



Articulación contractual y régimen jurídico de los pactos de acompañamiento (cláusulas de tag along)

Aurora Campins Vargas

Asociada Senior

aurora.campins@cuatrecasas.com

RESUMEN: Las cláusulas de *tag along* permiten a los minoritarios salir de la sociedad en un eventual cambio de control en las mismas condiciones y precio que el socio mayoritario. En su modalidad más simple, el derecho de acompañamiento de los minoritarios se corresponde con la obligación del transmitente de no vender sus acciones o participaciones si el tercero no compra a los minoritarios las suyas. Resulta aconsejable completar este contenido obligacional mínimo añadiendo medidas que refuercen el compromiso de no vender del transmitente y hagan más gravoso su incumplimiento. A tal fin, reconocer una opción de venta (*put*) al minoritario frente al socio transmitente incumplidor con una penalización en el precio de venta es la mejor alternativa contractual. Societariamente el *enforcement* de la cláusula puede reforzarse otorgando rango estatutario al pacto y reconociendo un derecho de separación al minoritario al mismo precio que el ofrecido por el tercer adquirente que pretende el control.

ABSTRACT: Tag-along clauses enable minority shareholders to exit the company under the same terms and conditions as the majority shareholders. In its simplest form, the tag along operates so that the majority are unable to transfer their shares or quotas without the proposed buyer also agreeing to purchase the minority shares. It is advisable to reinforce this obligation by strengthening the majority's non-selling commitment and making the default more onerous. For this purpose, from a contractual point of view, the best alternative is to grant a put option to the minority against the defaulting majority including a penalty on the transfer price. To strengthen its enforcement of the tag-along can be included in the by-laws together with a minority separation right enabling the minority to transfer their shares at the price offered to the majority shareholder.

Palabras clave: derecho de acompañamiento, pacto de *non cedendo*, opción de venta

Keywords: Tag along Rights, pactum de non cedendo, put option



SUMARIO:

- I. INTRODUCCIÓN: DEFINICIÓN DE LA CLÁUSULA Y JUSTIFICACIÓN DE SU TRATAMIENTO
- II. ÁMBITO OBJETIVO DE SU APLICACIÓN
- III. MODALIDADES CONTRACTUALES: CLÁUSULA DE SALIDA CONJUNTA TOTAL Y PROPORCIONAL
 - A) La cláusula *tag along* de salida conjunta total
 - B) La cláusula *tag along* de salida conjunta proporcional
- IV. CALIFICACIÓN JURÍDICA DE LA CLÁUSULA
- V. PREVISIÓN ESTATUTARIA v. PACTO PARASOCIAL
- VI. CONTENIDO Y ARTICULACIÓN CONTRACTUAL DE LA CLÁUSULA
- VII. EFICACIA Y CONSECUENCIAS DERIVADAS DE SU INFRACCIÓN

Agradezco los comentarios y observaciones de Jesús Alfaro y Antonio Perdices que han tenido la amabilidad de leerse el trabajo y ponerme de manifiesto los aspectos sobre los que discrepaban. Así mismo agradezco a César González su dedicación en la lectura del trabajo. La responsabilidad por los errores, desde luego, es solo mía.

El trabajo ha contado con la ayuda del Ministerio de Economía y Competitividad, en el marco del proyecto “Gobierno corporativo: el papel de los socios” DER 2014-55416-P codirigido por los profesores Cándido PAZ-ARES y Antonio PERDICES HUETOS.

I. INTRODUCCIÓN: DEFINICIÓN DE LA CLÁUSULA Y JUSTIFICACIÓN DE SU TRATAMIENTO

El objeto de estas páginas es el estudio de la cláusula de acompañamiento o derecho de venta conjunta (los llamados en la doctrina anglosajona *Tag along Rights* también conocidos como *piggyback rights* o *co-sales agreements*¹). Típicamente esta cláusula se configura como un mecanismo de protección de los socios minoritarios orientado a facilitarles la salida y la desinversión ante eventuales cambios de control. En este contexto, la cláusula se activa cuando el

¹ K. REECE THOMAS y C. RYAN, *The Law and Practice of Shareholders' Agreement*, 3ª ed., London, LexisNexis, 2009, p. 134; S.FITZGERALD y G.MUTH, *Shareholders' Agreement*, 5ª ed., London, Sweet & Maxwell, 2009, p. 176.



mayoritario tiene una oferta para vender sus acciones o participaciones a un tercero. En tal situación, los minoritarios pueden adherirse y vender su paquete minoritario en las mismas condiciones y al mismo precio que el ofrecido al socio mayoritario. De esta forma, los minoritarios, que no han participado en la negociación, participan en la venta y el socio mayoritario solo puede vender si permite que los minoritarios participen. En otro caso la operación no podrá realizarse. Esto es, mientras que el mayoritario asume la obligación de procurar que la oferta de compra del tercero se extienda a la participación del minoritario, el minoritario tiene una opción, no una obligación de vender (si tal es el caso, nos encontraríamos ante una cláusula de *drag along*)².

La función económica de la cláusula y su diseño como una herramienta “anti-oportunismo” ha sido muy bien explicada en otros trabajos³. En las páginas que siguen, abordaremos su articulación contractual y régimen jurídico, que son cuestiones menos estudiadas en nuestra doctrina⁴, quizá por la falta de regulación en nuestro Derecho de Sociedades⁵, más allá de su encaje en el art. 123 LSC⁶.

La razón de la escasa atención legislativa tiene mucho que ver con que, como señaló la STJCUE de

² Sobre la *drag along* y sus diferencias con la *tag along* vid. P.DIVIZIA, “Clausole statutarie di covendita e trascinamento”, Notariato n.2/2009, p. 157 ss. Del mismo autor, *Le clause di tag e drag along*, Milano 2013, D’ALESSANDRO, C., “Patti di covendita (tag along e drag along)”, *Riv.Dir.Civ* 2010, pp. 373 ss; A. MORELLI, “Los pactos parasociales: la redacción de las cláusulas de *Drag along* y *Tag Along*”, *Actualidad Civil*, n° 9, septiembre 2013, p. 1081, tomo 2, La Ley; N. DE LUCA, “Ancora sulle clausole statutarie di accordamento e trascinamento (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?”, en *Banca Borsa Titoli di crédito*, gennaio-febbraio 2013, vol. LXVI, pp. 65 ss.

³ Entre nosotros, M. I. SÁEZ LACAPE/N. BERMEJO GUTIÉRREZ, “Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. A vueltas con los pactos de *tag* y de *drag-along*”, *indret* 1/2007. V., también, M.BENNEDSEN/K.MEISNER NIELSEN/T.VESTER NIELSEN, “Private Contracting and Corporate Governance: Evidence from the Provision of Tag-Along Rights in an Emerging Market”, *working paper*, November 2007; De los mismos autores, “Private Contracting and Corporate Governance: Evidence from the Provision of Tag-Along Rights in Brazil (March 2011)”, *Journal of Corporate Finance*, Forthcoming. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1779845>.

⁴ Destacamos por su claridad, la lección de A. PERDICES HUETOS, disponible en: <http://almacenederecho.org/lecciones-tag-along/>. Del mismo autor, “Llévame contigo, las cláusulas estatutarias de venta conjunta de acciones y participaciones”, en su momento disponible en www.uam.es, marzo 2004.

⁵ Esta situación, que se repite en otros ordenamientos y en particular, el italiano, ha llevado a calificar esta cláusula como “contratto alieno”, expresión con la que se define a todas aquellas fórmulas contractuales elaboradas sobre la práctica y patrimonio jurídico anglo-americanas las cuales deben reconducirse a los esquemas contractuales propios del derecho interno. Vid. G. DI NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2ª ed., 2010.

