el caso del usufructo, el ejercicio del derecho al dividendo directamente al usufructuario, si bien no es menos cierto que el interés del usufructuario es el del dividendo, el del acreedor pignoraticio, no.

En todo caso, de llegar a producirse un desdoblamiento en el ejercicio de los derechos, si así lo recogieren los estatutos, cada derecho particular deberá ejercitarse frente a la sociedad únicamente por una de las partes, con lo que ésta sabrá con certeza a quién debe considerar legitimado para tal ejercicio. Cuestión distinta es el otorgamiento o la concesión de una representación.

Todo eventual acuerdo que sobre legitimación recojan los títulos constitutivos no tendrá eficacia frente a la sociedad, por lo que habrá que ceñirse a lo delimitado exclusivamente por las cláusulas estatutarias o, a falta de ellas, por la norma supletoria establecida por la Ley<sup>31</sup>. No obstante, un sector doctrinal entiende que el art. 132 LSC tiene por finalidad exclusiva la protección de la sociedad, pudiendo ésta renunciar caso por caso a dicha protección, al permitir el ejercicio de los derechos de accionista a quien el título constitutivo considere legitimado; o el ejercicio conjunto ante la sociedad, etc.<sup>32</sup>.

La sociedad obviamente actuaría a su propio riesgo, sufriendo las consecuencias de su arbitrariedad; es decir, si permitió el ejercicio de un derecho a una persona que no era en realidad su exclusivo titular, no podrá posteriormente escudarse en que un determinado acuerdo no fue válido debido a su error al respecto. Mantener semejante postura es lo mismo que atribuir a la sociedad una potestad arbitraria de derogación singular de sus estatutos, desprotegiéndose no sólo ella, sino a otros terceros que confían en el correcto proceder de la sociedad. No es más que una mera manifestación del problema general de la legitimación pasiva.

Confirma esta postura la capital RDGRN de 26 de octubre de 1989 (RJ 1989, 7050 [RJ\1989\7050]) cuando en su fundamento cuarto señala que *es la necesaria protección de los derechos de los terceros que confían en la exactitud de las apariencias legítimamente creadas, la que determina el mantenimiento de la eficacia jurídica de aquellas actuaciones que, amparadas en los estatutos sociales, contradicen la relación jurídica subyacente*. Debemos con ello, tratar de huir de visiones

29 Guyenot, «La constitution», cit., p. 287 analiza como el deudor «s'est dépourillé de son titre, non de des droits, por lo que su ejercicio puede revelarse útil no sólo para el deudor sino también para el acreedor «pignoraticio... dans ce conflit, notre droit positif a fait prévaloir le caractère incorporel du droit, limitant les droits du créancier gagiste, tandis que ceux du débiteur constituant s'affirment avec vigueur».

30 Nuevamente Pantaleón, *Copropiedad*, cit., p. 121.

31 En este sentido García Luengo, cit., pp. 367-370; Sánchez González, «La acción», cit., p. 450, parte de la premisa de que para que la atribución de derechos al acreedor prendario surta efecto frente a la sociedad debe constar explícitamente en los estatutos, sin que sea suficiente el título constitutivo de la prenda.

32 Conforme Pantaleón, *Copropiedad*, cit., pp. 122-123.

restrictivas, contemplando una amplia finalidad teleológica del art. 132 LSC que trasciende al interés inmediato de la sociedad, protegiendo a los terceros. Piénsese en el supuesto de que los administradores permitan ejercitar el derecho de voto a persona distinta de la legitimada por el art. 132, es decir, a pesar del silencio estatutario, se contraviene la norma legal, y siempre que el voto de ese tercero sea decisivo. Pues bien, ese acuerdo tomado en contravención de una norma legal se reputa radicalmente nulo [*si bien no compartimos que se trate de un acuerdo radicalmente nulo*], permitiendo a cualquier tercero que acredite interés legítimo impugnar dicha decisión de la sociedad<sup>33</sup>.

Los pronunciamientos jurisprudenciales mantienen en este punto una línea monocrorde. La STS 5 de noviembre de 1987 (RJ 1988, 8337 [RJ\1988\8337]) declaró que, de no regularse en los Estatutos, el contrato de constitución de la prenda no puede otorgar al acreedor los derechos políticos de socio. El Tribunal Supremo decretó la nulidad absoluta de una junta general ordinaria y extraordinaria constituida con la asistencia del acreedor pignoraticio, el cual se amparaba en el título constitutivo de la garantía real, al no existir cláusula estatutaria al respecto<sup>34</sup>. En sentido análogo la RDGRN 4 de marzo 1981 (RJ 1981, 1190 [RJ\1981\1190]) no permitió que los estatutos dispusiesen que el ejercicio de los derechos de socio correspondiera a quien se los atribuyese el título constitutivo de la prenda.