⁶ El art. 123 LSC, en su redacción dada por el TRLSC, introdujo la posibilidad de establecer en los estatutos de una SA no solo restricciones sino también “condicionamientos” a la libre transmisibilidad de las acciones. Con ello, algunas voces apuntan, el legislador parece haber querido dar cabida en los estatutos además de las típicas cláusulas restrictivas a toda una serie de cláusulas que introducen condiciones a la libre transmisibilidad, entre ellas, la cláusulas *drag along* y, en particular, a la cláusula *tag along* que ahora nos ocupa. Así, M.T.BAREA MARTINEZ, “La transmisión de las acciones y participaciones sociales”, en *Las sociedades de capital: cuestiones teóricas y prácticas, Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. extraordinario 2015 pp. 257 ss., 280-282. En nuestra opinión, sin negar la posible intencionalidad de esa modificación legal, ya antes de su introducción, la cláusula *tag along* tenía perfecto encaje jurídico en la norma. En este sentido, compartimos la opinión de PERDICES cuando señala que la cláusula responde a la lógica de las cláusulas de autorización: <http://almacenederecho.org/lecciones-tag-along/>.



15 de octubre de 2009 con ocasión de la toma de control de una sociedad⁷, no existe un principio general de igualdad de trato que rijan obligatoriamente en las relaciones internas entre socios. La consideración generalizada de que la cesión de control de una sociedad no es sino pura y simplemente una cesión de acciones o participaciones que, como tal, no requiere de una regulación societaria especial⁸, provoca que el tema de la protección de los socios se remita, con carácter general, al régimen jurídico a la autonomía privada. En este contexto, el Proyecto de Código Mercantil se limita a reconocer la legitimidad de las cláusulas de *tag along* pero no dibuja un régimen jurídico específico⁹.

Algo parecido sucede en el derecho comparado donde, a excepción de algunos ordenamientos como el francés o el brasileño (que se limitan a regular la cesión de control en el ámbito de las cotizadas)¹⁰ y alguna sentencia norteamericana que se ha preocupado de establecer medidas de

⁷ La sentencia resuelve una cuestión prejudicial planteada por la *Cour de cassation* de Luxemburgo, con el fin de determinar si existe un principio general de igualdad comunitario susceptible de obligar a un accionista que adquiere el control de una sociedad a ofrecer a los accionistas minoritarios la compra de sus participaciones en condiciones idénticas a las convenidas con ocasión de la toma de control. Puede leerse un resumen y comentario a la sentencia en la siguiente entrada: <http://www.asesoriayempresas.es/articulo/JURIDICO/25789/el-principio-de-igualdad-de-los-accionistas-en-los-supuestos-de-cesion-de-participaciones-de-control>

⁸ En efecto, a excepción de la regulación de las OPAs, la cesión del control de una sociedad es una materia que carece de regulación legal en nuestro ordenamiento. Sobre las diferencias entre una OPA y la cesión de control como técnicas societarias distintas en orden a obtener de forma instantánea el control de una sociedad puede leerse J. M. EMBID IRUJO, *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*, Madrid 1987, pp. 38 ss., quien señala que, mientras que en la OPA los socios que deciden vender sus títulos ceden el control al oferente por acumulación de acciones, en la cesión de control se produce una auténtica sustitución en la posición de control. A lo que añade que el precio o prima de control pagado en una y otra se distribuye de forma diferente. Mientras que en una OPA el precio se reparte entre todos los socios que la aceptan, en la cesión de control el pago de la prima queda “concentrada” en el socio mayoritario que con la transmisión de sus participaciones ha transmitido el control de la sociedad. En el primer caso, la protección del minoritario se consigue imponiendo un comportamiento positivo al adquirente de control, mientras que en el segundo la iniciativa se atribuye al minoritario.

⁹ En particular, en relación con las sociedades de responsabilidad limitada el Art. 232-II del ProCoMer dispone lo siguiente: “2. Serán válidas las cláusulas por las que cualquiera de los demás socios obligue al que pretenda transmitir sus participaciones a un tercero a obtener de éste el compromiso de adquirir simultáneamente también las suyas y en las mismas condiciones o en las que los propios socios hubieran previamente acordado”. Por su parte, el Art. 233-20.4 dispone lo siguiente: “Los estatutos de las sociedades anónimas no cotizadas podrán contener también cláusulas de arrastre, *acompañamiento* y rescate de acciones. El contenido de estas cláusulas se ajustará a las reglas establecidas en este Código para las cláusulas equivalentes en la sociedad limitada”.

¹⁰ En Brasil, el art. 254-A de su ley de anónimas prevé desde 2001 un derecho legal de venta conjunta a través de la formulación de una OPA por el 80% del valor en casos de cambios de control: “A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (Incluido pela Lei nº 10.303, de 2001). Sobre la regulación brasileña vid. BENNESEN/MEISNER/VESTER, “Private Contracting”, *Journal of Corporate Finance*, 2011.

En el ordenamiento francés, se ofrece como procedimiento alternativo a la formulación de una OPA, el llamado *procédure de garantie de cours* o *maintien de cours* en virtud del cual el adquirente queda obligado a adquirir todos los títulos que se presenten a la venta durante un plazo determinado tras la realización de la cesión en las mismas condiciones que los títulos cedidos por el precio de control. A. VIANDIER, *OPA, OPE, Garantie de cours, retrait, OPV*, Paris 1993.



protección para los socios minoritarios cuyo control se cede, existe un vacío legal prácticamente total en relación a la cesión de control¹¹.

En las páginas que siguen nos ocuparemos en primer lugar, del ámbito objetivo de aplicación de la cláusula así como de las modalidades contractuales más frecuentes en el tráfico y su calificación jurídica (v. *infra* II a IV). A continuación, analizaremos las razones que llevan a las partes a incluirlas en los estatutos o en un pacto parasocial, su articulación contractual, la eficacia de la cláusula en función de su ubicación estatutaria o parasocial y las consecuencias de su infracción haciendo especial referencia a los mecanismos contractuales de los que disponen las partes para asegurar la autoejecutabilidad de la cláusula (v. *infra* V a VII).

II. ÁMBITO OBJETIVO DE SU APLICACIÓN

Se trata de un tipo de cláusula recurrente en sociedades cerradas, y, en particular, en las que operan en el sector del capital-riesgo y empresas de *private equity*¹², (sean en las que invierten en una compañía de reciente creación con crecimientos potenciales elevados (*start-up*), en proyectos más o menos desarrollados con el objeto de financiar nuevas actividades o consolidar y expandir las existentes (*growth capital*) o en proyectos maduros, con un modelo de negocio probado (*buy-out*). La razón de su profusión en este sector viene dada fundamentalmente por la especificidad de las inversiones de sus socios (frecuentemente determinada por factores tecnológicos) y por el carácter temporal de los acuerdos de inversión¹³, lo que propicia que adquieran un protagonismo especial las cláusulas de desinversión de la sociedad, en general y, entre ellas, las cláusulas de *tag along* como estrategia de salida, en particular. Normalmente en estas sociedades el derecho de acompañamiento se prevé en interés de los socios fundadores-gestores. Aunque para ellos la venta de las participaciones no se concibe como un objetivo, la inclusión de estas cláusulas les

¹¹ Nos referimos al conocido caso *Pelman vs. Feldman* de 1965 (comentado en todos los trabajos que se ocupan de la cesión de control) en el que el Tribunal sancionó al socio mayoritario por incumplimiento del deber de fidelidad frente a la minoría señalando que el accionista mayoritario no estaba autorizado a explotar por sí mismo las ventajas o beneficios surgidos de la situación del mercado para los productos de empresa, obligándole a distribuir la prima de control proporcionalmente entre los accionistas. Sobre esta y otras resoluciones de la jurisprudencia norteamericana que han seguido su estela así como cita de los numerosos trabajos que se han ocupado del mismo y un buen resumen de derecho comparado v. EMBID IRUJO, *Grupos de sociedades*, 1987, pp. 51 ss. y allí ulterior bibliografía.