Quizás uno de los más arduos problemas de intelección del art. 132 LSC al igual que ocurría con el anterior art. 72LSA (RCL 1989, 2737 [RCL\1989\2737] y RCL 1990, 206), viene motivado por su inserción, ya que tras el usufructo, es inmediatamente posterior de las cláusulas restrictivas a la transmisión, lo que puede llevar a equívocos, puesto que si la sociedad no tiene cláusulas restrictivas ¿que más le da en realidad que vote uno u otro?

### Activación de cláusulas restrictivas ante el ejercicio de los derechos sociales

Ya hemos tenido ocasión de analizar las vicisitudes que atañen a la relación prendaria cuando ésta se constituye sobre acciones con cláusulas restrictivas a su libre transmisibilidad. En principio nos hemos decantado por una libertad de constitución de la garantía a pesar de la existencia de dichas cláusulas si bien en algunos casos será necesario el *placet* o autorización del beneficiario<sup>35</sup>.

Si efectivamente no surte efecto o se conculca conscientemente la aplicabilidad de dichas cláusulas estaríamos con ello desvirtuando la efectividad de los sistemas restrictivos de las transmisiones, con independencia de que ésta se verifique a título pleno o limitado. Así, salvo disposición estatutaria en contra, la constitución de una garantía también ha de someterse a las reglas restrictivas de libre transmisibilidad<sup>36</sup>. Es más, incluso puede estipularse estatutariamente que la comunicación al beneficiario de un derecho adquisitivo preferente de la intención de constituir la garantía real activará de inmediato ese derecho de adquisición preferente del beneficiario<sup>37</sup>. Así, la potencial constitución de una garantía frente a un tercero acreedor se ve obstaculizada por esa restricción, debiendo el beneficiario ejercitar su derecho de adquisición preferente.

33 Recoge esta situación Sánchez Parodi-Pascua, cit., p. 802.

34 La STS 5 de noviembre de 1987 (RJ 1987, 8337 [RJ\1987\8337]), declaraba en su FJ 1º: «Los actos o negocios jurídicos que pueden originar una y otra modalidad de derechos se producen al margen de la actividad que la Sociedad Anónima como persona jurídica ha de desarrollar, la que es “tercero” en cuanto a tales actos o negocios jurídicos que sólo pueden trascender a la misma, cuando en ellos se establezca una disposición distinta en cuanto a quién corresponde al ejercicio de los derechos del accionista, si el supuesto de atribución de los derechos está previsto en los Estatutos, que en el caso han de contener disposición contraria como el precepto legal exige, es decir que la norma estatutaria ha de establecer de manera terminante que en el caso de prenda el ejercicio de los derechos de accionista corresponderá al acreedor pignoraticio».

35 Sobre estos extremos me remito al epígrafe de la prenda sobre acciones vinculadas.

36 Se manifiestan en contra Sánchez González, «Derechos reales y otros gravámenes sobre las participaciones sociales», cit., pp. 855-856, que admite esta conclusión cuando los estatutos atribuyan al acreedor el ejercicio de los derechos de socio; Broseta, *Restricciones estatutarias*, cit., p. 178 admite la extensión de las restricciones cuando los derechos estatutariamente atribuidos al acreedor pongan en peligro la intimidad de la sociedad; también Perdices, *Cláusulas*, cit., p. 344.

37 Vid. Perdices, *Cláusulas*, cit., p. 344; es más, Girón, *La transmisión*, cit., p. 19, considera innecesaria la previsión estatutaria expresa.

Cuando se otorga la autorización para la constitución de la prenda, *a priori*, esta situación indica la admisión de las eventuales interferencias o injerencias del acreedor en la vida social cuando menos en tanto en cuanto dure la situación de temporalidad transitoria de la relación prendaria. Como es obvio, a la sociedad y, ante el supuesto de una ejecución por incumplimiento de la obligación garantizada, siempre le quedaría la posibilidad del rescate de los arts. 123 y 124 LSC o adquirir con preferencia al acreedor en el caso del art. 107 LSC en caso de limitada. El que se autorice la constitución de la prenda no implica una autorización irrevocable y posible admisión del acreedor prendario como titular pleno y definitivo en la sociedad. De este modo, el que el beneficiario admita en un primer momento la constitución de la garantía no le impide que en la ulterior situación de ejecución de la garantía si es que ha lugar a ella, plantee al acreedor de nuevo la cláusula y vete su acceso a la sociedad. Indudablemente no tiene la misma repercusión admitir a un tercero como acreedor de un derecho limitado que el que éste devenga socio.

El acreedor pignoraticio tiene un interés limitado y, en consecuencia, una limitada influencia e intervención sobre la sociedad. Ahora bien, ello dependerá también de la cualidad y el peso específico del socio deudor en la vida social. No obstante no es menos cierto que siempre puede darse el caso de que el acreedor que deviene adjudicatario acabe finalmente entrando en la sociedad en el supuesto de que el beneficiario de la restricción renuncie a la misma a favor de aquél, o en el caso de que el socio solicite la autorización con esa previsión y así se le conceda.

Tampoco debemos admitir la existencia incontrolada de una cláusula de autorización pura, pues sería éste un mecanismo idóneo para trivializar cualquier restricción a la transmisión. Así, bastaría con que el socio constituyese una garantía más o menos ficticia para que el acreedor pignoraticio tras la ejecución y adquisición de las acciones desembocase en socio, frente a la cual la facultad del beneficiario de autorizar quedaría convertida en la necesidad de adquirir del rematante<sup>38</sup>. Así las cosas, el socio podría convertir una cláusula de autorización, cuyo rechazo no conlleva para su beneficiario la obligación de compra, en una cláusula de adquisición preferente o de rescate, siempre y cuando lo consienta el beneficiario de la autorización.

Por otra parte, cuando la restricción entraña una cláusula de autorización con presentación de adquirentes alternativos o un derecho de adquisición preferente, no sería admisible que el socio obligase al beneficiario o bien a adquirir esas acciones o bien a sustituir por sí mismo al acreedor prendario, como tampoco sería coherente ni admisible que el beneficiario *motu proprio* y por su voluntad compre o sustituya al acreedor prendario.

La solución que la doctrina ha venido aplicando ante este supuesto es la de una reducción o transformación del alcance de la cláusula de adquisición preferente, prevista para los casos de transmisiones plenas, a una cláusula de autorización, aplicable en todo caso, y donde, precisamente, una —entre tantas— de las causas de la negativa de la autorización puede consistir en que el beneficiario se ofrezca a ocupar el lugar del acreedor prendario. Ante esta situación si el socio no lo acepta no le queda otra alternativa que renunciar a la pretensión de constituir la garantía sobre esas acciones o participaciones para obtener la financiación que precisa. Si un consocio ofrece una similar oportunidad de financiación que la de un tercero extraño a la sociedad —un banco por ejemplo—, el socio no tiene una razón apreciable para negarse a ello, máxime ante la posibilidad de injerencias o influencias que toda prenda puede suponer<sup>39</sup>. Ahora bien, no olvidemos la otra alternativa, cual es que el beneficiario de la restricción juzgue inofensiva para los intereses societales la constitución de la prenda, pudiendo consentirla y postergando a un ulterior momento —el de la ejecución y transmisión plena—, la posibilidad de aplicar su derecho.

Si el socio y acreedor violan el régimen transmisivo estatutario de la sociedad, la solución no puede ser otra que la inoperancia de la cesión de la acción o derecho de participación a título limitado; la suerte del negocio causal dependerá de su propia configuración, es decir, si respeta o no la existencia de estas cláusulas, viéndose finalmente condicionado al *placet* del beneficiario.

38 Sobre este extremo y con un tratamiento magistral, *vid.* Perdices, *Cláusulas*, cit., p. 340; y reproduciendo las mismas ideas del anterior Pantaleón/Portellano, *Comentario*, cit., p. 353.

39 Perdices, *Cláusulas*, cit., p. 341, nota 25.

El problema que se presenta con las cláusulas restrictivas sobre todo a la hora de ejercitar los derechos sociales, es precisamente el supuesto en que, ante la imposibilidad de constituir una prenda debido a las cláusulas restrictivas, se mantiene la titularidad formal en el socio y un tercero logra de aquél el aspecto más relevante de su condición de socio, esto es, la posibilidad de ejercitar directa o indirectamente el ejercicio de los derechos sociales y, en especial el político por excelencia, el de voto, quebrantando con ello desde una perspectiva material la finalidad buscada por la restricción. Pensemos así en una cláusula del tenor de la siguiente<sup>40</sup>:

*Acreditada la vinculación o sometimiento de un socio a la voluntad o instrucciones de un tercero, o acreditada igualmente la cesión de hecho a un tercero de las facultades de decisión derivadas de su condición de socio, quedará éste sujeto al rescate forzoso de sus acciones por parte de los beneficiarios de las restricciones a la transmisión entre vivos, con una disminución del 25 por 100 sobre su valor real.*

Nos encontramos así ante la posibilidad de que un tercero ejerza un influjo indeseable en la sociedad, pudiendo alterar irregularmente la distribución del control en el seno de la misma. Las restricciones normalmente buscan evitar la transmisión incontrolada de la potestad de decidir sobre la vida de la sociedad. Imaginemos el supuesto cuando en virtud de una cláusula de autorización, la sociedad deniega la posibilidad de constituir una prenda y, a pesar de ello, las partes siguen adelante con sus estipulaciones y el socio deudor ejercita sus derechos asumiendo el compromiso de cumplir las órdenes de ese tercero. Lo realmente importante en este caso es cuestionarnos si este tercero puede tener acceso o no a la vida social de acuerdo con la finalidad de la restricción.

Así, en estos casos el otorgamiento sistemático de poderes representativos a un mismo sujeto, la concesión de poderes permanentes de representación, la misma representación familiar (art. 183 LSC), o la obediencia constante del socio a las directrices de un tercero, pueden, desde la óptica de una restricción, resultar valorativamente equivalentes a una transmisión. Tratar de emplear las restricciones transmisivas sobre estos concretos supuestos desvirtuaría la racionalidad y efectividad de las mismas. La solución idónea sería establecer restricciones estatutarias específicas a la representación en la junta (art. 183 LSC), que serán lógicamente correlativas a las circulatorias y aplicables a los casos singulares<sup>41</sup>.