¹² Sobre el tema vid. SÁEZ/BERMEJO, "Inversiones específicas", *indret* 1/2007; B. SATRÚSTEGUI MENCHACA, "Adquisiciones especiales (II)", en [J. M^a ALVAREZ ARJONA/A. CARRASCO PERERA (Dir.)], *Régimen jurídico de las asociaciones de empresas*, Aranzadi, Pamplona, 2001, pp. 469 ss.; I. ERLAIZ COTELO, "Las adquisiciones en el sector del capital riesgo", en [J. M^a ALVAREZ ARJONA/A. CARRASCO PERERA (Dir.)] *Adquisiciones de empresas*, Aranzadi 2013, p. 411.

¹³ En función de la antigüedad operativa de la compañía en que se invierte, el riesgo asumido y el rendimiento esperado, la duración de las inversiones de los *private equity* oscila entre tres y siete años con una duración media inferior a cinco años, momento a partir del cual el inversor liquidará su inversión en la empresa ya madurada a fin de permitir la entrada de otros inversores. Sobre la operativa de las sociedades de capital riesgo v. A. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA (dir.), *El capital riesgo: su operativa*, Aranzadi, 2012.



permite beneficiarse de las oportunidades de venta, normalmente más ventajosas, que encontrará el inversor¹⁴.

Fuera del sector del capital riesgo, este tipo de cláusulas se prevén con cierta frecuencia en *joint ventures* basadas en relaciones de cooperación con alto grado de exclusividad y en las que la introducción de la cláusula refleja la indispensabilidad y la insustituibilidad de cada una de las partes respecto de la otra¹⁵. Asimismo pueden encontrarse también en el seno de sociedades familiares en la que los miembros de la familia desean unir su destino en caso de que alguno de los miembros de la familia decida vender sus participaciones¹⁶.

En todos estos casos, como en el de cualquier sociedad cerrada tradicional en la que la única particularidad es la existencia de un socio mayoritario de control, lo que se pretende con la cláusula de *tag along* es garantizar una paridad de trato entre los socios de modo que ninguno de ellos pueda valerse de su posición para negociar con un tercero. En concreto, a los minoritarios la inclusión de esta cláusula les proporciona la satisfacción de un triple interés¹⁷: (i) permite su desvinculación de la sociedad en el caso de que entre un nuevo socio de control distinto al originario evitando con ello que queden prisioneros en una sociedad en la que el mayoritario ha dejado de ser el socio con quien establecieron una alianza¹⁸; (ii) evita que se vean forzados a ejercer un derecho de adquisición preferente para impedir el cambio de control en los casos en que carezcan del deseo o de los recursos financieros necesarios¹⁹ y (iii) les garantiza un derecho de salida de la sociedad en las mismas condiciones y al mismo precio que el ofrecido al mayoritario (participando, en su caso, en la prima de control pagada al mayoritario por la venta del control de la sociedad²⁰, o, cuando menos, evitando el “descuento por minoría” que pudiera aplicarse a la

¹⁴ Así, ERLAIZ, “Las adquisiciones en el sector del capital riesgo”, *Adquisiciones de empresas*, 2013, p. 411; SATRÚSTEGUI MENCHACA, “Adquisiciones especiales”, *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, 2001, p. 481.

¹⁵ J. M. ÁLVAREZ VEGA, “La sociedad conjunta”, en *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, 2001, pp. 310 ss; C. PAULEAU, *El régimen jurídico de las «joint ventures»*, Tirant lo Blanch, Valencia 2003, pp. 638 ss. y allí ulterior bibliografía.

¹⁶ T. VAZQUEZ LEPINETE, “Algunas notas sobre los pactos de desinversión en las sociedades familiares” en [M. GARRIDO MELERO y J. M. FUGARDO ESTIVILL (coords.), F. VICENT CHULIÁ (coord. sectorial)], *El patrimonio familiar, profesional y empresarial. Sus protocolos*. T.V, Barcelona, Bosch, 2005, pp. 569 ss. P. DIVIZIA, *Le clause di tag e drag along*, Milano 2013, p. 194.

¹⁷ Así, C. DI BITONTO, “Diritto statutario di covendita (“tag-along”) collegato al cambio di controllo e vendita della nuda proprietà di azioni”, *Le Società* 7/2013, pp. 773 ss. 780. Alude también a estas tres funciones M. FERRANTE, *Obbligo di covendita*, Tesis doctoral de la Università degli studi del Molise, 2011, p. 48. Accesible en la siguiente entrada: https://scholar.google.es/scholar?q=TESI+FERRANTE+OBLIGO+DI+COVENDITA&btnG=&hl=es&as_sdt=0%2C5

¹⁸ PAULEAU, *Régimen de las joint ventures*, 2003, p.638.

¹⁹ ERLAIZ, “Las adquisiciones en el sector del capital riesgo”, *Adquisiciones de empresas*, 2013, p. 411.

²⁰ SÁEZ/BERMEJO, “Inversiones específicas”, *indret* 1/2007, p. 17 explican con detalle la función de estas cláusulas como un mecanismo para evitar los efectos expropiatorios de ventas ineficientes para el valor conjunto de la sociedad. En este sentido señalan que “Su propósito concreto es que uno de los socios no liquide su participación en la sociedad transfiriendo su parte a un tercero y se apropie, así, de una porción del excedente que no le correspondería según lo pactado”.



venta individual de su paquete minoritario que coloca a quien lo adquiera en una posición alejada de la gestión y del control de la sociedad)²¹.

III. MODALIDADES CONTRACTUALES: CLÁUSULA DE SALIDA CONJUNTA TOTAL Y PROPORCIONAL

Dado que nos encontramos ante un acuerdo contractual que regula las relaciones internas entre socios ante la eventual salida de uno de ellos (normalmente el mayoritario), en principio, cabe pensar en todas las posibles variantes que admita la autonomía de la voluntad de las partes sin otros límites que los generales del derecho (art. 1255 Cc). Veremos, no obstante, como algunas de las modalidades contractuales más frecuentes en la práctica se acuerdan en pactos parasociales y no en estatutos por la supuesta existencia de algunos límites derivados del Derecho de Sociedades a la autonomía privada en este punto. Examinemos, a continuación, las variantes más frecuentes en la práctica societaria²². De las razones para su elección y de las posibles combinaciones contractuales entre unas y otras nos ocupamos más adelante (v. *infra* VI).

A) *La cláusula tag along de salida conjunta total*

La cláusula *tag along de salida conjunta total* es aquella que prevé la adquisición por el potencial adquirente de la totalidad de las partes de socio (acciones o participaciones sociales) ofrecidas por los socios interesados. A su vez, esta modalidad puede configurarse (i) como una fórmula que permita la adquisición total de todas las partes de socio de la sociedad. Esto ocurrirá si el tercero ofrece la compra de la totalidad de las acciones o participaciones al socio (mayoritario) al que hace la oferta y la oferta se extiende a la totalidad del resto de acciones o participaciones o (ii) podría ser total para los minoritarios con independencia de cuantas fueran las acciones o participaciones que se ofrecieran comprar al socio al que se presente la oferta (aunque solo fuese una de sus participaciones). Así, en esta segunda modalidad, si hubiera un socio (A) que tuviera 500 participaciones de una sociedad mientras que el otro socio (B) fuese titular de 1.000 participaciones, este modelo de cláusula permitiría al socio (A) vender sus 500 participaciones si el otro socio (B) decidiera vender solo una o diez participaciones.

La primera variante –la más frecuente de las dos modalidades en la práctica– puede suponer para el tercer adquirente la obligación de acabar adquiriendo el 100% del capital de la sociedad. Esto ocurrirá en los supuestos en que ofrezca al mayoritario la compra completa de su paquete de control y el socio minoritario o el resto de socios decidan adherirse con la totalidad de sus acciones o participaciones a la decisión de venta del primero. En la medida que es una modalidad que potencialmente abarca la totalidad del capital de la sociedad puede considerarse como *una*

²¹ Sobre el tema puede leerse con interés, C. PAZ-ARES /A. PERDICES, “Lógica y límites de los descuentos por iliquidez y minoría en la valoración de participaciones sociales”, *Revista de Capital-Riesgo* nº 10 (2010), pp. 3-19.

²² La clasificación y los ejemplos han sido tomados de <http://www.le-droit-des-affaires.com/droit-de-sortie-conjointe-article50.html>. Otras variantes en PAULEAU, *Régimen jurídico de las joint venture*, 2003, p.639. FERRANTE, *Obbligo di covendita*, 2011, pp.50-52.



fórmula contractual equivalente a una OPA obligatoria para el adquirente del paquete mayoritario en sociedades no cotizadas²³. En concreto, al sistema de OPA *a priori* anterior a la reforma del 2007 en la medida que la *tag along* obliga a formular la oferta a quien quiere obtener el control de una sociedad (a título oneroso) y no como consecuencia de una toma de control ya materializada (OPA *a posteriori* del actual régimen vigente)²⁴. Sea como fuere, el fundamento último de unas y otras OPAS obligatorias así como en de la cláusula *tag along* es el mismo: “asegurar la igualdad de trato de los accionistas repartiendo entre todos ellos la prima de control que cualquier comprador satisface por hacerse con un porcentaje de capital que le permite participar en el gobierno de la sociedad; y en segundo lugar, permitir a los accionistas que no estén conformes con la entrada del nuevo dueño vender sus acciones a un precio razonable”²⁵. En esta equivalencia funcional de figuras hay que señalar también entre las diferencias con las OPAS obligatorias que estas últimas tienen carácter irrevocable²⁶, mientras que, como veremos (v. *infra* VII), las cláusulas *tag along* pueden estar sometidas a condición supeditando el acuerdo de transmisión a que el tercero pueda revocar su oferta cuando conozca el número total de acciones o participaciones adheridas a la operación²⁷.

La cláusula de salida conjunta total implica que el socio transmitente (aquel al que un tercero le hace una oferta de compra de sus participaciones) solo puede vender sus acciones o participaciones si acepta que el socio no transmitente pueda participar en la operación de venta *de forma cumulativa* con las suyas, de tal forma que el tercero que realiza la oferta solo puede convertirse en socio de la sociedad si acepta comprar la totalidad de las acciones o participaciones de uno y otro socio en las mismas condiciones que ofreció al potencial transmitente o en las que los propios socios hubieran previamente acordado. Se trata, pues, de una venta cumulativa de una

²³ Así lo señalan PERDICES, “Llévame contigo”, www.uam.es; L. FERNÁNDEZ DEL POZO, “La sociedad de capital de base personalista en el marco de la reforma del Derecho de sociedades de responsabilidad limitada”, *RGD*, vol. 596, 1994, pp. 5431 ss., p. 5476; PAULEAU, *Régimen jurídico de las joint venture*, 2003, p.638. J. ALFARO, en su entrada de 14.2.2014, “El derecho de venta conjunta (*tag along*) como sustitutivo de la OPA obligatoria” accesible en <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2014/02/el-derecho-de-venta-conjunta-tag-along.html>, siguiendo a BENNEDSEN/MEISNER/VESTER, “Private Contracting”, *Journal of Corporate Finance*, 2011.

²⁴ A lo que hay que añadir, como se explicará más adelante a propósito del precio (v. *infra* VI), que, en las cláusulas *tag along*, no hay razón alguna para establecer reglas de determinación del precio, el cual se puede fijar libremente (tal y como sucedía en el sistema anterior de OPA), lo que difiere del sistema de OPA actual en el que sí hay una regulación del precio. Sobre esta diferenciación vid. PÉREZ RENOVALES, en *La regulación de las opas. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Civitas, Thomson Reuters, 2009, p. 234.

²⁵ PÉREZ RENOVALES, en *La regulación de las opas*, 2009, p. 234. Sobre los fundamentos económicos de lanzar una OPA, v. F. URÍA “Ámbito de aplicación” en *La regulación de las opas*, 2009, p. 82. A. RECALDE: “Régimen jurídico de las OPAS: concepto, función económica y principios de la ordenación”, pp. 27 ss., en [J. JUSTE/A. RECALDE (coord.)] *Derecho de OPAS. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español*, Tirant lo Blanch, 2010. Y ya antes, GARCÍA ENTERRÍA, *La OPA obligatoria*, Civitas, Madrid 1996, pp. 135 ss., quien, en todo caso, afirma que el intento de atribución igualitaria de la prima de control es discutible.

²⁶ URÍA, “Ámbito de aplicación” en *La regulación de las opas*, 2009, p. 82; RECALDE: “Régimen jurídico de las OPAS”, *Derecho de OPAS*, 2010, p. 45.

²⁷ Para una mirada más crítica que la indicada en el texto sobre el paralelismo entre la *tag along* y la OPA obligatoria v. SÁEZ/BERMEJO, “Inversiones específicas”, *indret* 1/2007, pp. 30-31.



pluralidad de bienes subjetivamente independientes, pero estatutaria o contractualmente vinculados²⁸.

B) Cláusulas tag along de salida conjunta proporcional

Esta modalidad implica que los socios beneficiarios tienen derecho a vender un porcentaje de sus acciones o participaciones proporcional al número de las vendidas por el transmitente. Por ejemplo, si el transmitente vende la mitad de sus participaciones los otros solo tendrán derecho a vender la mitad de las suyas²⁹.

En los casos en los que la oferta no abarque la totalidad de las partes de socio de la sociedad, se puede prever una diferente redacción de la cláusula en función de que el derecho de salida conjunta proporcional se prevea por encima o no de la cantidad inicialmente ofrecida por el tercer adquirente³⁰.

Así, en los casos en los que los minoritarios tengan un derecho de salida conjunta proporcional y la oferta no abarque la totalidad de las partes de socio de la sociedad, el ejercicio del derecho de acompañamiento la cláusula *tag along* puede redactarse previendo una salida simultánea y cumulativa del socio transmitente y de todos aquellos que se adhieran a la venta de forma proporcional al porcentaje del socio transmitente. En este caso, en una sociedad en la que el minoritario tenga 500 participaciones y el mayoritario 1000 si el segundo recibiera una oferta de un tercero de adquirir 500 de sus participaciones y el primero dispusiera de un derecho de salida conjunta proporcional que pudiera ejercer más allá del número de participaciones ofertadas por el tercer adquirente, el minoritario podría exigir que el tercero adquiriese 250 de sus participaciones añadidas a las 500 acciones del mayoritario.

La otra modalidad -cuando la oferta total de compra no abarque la totalidad de las partes de socio de la sociedad-, consiste en que la cantidad de acciones o participaciones que el tercero se ofrezca a comprar se distribuya proporcionalmente entre el socio transmitente y el resto de socios que ejercen su derecho de acompañamiento, de tal forma que el tercero no tenga que adquirir más porcentaje de capital que el inicialmente acordado con el primer socio con lo que el primer socio deberá transmitir menos acciones o participaciones para que el resto de socios puedan participar en la operación³¹. En el ejemplo anterior en el que el minoritario posee 500 participaciones y el mayoritario 1000 participaciones siendo que el mayoritario recibe una oferta de compra de 500 de

²⁸ Así, DI BITONTO, "Diritto statutario di covendita", *Le Società* 7/2013, p.782.