Los supuestos de transmisión oculta del control político de la participación social o acción vinculada, suelen pasar inadvertidos ya que no presentan una manifestación externa como acontece cuando se constituye un derecho real de prenda y, en donde externamente al menos, nada cambia como consecuencia de la cesión. En el caso de interposición de un tercero sobrevenida, un tercero utiliza al socio como pantalla de su voluntad despojándose así de la facultad autodeterminativa del sentido de voto. Piénsese en el supuesto de que el contrato de prenda quede condicionado al *placet* del beneficiario de la restricción, donde se pacta, además, que el socio en caso de rechazo, pignoraré igualmente las acciones pero obligándose frente al acreedor pignoraticio a ejercitar los derechos sociales según la voluntad de este último. Indudablemente se produce un vaciamiento de la titularidad plena y efectiva del socio que deviene en una pantalla de la voluntad de su acreedor pignoraticio. Esta conducta reprochable se muestra todavía más enérgica en el caso de una interposición originaria, cuando un sujeto que previsiblemente va a ser inaceptable por el beneficiario de la restricción entrega una suma de dinero a un tercero, potencialmente idóneo para el beneficiario, a fin que éste adquiera en nombre propio pero por cuenta de aquél las acciones.

El adquirente se convertirá en un titular aparente, un mero testaferro u hombre de paja, vinculado en el ejercicio de los derechos sociales a la voluntad del verdadero y oculto socio. El tercero adquiere evitando la efectividad de la restricción. Esta interposición ficticia implica un supuesto de simulación relativa respecto a la identidad de uno de los contratantes, es decir, una simulación en la persona del comprador. La *causa fiduciae* es inidónea en nuestro ordenamiento para verificar

40 Cláusula propuesta por Perdices, *Cláusulas*, cit., p. 329.

41 Cfr. Perdices, *Cláusulas*, cit., p. 333, que además indica cómo determinadas cláusulas restrictivas de la transmisión —aquellas que prevén determinados requisitos en el adquirente— pueden encerrar implícitamente restricciones a la facultad de elección del representante en junta, eficaces por tanto en casos esporádicos.

la transmisión. El adquirente por lo tanto, debería ser aquel que siendo dueño del negocio intenta pasar oculto a través de la titularidad aparente del testaferrero y, como tal, es a él a quien habrá que aplicar efectivamente la restricción que en definitiva impide su adquisición. Consecuencia de lo anterior es la inscripción de un socio aparente inscrito indebidamente en el libro registro y un adquirente real que no ha llegado a ser socio por no respetar el procedimiento restrictivo de la adquisición. La sociedad rectificará la inscripción del testaferrero e impedirá lógicamente la del pretendido socio oculto, permaneciendo como titular en principio el anterior socio a la fecha del frustrado negocio fiduciario.

Otra cuestión es el de la transmisión de la legitimación –*Legitimationsübertragung*–, que es un mecanismo de representación indirecta –mediata oculta o sin poder– frente a la sociedad<sup>42</sup>. En esencia consiste en una transmisión simulada de la participación que crea frente a la sociedad una apariencia de titularidad con el fin de permitir a un tercero el ejercicio, en nombre propio, de los derechos de socio, que permanece como verdadero titular de la participación y por cuya cuenta e interés actúa el socio aparente. Este negocio encubre, por tanto, un apoderamiento y, puesto que la sociedad sólo inscribe en el libro registro transmisiones plenas y limitadas, es necesario disimular la verdadera naturaleza del negocio frente a la misma.

Para erradicar estas posibilidades la sociedad debe probar la existencia de la concreta vinculación con terceros y paralelamente arbitrar mecanismos que los eviten debiendo concretarse medidas sancionadoras.

Ahora bien, probar la existencia de la sujeción entre el socio y un tercero –dirigente–, no es fácil; la dificultad probatoria de que una persona actúa de conformidad con los dictados de otra no debe llevarnos a mantener la impunidad de la conducta infractora. Desde un plano ideal, que no real, podría preverse estatutariamente un deber de información del socio antes del ejercicio de los derechos sociales en la junta sobre la existencia o no del interés de un tercero en las concretas actuaciones. Pero tampoco debemos ser ingenuos y creer que la conducta de los socios siempre es honesta y no ver que el socio puede mentir, callar o, aun diciendo la verdad concluir *a posteriori* un pacto sobre el voto. De poco sirven estos deberes de buena fe y fidelidad hacia la sociedad y el resto de consocios, –que por otra parte es un precipitado del deber de fidelidad del socio y del de buena fe en general (art. 1258 [LEG\1889\27#A.1258]CC (LEG 1889, 27 [LEG\1889\27]))–, si no se establecen mecanismos sancionadores como cláusulas penales para el caso de cometer la infracción.