²⁹ Los beneficiarios del derecho de acompañamiento solo tendrían derecho a vender la totalidad de las suyas si el socio transmitente hiciera lo propio (en ese caso nos encontraríamos ante una cláusula de salida conjunta total de las apuntadas en el apartado anterior).

³⁰ PERDICES en su entrada sobre la *tag along* <http://almacendederecho.org/lecciones-tag-along/>, habla de un derecho de acompañamiento cuantitativamente ilimitado ("*en dehors*") frente a un derecho de acompañamiento cuantitativamente limitado ("*en dedans*") señalando que, en derecho comparado, es más frecuente el primer tipo.

³¹ Tal y como señala PERDICES en su entrada sobre la *tag along* <http://almacendederecho.org/lecciones-tag-along/>, la lógica de esta modalidad es la misma que la del art. 107.2 c) *l.f. LSC* en el que se prevé ante un derecho de adquisición preferente que "si son varios los socios concurrentes interesados en adquirir, se distribuirán las participaciones entre todos ellos a prorrata de su participación en el capital social".



las suyas, si el ejercicio del derecho de acompañamiento se prevé que se ejerza en la cantidad ofertada por el tercer adquirente, el minoritario tendrá derecho a exigir que el tercero le compre 167 participaciones en tanto que el mayoritario le venderá 333 participaciones.

IV. CALIFICACIÓN JURÍDICA DE LA CLÁUSULA

Desde un punto de vista societario, se ha señalado que la cláusula de *tag along*, no es sino una variante de las cláusulas de autorización de las del art. 123 LSC y como tal, una cláusula limitativa a la transmisibilidad de las acciones o participaciones, sujeta a su régimen de admisibilidad estatutaria³². De la validez y eficacia de las distintas modalidades de cláusulas de *tag along* estatutarias nos ocupamos más adelante (v. *infra* V y VII)

Desde un punto de vista estrictamente contractual, el “derecho de acompañamiento” propio de una cláusula de *tag along* implica reconocer a sus beneficiarios (normalmente los minoritarios) una “opción de venta” (*put option*) de sus participaciones *a cargo del tercer adquirente* en los casos en los que este ofrezca al mayoritario la compra de las suyas. Siendo este “derecho de acompañamiento” el contenido específico de esta cláusula, su calificación jurídica como una opción de venta sometida a condición (a que aparezca un tercero que adquiera) parece que debería agotar la cuestión de la calificación jurídica de la cláusula.

Sin embargo, ello no es así. Y no lo es porque, con carácter general, la estructura contractual y la regulación de estas cláusulas (sean pactadas en estatutos o en un pacto parasocial) suele construirse, fundamentalmente, no sobre los socios a los que se reconoce este “derecho” sino sobre aquellos que tienen “la obligación” de garantizar el acompañamiento. A partir de aquí, y tomando como referencia la posición jurídica que ocupan los socios transmitentes, la naturaleza jurídica de esta cláusula suele reconducirse al esquema de la *promesa de hecho ajeno*³³. Se trata de una figura atípica en nuestro derecho (a excepción de la Ley 524 del Fuero Nuevo de Navarra que regula la figura de las estipulaciones a cargo de tercero)³⁴ pero reconocida en otros ordenamientos

³² Así, PERDICES HUETOS en <http://almacenederecho.org/lecciones-tag-along/>. Opina distinto DIVIZIA, *Le clause*, 2013, pp. 121 ss., quien apela a la incidencia menos invasiva del *tag along* respecto de un límite clásico a la circulación como pueden ser las cláusulas de adquisición preferente o autorización. Un resumen de las distintas corrientes de opinión al respecto en la doctrina italiana en DI BITONTO, “Diritto statutario di covendita”, *Le Società* 7/2013, p. 785.

³³ Así, M. DEL LINZ, “La introduzione delle clause di co-vendita negli statuti social”, en *Giur.Comm.* settembre-ottobre 2012, p. 1079 y allí ulterior bibliografía. DIVIZIA, “Clause statutarie di covendita”, *Notariato*, 2/2009, 158-159. Del mismo autor, *Le clause*, 2013, p.114; FERRANTE *Obbligo di covendita*, 2011, p. 53; PAULEAU, *Régimen jurídico de las joint venture*, 2003, pp. 632-633 y 639. Por su parte, D´ALESSANDRO, “Patti di covendita”, *Riv.Dir.Civ.* 2010, pp. 373 ss., considera esta posibilidad de promesa de hecho ajena pero reconduciéndola más bien a la figura del mandato.

³⁴ Hemos tenido noticia del precepto por la entrada de PERDICES <http://almacenederecho.org/lecciones-tag-along/>. En concreto, la Ley 524 de Fuero De Navarra recoge la figura de las “estipulaciones a cargo de tercero” en los siguientes términos: “Las estipulaciones a cargo de tercero no obligan a éste si no es heredero del promitente, ni al mismo promitente; pero en los contratos puede una de las partes obligarse a que un tercero realice una prestación, y responderá de ella por el incumplimiento del tercero. Cuando el tercero acepte la obligación estipulada a su cargo, quedará personalmente obligado en concepto de promitente”. Puede leerse un comentario al mismo en C. MARTÍNEZ DE



(por ejemplo, art. 1120 del *Códe civil* francés, art. 1381 del *Código Civile* italiano o art. 111 del Código de las Obligaciones Suizo)³⁵.

Tradicionalmente esta figura se ha explicado, a su vez, a través de diversas figuras de la parte general del derecho³⁶. Entre nosotros, la tesis que ha adquirido mayor predicamento es la que configura la prestación del promitente como una *obligación de garantía* en virtud de la cual el promitente asume frente al promisorio el riesgo de que el tercero no cumpla, asegurando con ello al acreedor que su interés quedará satisfecho³⁷. Más allá de la calificación jurídica concreta que

AGUIRRE, “En torno a la estipulación a cargo de tercero en el Fuero Nuevo de Navarra”, *Estudios en homenaje a Manuel Albaladejo*, Murcia 2004, pp. 3139 ss.

³⁵ Así, por ejemplo, el art. 1120 del *Códe civil* francés dispone lo siguiente: “Néanmoins, on peut se porter fort pour un tiers, en promettant le fait de celui-ci ; sauf l’indemnité contre celui qui s’est porté fort ou qui a promis de faire ratifier, si le tiers refuse de tenir l’engagement”. Por su parte, el art. 1381 del *Código Civile* italiano define la promessa dell’ obbligazione o del fatto del terzo de la siguiente manera: “colui che ha promesso l’ obbligazione o il fatto di un terzo è tenuto a indennizzare l’altro contraente, se il terzo rifiuta di obbligarci o non compie il fatto promesso”. El art. 111 del Código de Obligaciones Suizo establece que “Porte-fort: Celui qui promet à autrui le fait d’ un tiers, est tenu à des dommages-intérêts pour cause d’ inexécution de la part de ce tiers”. Como se ve, en todos ellos se proclama la validez de la promesa y la obligación de indemnizar cuando el tercero no cumple pero guardan silencio sobre el contenido de la prestación del promitente, siendo precisamente sobre el contenido de la promesa y en particular, la obligación del promitente, sobre los que la doctrina ha centrado sus esfuerzos.

³⁶ En uno de los casos se habla de obligación condicional, en otros se concibe como una obligación de medios -de hacer lo posible para que el tercero cumpla-, en otros, como una obligación de resultado -de tal forma que el promitente solo se libera si el tercero cumple-. Puede leerse una exposición muy completa de las distintas teorías en A. CRISTOBAL MONTES, “La promesa de hecho ajeno”, *Estudios de derecho de obligaciones*, Zaragoza 1985, pp. 213 ss., y en “Naturaleza jurídica y efectos de la obligación que nace de la promesa del hecho ajeno”, *RDP*, 1974, pp. 661 ss. y, antes, en A., GULLÓN BALLESTEROS, “La promesa del hecho ajeno”, *ADC* núm. 17, 1964, pp. 3 ss. En el derecho italiano, la última postura de la jurisprudencia parece concebirla como una obligación doble -una primera obligación de hacer consistente en comprometerse a que el tercero realice la obligación prometida y una segunda obligación de dar, consistente en el pago de una indemnización en el caso de que, a pesar del comportamiento diligente del promitente, el tercero no cumpla la obligación prometida. FERRANTE *Obbligo di covendita*, 2011, p. 53 (nota a pie 84).