Dichas cláusulas tendrían la virtualidad de tener una eficacia disuasoria tratando de evitar estos comportamientos. La sociedad puede prever estatutariamente que en caso de probarse la influencia de un tercero en el ejercicio de los derechos y deberes sociales la sanción se concrete en una pérdida o reducción de la cuota de liquidación del socio. Mas lo necesario es la exacta prueba de que el concreto ejercicio del derecho de voto se haya verificado o haya sido presuntamente dictado según las instrucciones del afectado por la restricción. Pero, ¿cómo obtiene la sociedad indicios externos de esa influencia?

La respuesta es difusa, pues si ese tercero no pone de manifiesto la existencia de esa influencia o el propio socio, o por otra parte, analizando la actuación más o menos lineal y sin variaciones del socio en distintas juntas, y observando que de repente altera su comportamiento en signo distinto o rupturista con lo que eran sus antiguos postulados, puede inducir al menos a desconfiar sobre la existencia de una hipotética situación de influencia de terceros. No obstante hemos de precisar que no existe un genérico deber de coherencia en las actuaciones del socio.

En cuanto a la posibilidad de sanciones, podemos por un lado afirmar que una vez que existan evidencias de esta intervención se deben activar las previsiones estatutarias al respecto, pero por otro lado, la pregunta es cómo se activan éstas. En estos casos quizás no estaría de más, en aplicación analógica a lo regulado expresamente en los supuestos de adquisición derivativa de acciones o participaciones propias o de la sociedad dominante, prever la suspensión del derecho de voto y la exclusión de la junta del socio fundadamente sospechoso de obedecer los dictados indeseables de otro sujeto.

42 Pantaleón, *Copropiedad*, cit., pp. 24-25; Perdices, *Cláusulas*, cit., p. 353, nota 63. Sobre la cesión de legitimación nos remitimos al epígrafe correspondiente del capítulo de la constitución de la prenda.

Si la *ratio* de esta norma no es otra que impedir el influjo desagradable y oportunista en la sociedad por parte de los administradores, debemos concluir que esa misma finalidad es idéntica a la buscada por las cláusulas restrictivas, en las que si bien el origen no es legal, es dispositivo por voluntad de los socios que deciden que actitudes son indeseables para la marcha de la sociedad. Si con esta suspensión el socio da muestra de un comportamiento leal y honesto con los intereses sociales, síntoma de su ruptura con el tercero, podrá levantarse la suspensión y permitir su continuación en la sociedad. Ahora bien, la sociedad si es precavida y lógicamente dependiendo del poder social que tenga ese socio en el seno social, no le interesará que éste se mantenga en la misma. El socio ha dado muestras de su desinterés por la sociedad, ha violado el deber de fidelidad y, en general, de la buena fe contractual hacia la sociedad implícita al adquirir la condición de socio. Esta última postura permitiría aplicar la cláusula de rescate como forma de exclusión de un socio negligente por aplicación de una sanción por deslealtad.

El negocio que hayan celebrado socio y tercero, negocio de sujeción a las instrucciones de un tercero, se debe considerar en fraude de los estatutos y como tal sería nulo por causa ilícita (art. 1275 [LEG\1889\27#A.1275]CC). Y siendo nulo el negocio, nulo también será el concreto voto realizado por el socio siempre que se haya emitido en atención al pacto. Se trata de un voto ejercitado en abuso de derecho perjudicial para la sociedad.

#### IV. El deber de colaboración del acreedor pignoraticio

El art. 132 LSC instituye además un segundo principio, el relativo al deber de colaboración del acreedor pignoraticio, en la medida que facilite el ejercicio de los derechos al socio. La razón es obvia: de una parte, y siempre que estemos ante una representación física del objeto prendado, la prenda conlleva el desapoderamiento del bien por parte del titular y la correlativa entrega al acreedor o un tercero, y de otra, en ciertas ocasiones es preceptiva la presentación de los títulos para que el derecho pueda ejercitarse.

El antiguo art. 42LSA (RCL 1989, 2737 [RCL\1989\2737] y RCL 1990, 206) 1951, era, si cabe, más explícito, a la hora de concretar aquel deber de facilitar el ejercicio de los derechos sociales, estableciendo literalmente la necesidad de *presentar las acciones a la sociedad cuando este requisito sea necesario para aquel ejercicio*. Tampoco es menos cierto que se tachó a este inciso de redundante, operando en la nueva ley, una mera corrección de estilo del precepto, aunque se suprimiese su dicción literal<sup>43</sup>.