³⁷ Así lo argumenta GULLÓN, “La promesa del hecho ajeno”, *ADC* núm. 17, 1964, pp. 3 ss: “El que promete el hecho ajeno, lo que hace es garantizar al acreedor o promisorio que su interés será satisfecho, respondiendo de las consecuencias perjudiciales en caso contrario. En otros términos, el promitente asume frente al promisorio el riesgo de que el tercero no cumpla. (...) La expectativa del acreedor no se dirige a una utilidad que es el resultado último de un obrar, o de un comportamiento, sino que su utilidad consiste en descargar sobre la otra parte los resultados perjudiciales que pueden acaecer si se produce determinado riesgo (BETTI)”. Posteriormente, el autor asemeja la figura al contrato del seguro: “En el contrato de seguro, por ejemplo, antes de que el evento temido se verifique, existe la atribución de una utilidad por parte del asegurador, que es la asunción de riesgo por su parte”. En otro momento se detiene a explicar por qué la prestación del promitente es una prestación de garantía pero no es reconducible a la obligación del fiador señalando como diferencia fundamental que, si bien en ambas figuras tanto el promitente como el fiador se obligan por la inejecución de una prestación que debe cumplir un tercero, en la fianza hay una obligación accesoria (la del fiador) y otra principal (la del deudor), mientras que en la promesa del hecho ajeno el promitente se encuentra obligado en vía principal y solo se libera cuando el tercero se obligue respecto al promisorio. Comparte la misma consideración y hace un resumen del *status quo* L. DÍEZ PICAZO, *Fundamentos de derecho civil patrimonial*, T.I, Madrid, 1996, p.553. En la misma línea, si bien reconoce que la obligación de garantía debe interpretarse en un sentido amplio, MARTÍNEZ DE AGUIRRE, “En torno a la regulación”, *Homenaje Albaladejo*, II, 2004, pp. 3135 ss., 3145: “El promitente garantiza al estipulante que en caso de incumplimiento (*rectius*, no ejecución de la prestación) por parte del tercero, su interés quedará cubierto mediante la prestación indemnizatoria asumida por él. La garantía se instrumenta mediante el mecanismo resarcitorio. Lo que ocurre es que en este caso lo así garantizado no es una obligación previamente existente (como ocurre, por ejemplo, en la fianza), sino la realización de una prestación cuya única trascendencia jurídica es la que le da precisamente la asunción por el promitente de esa obligación de garantía. Por lo demás, es una garantía obtenida a través del mecanismo indirecto dispuesto por la estipulación en favor de tercero: se pacta que el tercero cumpla, y nada para el caso de cumplimiento; pero si el tercero no cumple, entonces el promitente debe indemnizar porque ese es el único contenido de la obligación por él (formalmente



merezca el contenido de la obligación del promitente (obligación de medios, de resultado, de garantía, etc.), lo cierto es que, por una u otra vía, la doctrina y, sobre todo, las normas que consagran la figura consideran que la no ejecución por parte del tercero debe resolverse necesariamente a través de la vía indemnizatoria, esto es, que el promitente no queda obligado personalmente a realizar la prestación ajena prometida sino solo a indemnizar económicamente en el caso de su inejecución por parte del tercero³⁸.

Aplicando este esquema a las *tag along*, se concluye que la obligación del socio transmitente consiste en obligarse a hacer todo lo posible para que el tercero extienda su oferta de compra a todas acciones o participaciones, respondiendo de las consecuencias perjudiciales en caso contrario. Conforme a este esquema, la no adquisición de las partes de socio no conlleva la eventual obligación de adquirir las acciones o participaciones a cargo del socio transmitente sino solo su obligación de indemnizar por daños y perjuicios causados a los beneficiarios, en cuanto garante de un comportamiento ajeno prometido pero no producido³⁹. La única particularidad de la *tag along* en cuanto modalidad de promesa de hecho ajeno, consistiría en que la promesa no se refiere a un tercero concreto sino a un tercero individualizable *per relationem* (tercero que, en su caso, firme el acuerdo de transmisión con el socio mayoritario)⁴⁰.

A nosotros, esta calificación jurídica no nos convence. Difícilmente puede hablarse de la promesa de un “hecho ajeno” cuando la perfección de la eventual compraventa depende en última instancia de la voluntad del socio transmitente firmante de la cláusula (como mucho, podría hablarse de la promesa de un hecho “parcialmente” ajeno). Si atendemos a la posición jurídica del socio transmitente lo que se produce, más bien, es la *promesa de un hecho propio: su compromiso de no*

contraída) (que el tercero realiza una prestación). Dicho con otras palabras: formalmente el promitente se obliga a que el tercero cumpla; materialmente, se obliga a indemnizar para el supuesto de que el tercero no cumpla; y desde este último punto de vista, cabe entender que lo que él ha asumido es, en realidad, una obligación de garantía (a través, insisto, del mecanismo resarcitorio). Por el contrario, niega su consideración como obligación de garantía CRISTÓBAL MONTES, quien considera que se trata simplemente de una obligación de indemnizar o de resarcir un daño en forma principal, inmediata y directa al ver fallida la esperada actuación del tercero. En este sentido el autor señala que aunque la tesis de la garantía “es gráfica y atractiva tropieza con serios inconvenientes que dificultan su aceptación”. Así, entre otras cosas, señala que el término “garantía” no tiene contenido fijo (hay muchos tipos de garantía) ni función homogénea lo que le quita consistencia, claridad y rigor a la construcción; jurídicamente no existe una obligación principal de la que hacer depender la obligación accesoria del promitente puesto que la única obligación y exclusiva obligación es la del promitente y niega la similitud que suele hacerse en relación al contrato del seguro. CRISTOBAL MONTES, “La promesa de hecho ajeno”, *Estudios de derecho de obligaciones*, 1985, pp. 227-231.

³⁸ Así lo disponen expresamente los arts. 1120 del *Code civil* francés, 1381 *codice civile* italiano y 111 del Código de Obligaciones Suizo mencionados en la nota 37 y así lo consideran GULLÓN, “La promesa del hecho ajeno”, *ADC* núm. 17, 1964, pp. 3 ss; MARTÍNEZ DE AGUIRRE, “En torno a la regulación”, *Homenaje Albaladejo*, II, 2004, pp. 3135 ss. Así lo defiende incluso la doctrina que la cataloga como una obligación de hacer (obligación de procurar conseguir la actuación del tercero). V. en detalle CRISTOBAL MONTES, “La promesa de hecho ajeno”, *Estudios de derecho de obligaciones*, 1985, pp. 236 ss.

³⁹ Así, D’ALESSANDRO, “Patti di covendita”, *Riv.Dir.Civ* 2010, pp. 373 ss; DIVIZIA, “Clausole statutarie di covendita”, *Notariato*, 2/2009, p. 159; DI BITONTO “Diritto statutario di covendita”, *Le Società* 7/2013, p. 783.