Las peculiaridades de este deber de colaboración están en íntima consonancia con el sistema de representación adoptado por las acciones. Así, si éstas están incorporadas en títulos al portador, será siempre necesaria la exhibición del título para el ejercicio de los derechos, o, en su caso, si éstos estuviesen depositados en una entidad autorizada, el certificado que acredite tal depósito. De este modo, la exhibición del título se convierte en un medio jurídico a través del cual el titular efectivo de la cualidad de socio deviene indiferente a los efectos del ejercicio de los derechos del accionista, en cuanto se establece una *fictio iuris* por la que el poseedor —exhibidor— del título es titular de la cualidad de socio<sup>44</sup>. En definitiva y para el caso de acciones al portador el esquema es el siguiente:

#### **Exhibición del título = posibilidad de hacer valer o ejercitar el estado o cualidad de socio.**

Cuando se trata de acciones nominativas la colaboración sólo es oportuna para la inscripción de la prenda en el libro registro (principio de prelegitimación), quedando relevado a partir de ese momento de la presentación de los títulos. La

43 En este sentido, Sánchez-Parodi, *op. cit.*, p. 803; y Salinas, *El régimen*, *op. cit.*, p. 327.

44 Sobre estos extremos véase el amplio estudio hecho por Mariotti, *Il diritto di voto nel pegno e nell'usufrutto di azioni*, Locarno, 1938, pp. 212 y ss., para quien el verdadero significado del concepto de legitimación está en el hecho de poder abstraer totalmente *dall'indagine sulla pertinenza dil diritto o stato di azionista in colui che é ammesso a farlo valere, a esercitarlo*.

legitimación estará a partir de entonces acorde con el contenido del libro registro. Por último, cuando el objeto recae sobre acciones representadas por anotaciones en cuenta, aquel deber de colaboración se diluye, pues estamos ante realidades incorpóreas, ante las que la referencia «poseíble» no deja de ser una mera entelequia, puesto que hablar de posesión sólo es viable en la medida en que se hace posible un esfuerzo intelectual de abstracción de esa transmisión por equivalencia. La inscripción equivale al desplazamiento posesorio, previendo el legislador un instrumento legitimatorio alternativo, cual es el certificado de legitimación<sup>45</sup>.

La colaboración del acreedor pignoraticio puede realizarse en dos formas, o bien presentando directamente las acciones ante la sociedad, o bien entregándolas a su deudor-socio para que éste sea quien las presente. En el primer caso, esta desposesión del acreedor ha de interpretarse en su justa medida, cumpliendo con su deber legal de cooperar en el ejercicio de los derechos de socio, mas no como una remisión de la garantía, ya que si así fuera entraría en funcionamiento la presunción de extinción de la garantía del art. 1191 [LEG\1889\27#A.1191]CC (LEG 1889, 27 [LEG\1889\27])<sup>46</sup>, al tener el deudor nuevamente en su poder la posesión material de los títulos, y aunque a sensu contrario admite prueba en contrario, nada empece que tratándose, v. gr., de una acción al portador, no la transmita éste a un tercero de buena fe, o bien proceda a la transmisión por vía de derecho común de una acción nominativa<sup>47</sup>. En estos casos no habría protección del tercero (art. 19.II LCCH (RCL 1985, 1776 [RCL\1985\1776] y 2483)). No obstante siempre puede constar sobre el propio título la anotación de su afección en garantía o en prenda. Si es al portador la acción poco puede importar que escriba nada, pues en sede de títulos-valor la buena fe no es conocimiento, son pruebas líquidas.

Esta situación puede ser frecuente en el tráfico, presentándose el nuevo adquirente ante la sociedad, el cual amparado en la autonomía del título, se vería protegido frente al acreedor pignoraticio, y a la hora de pretender legitimarse frente a la sociedad, alegando si cabe, su contrato, se encontrará con que su derecho estaba limitado, en la misma medida en que lo estaba la disponibilidad del transmitente. Ante la duda de si debe primar entonces el título o la inscripción en un libro registro vinculante de titularidades, hemos de decantarnos siempre por el título. La disociación entre titularidad plena *versus* limitada y legitimación es clara. La eficacia y virtualidad de ese registro puede llegar a ser tal que haga que el adquirente o no adquiera nada, o adquiera ese título limitado. Llegar a tales extremos puede llevarnos a un enquistamiento registral en el tráfico, como sucede en el caso de las anotaciones, donde la última palabra a todo negocio depende prácticamente del registro.

Si el acreedor se negare u obstaculizare este deber de colaboración, quedaría siempre a salvo al socio-titular de las acciones la posibilidad de ejercitar la correspondiente acción de responsabilidad por daños y perjuicios, en la medida del detrimento patrimonial que supuso el no poder ejercitar sus derechos sociales<sup>48</sup>. Incluso cabría ir más allá y juzgar conveniente mantener una resolución por incumplimiento de obligaciones accesorias o conexas a las principales<sup>49</sup>.

Por último, es menester reseñar que, si bien las más de las veces, este deber de colaboración se canaliza en la entrega de las acciones, v.gr., depósito, otras, se traducirá en un comportamiento distinto, en consonancia con las exigencias del

45 Sobre el verdadero papel que desempeña el certificado de legitimación me remito al epígrafe relativo al mismo en el capítulo tercero.

46 Al respecto, Muñoz Martín, *Disolución y derecho a la cuota de liquidación en la sociedad anónima*, Valladolid, 1991, p. 404, se inclina en favor del efecto remisorio de la entrega del título; en derecho francés DERRUPPE, «Le nantissement des valeurs mobilières», cit., p. 537.