⁴⁰ Así lo señala DIVIZIA, *Le clausole*, 2013, pp. 114-115 quien afirma que, precisamente esta circunstancia ha hecho algunos dudar de su legitimidad en alguna ocasión.



vender a un tercero sin antes permitir que los minoritarios participen en la operación, de tal forma que el mayoritario solo podrá vender su participación si permite que los minoritarios ejerzan su derecho de acompañamiento en las mismas condiciones y al mismo precio que se le haya ofrecido a él; en otro caso, la operación de venta no podrá realizarse. Desde esta perspectiva, la cláusula debe interpretarse más bien como un *pacto de non cedendo* en virtud del cual el socio transmitente se obliga a no vender si el tercero no compra a los demás socios.

Únicamente en aquellos supuestos en los que se pretenda rebajar el contenido obligatorio del socio transmitente redactándose como una cláusula de “*best efforts*”, como una mera obligación de hacer los mejores esfuerzos para que el tercero se avenga a contratar (utilizando a tal efecto, expresiones como “se intentará”, “se hará lo posible”) podría, en su caso, reconducirse al esquema de la promesa de hecho ajeno en los términos indicados más arriba.

Fuera de estos supuestos, desde el punto de vista del socio transmitente, cualquier cláusula de *tag along* debe interpretarse como una “obligación de no vender” si el tercero no se aviene a comprar al resto de socios y su incumplimiento debería activar la aplicación de cualquiera de los remedios generales del ordenamiento (art. 1258 Cc). A este respecto conviene recordar que (i) la finalidad última de la cláusula de *tag along* es proporcionar a los minoritarios un derecho de salida que les permita desvincularse de la sociedad ante un eventual cambio de control en las mismas condiciones y al mismo precio que el ofrecido por el tercero al socio mayoritario y (ii) que la compra de acciones o participaciones, lejos de ser una obligación personalísima, resulta una obligación perfectamente intercambiable (al minoritario le resulta indiferente la persona del comprador). A partir de aquí, el incumplimiento por el socio transmitente (que venda sus acciones o participaciones obviando el derecho de acompañamiento reconocido en la cláusula) debería facultar al minoritario a pretender del socio incumplidor la adquisición de sus acciones o participaciones en los mismos términos y al mismo precio a los que tendría derecho con la cooperación del tercero pero prescindiendo de ella⁴¹. Con ello se garantizaría plenamente la satisfacción del interés de los minoritarios que obtendrían el mismo resultado económico al que tendrían derecho de haber podido ejercitar su derecho de acompañamiento (satisfacción del interés genérico a la obtención del resultado, abstracción hecha de quien compre sus participaciones)⁴².

En la práctica, el contenido obligatorio mínimo asumido por los socios transmitentes (de no

⁴¹ Por lo demás, entre nosotros se ha defendido, en abstracto, la posibilidad de un cumplimiento específico sobre la base de lo dispuesto en La Ley 524 del Fuero de Navarra que dispone, literalmente, que “puede una de las partes obligarse a que un tercero realice una prestación, y responderá de ella por el incumplimiento del tercero”, PERDICES, en <http://almacenederecho.org/lecciones-tag-along/>.

⁴² En cualquier caso, no somos demasiado optimistas respecto del éxito de una acción judicial de cumplimiento específico que no esté prevista expresamente en los estatutos viendo la suerte que han corrido los beneficiarios de otras cláusulas restrictivas (de adquisición preferente) a quienes los tribunales han negado la ejecución forzosa de su derecho precisamente por no estar expresa y literalmente prevista en los estatutos. Vid., entre otras la SAP Madrid 6.7.2011, SJMER Madrid 13.4.2007, STS 14.3.2005 y la acertada crítica a esta jurisprudencia de PERDICES, “Restricciones a la transmisión de acciones y participaciones: interpretación y efectos en la práctica reciente”, en *Estudios jurídicos sobre la acción*, Madrid 2014, pp. 333-357.



vender si no son acompañados por los beneficiarios que pretendan ejercer este derecho) puede y suele completarse con diferentes fórmulas contractuales (normalmente una *put* o una *call*)⁴³ que, por una u otra vía, acaban imponiendo al socio transmitente la obligación de adquirir las acciones o participaciones de los minoritarios que rechacen los terceros, evitando con estos pactos privados tener que llevar la cláusula a los tribunales para que sean los jueces quienes obliguen a cumplir personalmente al socio incumplidor. De la articulación contractual de las cláusulas de *tag along* con completamiento nos ocupamos más adelante (v. *infra* VII). A los efectos que ahora nos interesan, lo importante es destacar que, en estos casos, desde un punto de vista obligatorio, la calificación jurídica de la cláusula resulta ser un combinado complejo de opciones de compra y venta entre las partes en función de los distintos vínculos jurídicos establecidos. De ahí, que se haya afirmado que, en realidad, no exista una única naturaleza jurídica exclusiva y excluyente de la *tag along* sino que más bien nos encontramos ante una cláusula con una naturaleza jurídica de “geometría variable” en función de los derechos y obligaciones dispuestos por las partes⁴⁴.

V. PREVISIÓN ESTATUTARIA v. PACTO PARASOCIAL

Las cláusulas *tag along* pueden preverse en estatutos o en un pacto parasocial⁴⁵. En ocasiones, además de por razones de eficacia (*erga omnes* o meramente obligatoria entre las partes) y de rigidez o flexibilidad⁴⁶, las razones de optar por una u otra regulación tienen que ver con la modalidad concreta de la cláusula *tag along* que se pacte.

⁴³ Sobre estas y otras fórmulas contractuales que pueden acompañar a una cláusula de *tag along* pura y simple v. D´ALESSANDRO, “Patti di covendita”, *Riv. Dir. Civ* 2010, pp. 373 ss; FERRANTE, *Obbligo di covendita*, 2011, DI BITONTO, “Diritto statutario di covendita”, *Le Società* 7/2013; DIVIZIA, *Le clausole*, 2013.

⁴⁴ Así lo califica DI BITONTO, “Diritto statutario di covendita”, *Le Società* 7/2013, pp. 782 ss.

⁴⁵ Tradicionalmente, dentro y fuera de nuestro ordenamiento, este tipo de cláusulas han sido objeto de pactos parasociales con eficacia meramente obligatoria entre las partes (PAULEAU, *El régimen jurídico de las joint ventures*, 2003, p. 632 y PERDICES, “Llévame contigo”, www.uam.es, y allí ulterior bibliografía). En Italia, de un tiempo a esta parte, la praxis está mostrando una migración de estas cláusulas de los pactos parasociales a los estatutos de la sociedad. A esta migración se refiere DEL LINZ, “La introduzione delle clausole di co-vendita”, *Giur. Comm*, 2012, pp. 1074-1075. Entre las razones apela a la eficacia *erga omnes* indefinida de los estatutos sociales frente a la eficacia sujeta a un término máximo inderogable quinquenal de los pactos parasociales (art. 2341-bis, apartado 1 *Codice civile* italiano, introducido tras la reforma de 2003). En el mismo sentido DIVIZIA, “Clausole statutarie di covendita”, *Notariato* n.2/2009, p.158.

⁴⁶ Sin duda, desde el punto de vista de su efectividad lo más recomendable es su inserción en estatutos, desde el momento en que resulta oponible *erga omnes*. Por contra, su inserción como pacto estatutario lo expone a quedar sujeto a modificación estatutaria mientras que su inclusión en un pacto parasocial puede “blindarlo” con sujeción a la regla de la unanimidad. Así FERNANDEZ DEL POZO, “La sociedad de capital de base personalista”, *RGD*, vol.596, 1994 p. 5476 quien, en términos generales recomienda su inserción en estatutos. En el mismo sentido, PAULEAU, *El régimen jurídico de las joint ventures*, 2003, p. 632 y VAZQUEZ LEPINETE, “Algunas notas sobre los pactos de desinversión”, en *El patrimonio familiar*, T. V, 2005, p. 574. Con carácter general, rechazan su inclusión en estatutos, SÁEZ/BERMEJO, “Inversiones específicas”, *indret* 1/2007, p. 23, no tanto por la posible existencia de un obstáculo legal, cuanto por los inconvenientes derivados de la rigidez de los estatutos en comparación con un pacto parasocial.