47 Asimismo, Guyenot, «La constitution», cit., p. 289: «le créancier peut craindre que la dépossession même momentanée des titres ne conduise à lui faire perdre son privilège... la jurisprudence décide que le dessaisissement temporaire ne rompt pas la continuité de la détention et n'entraîne pas la perte du privilège du gagiste. Le créancier gagiste, qui n'a pas de otif légitime de refus, est tenu de se démunir des titres engagés pour permettre à leur titulaire d'exercer ses droits aux assemblées générales».

48 El acreedor prendario debe cuidar la cosa dada en prenda con la diligencia de un buen padre de familia; responderá, frente al propietario, por el ejercicio diligente y prudente de los derechos que le vengan atribuidos, conforme Rubio, *Curso*, cit., pp. 103-104; Uría/Garrigues, *Comentario*, cit., I, p. 497; Sánchez-Parodi Pascua, cit., p. 804.

49 Es frecuente en los contratos de préstamos con garantía hipotecaria pactar una serie de cláusulas de vencimiento anticipado por incumplimiento de obligaciones accesorias, un buen ejemplo en la monografía de Ysás Solanes, *El contrato*, pp. 144 y ss.

concreto derecho que se pretende ejercitar, así por ejemplo, en el caso del derecho de suscripción preferente, tendrá que facilitar el acreedor los respectivos cupones, siempre que los hubiere<sup>50</sup>.

Sólo a través de una adecuada integración entre las disposiciones estatutarias y las contenidas en el título constitutivo de la prenda, ambas partes configurarán sus relaciones con la claridad necesaria, para no dificultar el ejercicio y la legitimación de los derechos, ya sean éstos atribuidos a uno u otro. Sólo así estará el acreedor pignoraticio en óptimas condiciones para conocer la verdadera dimensión y alcance de su derecho<sup>51</sup>.

---

50 Sánchez Andrés, *El derecho*, cit., p. 430.

51 En este sentido I. Paz-Ares, cit., p. 187, afirma que la posición jurídica del titular de la prenda debe ordenarse mediante la debida coordinación del contenido dispositivo del título constitutivo y la regulación estatutaria –o en su caso legal–, buscando el debido ajuste entre ellas, de forma tal que se reconozcan al acreedor auténticas facultades directas sobre la cosa, adecuadas a su titularidad jurídica real y suficientes para preservar el interés que aquélla tutela.

# El derecho de separación como vía superadora de conflictos intrasociales

04

Miguel MARTÍNEZ MUÑOZ\*

\* Profesor investigador FPU, Departamento de Derecho Mercantil. Universidad Pontificia Comillas

El derecho de separación puede, en el derecho de sociedades, definirse como el que tiene el socio a abandonar la sociedad de capital, siempre que concurra una causa legal o estatutaria habilitante, con devolución de la cuota correspondiente y sin que, en ningún caso, tenga lugar la disolución de aquella.

Como caracteres principales de este derecho pueden mencionarse las siguientes, en el derecho español de sociedades:

- a) Ejercicio voluntario por el socio que decide separarse de la sociedad de capital.
- b) Sujeción del ejercicio del derecho al acaecimiento de una causa legal o estatutariamente prevista.
- c) Ejercicio que opera de forma unilateral, desde el punto de vista del socio, respecto a la sociedad.
- d) La consecuencia económica y jurídica del ejercicio del derecho es la amortización de acciones o participaciones que integran el capital social, y, por tanto, la liquidación parcial del patrimonio de la sociedad.

Por lo que respecta al fundamento o causa que motiva de hecho el ejercicio del derecho de separación, debe decirse que dicho ejercicio constituye por lo general un instrumento de tutela de los socios minoritarios frente a determinadas decisiones tomadas por la mayoría, válidas y eficaces, pero que modifican sustancialmente algún elemento esencial de la sociedad de capital.

Supone modificación de elemento esencial, entre otras circunstancias comunes en la vida de la sociedad de capital, las situaciones de reorganización económica y financiera; y también, los comportamientos generadores de opresión por parte de la mayoría.

De esta manera, el ejercicio del derecho de separación constituye un mecanismo de defensa que puede ser dispuesto por el socio minoritario frente a determinadas actuaciones opresivas de la mayoría. Estas actuaciones de defensa son canalizadas a través de modificaciones sustanciales de elementos esenciales de la sociedad.

En el derecho español de sociedades, en el marco de la Ley de Sociedades de Capital, son causas legales de separación las que se enuncian:

- a) Sustitución o modificación sustancial del objeto social.
- b) Prórroga de la sociedad.
- c) Reactivación de la sociedad.
- d) Creación, modificación o extinción anticipada de la obligación de realizar prestaciones accesorias, salvo disposición contraria de los estatutos.
- e) En el caso de la sociedad limitada, la modificación del régimen de transmisión de las participaciones sociales.
- f) Transformación de la sociedad y traslado de domicilio al extranjero.

Pero no solo es posible ejercer el derecho de separación en caso de concurrir estas circunstancias previstas por la Ley. Los estatutos podrán establecer otras causas de separación distintas a las previstas en la LSC, si bien, en este caso, determinarán el modo en que deberá acreditarse la existencia de la causa, la forma de ejercitar el derecho de separación y el plazo de su ejercicio. Por lo demás, la incorporación, modificación o supresión de causas estatutarias requiere consentimiento unánime de los socios, lo que da estabilidad a lo dispuesto en los estatutos y dificulta la alteración de las causas que fueron previstas en su día por los socios para lograr la separación.

En el caso de ejercicio del derecho de separación, como hemos indicado al principio, la situación de hecho que se suele plantear revela un conflicto intrasocial.

El marco en que se da esta situación es por lo general un contexto económico propio de sociedades de capital caracterizadas por una estructura de capital concentrado, con socios de control que lo ejercen. Alternativamente, también aparecen los conflictos frecuentemente en sociedades cerradas, de carácter personalista

Los conflictos pueden plantearse entre socios cualesquiera, pero tienen mayor trascendencia para el ejercicio del derecho de separación cuando se concretan en una confrontación entre la mayoría del capital y una minoría. En estos supuestos aparece frecuentemente una situación que cabe calificar como de imposición u presión de la mayoría sobre el socio minoritario o sobre un grupo de minoritarios, concretada en la toma e imposición de decisiones en la junta general por la mayoría vinculando a la mayoría,

Uno de los casos más frecuentes es en este ámbito el de no reparto de beneficios; la mayoría impone indefinidamente o por largo tiempo a la minoría esta decisión, privándoles de hecho del derecho al dividendo. La situación se agrava y se complica desde el punto de vista del ejercicio correcto de los derechos del socio cuando aparecen conductas desleales de los administradores o de los propios socios mayoritarios que minan el patrimonio social trasvasándolo a otros patrimonios (tunneling), y cuando se producen situaciones cualesquiera que manifiestan en la práctica la limitación o la privación arbitraria de derechos económicos y políticos.

Como ejemplos de situaciones conflictivas en este contexto, y junto al caso de no distribución sistemática de dividendos, cabe citar otros que aparecen con cierta frecuencia como los de:

- a) Ampliación de capital con exclusión del derecho de preferencia para dar entrada a una sociedad vinculada a un socio de control, en ocasiones sin la debida compensación a los excluidos.
- b) Venta a una sociedad participada mayoritariamente por uno de los socios de control de un activo o negocio sustancial de la sociedad.
- c) Exclusión sistemática o limitación injustificada del ejercicio del derecho de información, o del contenido de la información suministrada por los administradores u otras personas legalmente obligadas.
- d) Nombramiento de consejeros, en perjuicio del interés de los socios minoritarios.

Para ejercer el derecho de separación, como se ha visto, en primer lugar ha de concurrir una causa legal o estatutaria. De lo contrario, el socio deberá permanecer en la sociedad, y de ahí la importancia de una correcta configuración estatutaria del derecho de separación *ad nutum*.

En el caso de impugnación de acuerdos sociales por abuso de derecho, después de la reforma, es aplicable la regla del artículo 204.1, párrafo 2, LSC, que comentaremos a continuación.

En cuanto a la configuración del derecho de separación por justa causa deben tenerse en cuenta los antecedentes legislativos (art. 13.2 LSP y 15 LAIE), y la configuración que va a recibir este supuesto conforme al Anteproyecto de Código Mercantil (artículo 271-1),

Por último, debe tenerse presente que últimamente la jurisprudencia estaba actualizando los criterios de aplicación e interpretación del artículo 348 bis LSC, antes de que quedase en suspenso (así, SAP de Santa Cruz de Tenerife [Sección 4ª] núm. 322/2015, de 2 de diciembre (JUR 2016\66100)).

Un caso reciente de impugnación de acuerdo social por no distribución de dividendos muestra cómo la jurisprudencia va consolidando la doctrina del ejercicio abusivo de derechos por la mayoría, justificando el ejercicio del derecho de separación, en la medida en que la finalidad de la inversión es recibir los dividendos, sin que se pueda posponer indefinidamente su cobro: así lo recoge la SAP de Madrid [Sección 28ª] núm. 117/2016, de 1 de abril (JUR 2016\169671).

Sin embargo, no siempre es factible ejercer el derecho de separación a voluntad cuando no concurre justa causa, especialmente cuando no hay previsión estatutaria al respecto. Como resolución judicial reciente que determina la imposibilidad de separación *ad nutum* por no estar previsto en los estatutos, hemos analizado la SJM núm. 6 de Madrid núm. 520/2014, de 22 de septiembre (JUR 2016\108770). Sí está prevista en cambio la validez y eficacia del ejercicio de ese derecho en el razonamiento contenido en la SAP de Barcelona [Sección 14ª] núm. 397/2014, de 11 de diciembre (JUR 2015\62964).