Por lo que respecta a su inserción en estatutos⁴⁷, la validez y oponibilidad de las cláusulas estatutarias de salida conjunta total (v. *supra* III.A) está fuera de toda duda⁴⁸. En la práctica, las cláusulas estatutarias que pueden plantear más problemas son las cláusulas de salida proporcional que obligan a repartirse proporcionalmente la oferta del tercero entre el socio transmitente y el resto de socios que ejerzan su derecho de acompañamiento. La raíz del problema para la inscripción registral de esta modalidad de cláusula se encuentra en los artículos 123.5 RRM para la SA y art. 108.2 LSC para la SL. El primero establece que “no podrán inscribirse en el Registro Mercantil las restricciones estatutarias por las que el accionista o accionistas que las ofrecieran de modo conjunto queden obligados a transmitir un número de acciones distinto a aquel para el que solicitaron la autorización”. Por su parte, el art. 108.2 LSC señala que “serán nulas las cláusulas estatutarias por las que el socio que ofrezca la totalidad o parte de sus participaciones quede obligado a transmitir un número diferente al de las ofrecidas”.

La racionalidad de estas prohibiciones es de sobra conocida: se trata de asegurar que el ejercicio del derecho de adquisición preferente no altere las condiciones de la venta proyectada y, en particular, el número de participaciones que el socio transmitente decida vender. Al socio le resulta indiferente la persona del comprador (sea el tercero, eventual adquirente, sea el resto de socios o sea una combinación de todos ellos) pero lo que en absoluto le resulta indiferente es el número de participaciones que finalmente quede obligado a transmitir y el precio de las mismas. La modificación de las condiciones de venta en cuanto al número y precio de las participaciones podría provocar situaciones absolutamente indeseables para el socio transmitente como que se viera obligado a permanecer en la sociedad en peores condiciones que antes de la venta proyectada⁴⁹.

⁴⁷ En la praxis estatutaria suelen incluirse, bien en el apartado relativo a la transmisión, bien como prestación accesoria que imponga la suscripción y cumplimiento del correspondiente pacto parasocial, lo que en el caso de una SL, además de su eficacia *erga omnes*, puede llegar a traducirse en casusa legal de exclusión del socio en caso de contravención (art. 350 LSC). Sobre el tema v. J. FELIÚ REY, *Los pactos parasociales en las sociedades de capital no cotizadas*, Marcial Pons, 2012 y BAREA MARTINEZ, “La transmisión” CDC, núm. extr. 2015, pp. 257 ss., 280-282.

⁴⁸ En contra, sin embargo, SÁEZ/BERMEJO, “Inversiones específicas”, *indret* 1/2007, quienes parecen dar por supuesto que la cláusula estatutaria no puede diseñarse como una cláusula de salida conjunta total cumulativa (v. *supra* III.A) de tal forma que el adquirente de control pueda llegar a quedar societariamente obligado a adquirir el 100% del capital de la sociedad. Partiendo de esta (a nuestro juicio, errónea) premisa y de los inconvenientes societarios que presenta una cláusula de salida conjunta proporcional, inconvenientes societarios a los que nos referiremos enseguida en el texto, las autoras recomiendan para esta modalidad de cláusula, el pacto parasocial sobre el societario. Como apunta FERNÁNDEZ DEL POZO, “El *enforcement* societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado”, *RdS*, núm. 29, 2007-2, p. 176, probablemente, la premisa general de la que parten las autoras está influenciada por el modelo de cláusula de PERDICES, “Llévame contigo”, www.uam.es, en el que el autor únicamente contempla la cláusula convencional equivalente a una OPA parcial y su correspondiente prorrateo. Sea como fuere, el autor, posteriormente ha dejado clara su opinión en favor de la cláusula estatutaria de salida conjunta total cumulativa en su entrada sobre la *tag along* <http://almacenederecho.org/lecciones-tag-along/> y lo más importante, la práctica registral nos muestra que esta modalidad de cláusula estatutaria se inscribe sin problemas. El ejemplo más reciente es el de la RDGRN de 16 de mayo de 2016, en el que se resuelve favorablemente sobre la inscripción de una cláusula restrictiva de transmisibilidad de una SL en la que, entre otras cosas, se preveía que la sociedad podría denegar la autorización, autorizar a transmitir de forma incondicional o autorizar a transmitir condicionando la autorización a que el comprador (*presentado por el socio que quiere transmitir*) acepte comprar también las del resto de los socios que también se ofrezcan a transmitir.

⁴⁹ Según la RDGRN 20.8.93 (RJ 7120), la finalidad del art. 123.5 RRM “es la de impedir que por el ejercicio parcial del derecho de adquisición preferente (o, en su caso, por el hecho de que la preceptiva autorización sea concedida por la Sociedad únicamente respecto de parte de las acciones) se vea abocado el socio transmitente a conservar, en contra de su



Pues bien, esta misma racionalidad es la que, en opinión de algunos, justifica la imposibilidad de pactar en estatutos cláusulas de salida conjunta proporcional en las que el socio pueda ver reducido el número de acciones o participaciones que acabe vendiendo en la medida en que el resto de socios decida ejercer su derecho de acompañamiento en la venta⁵⁰.

En nuestra opinión, sin embargo, los mejores argumentos postulan en favor de la admisibilidad estatutaria de estas cláusulas. En línea con lo apuntado por la doctrina más atenta⁵¹, entendemos que la clave para la admisibilidad de las cláusulas estatutarias de salida conjunta proporcional está en evitar lo que pretenden las prohibiciones del art. 123.5 RRM y 108.2 LSC: que el socio transmitente *quede obligado* a transmitir un número de acciones o participaciones distintas a las ofrecidas. A partir de aquí, la forma de enervar esta situación (la obligatoriedad de transmitir que es el presupuesto de hecho de la aplicación de los mencionados artículos) no es otra que reconocer al socio transmitente la posibilidad de desistir a la venta en aquellos casos en los que, a la vista del número de socios que decidan ejercer su derecho de acompañamiento, el primero pierda interés en culminar una operación que pueda perjudicar sus intereses en la sociedad⁵². Es cierto que si desiste de la venta, el socio permanecerá en la sociedad pero también lo es que estaría en las mismas condiciones que antes de la venta proyectada y no en una situación peor a la que ya tenía al *no quedar obligado* a vender un número de participaciones distintas a las inicialmente ofrecidas (que es lo que la ley pretende evitar).

A los efectos de no incurrir en la mencionada prohibición legal (quedar obligado a transmitir un número de acciones o participaciones distintas a las proyectadas) habrá que establecer de forma “clara y precisa” (en línea con lo que dispone el art. 188.3 RRM) la posibilidad de desistir.

En cuanto las cláusulas tag along articuladas en pactos parasociales, su validez, cualquiera que sea su modalidad, está fuera de duda (arg. ex art. 29 LSC y, con carácter general, ex arts. 10 CE y 1255 Cc).

voluntad y de sus intereses, un número determinado de acciones -cuyo valor quede acaso menguado, sobre todo si disminuye o desaparece el poder de control atribuido al conjunto de las acciones que pretende enajenar- y, por ende, que permanezca «prisionero» de parte de sus acciones en tanto en cuanto no se le permite desistir en caso de que el derecho de adquisición preferente se ejercite respecto de un número de acciones inferior al de las ofrecidas”. Según la RDGRN 9.1.95 (RJ 184), “este precepto tiene la finalidad de impedir que por el ejercicio parcial del derecho de adquisición preferente (o, en su caso, por el hecho de que la preceptiva autorización sea concedida por la sociedad únicamente respecto de parte de las acciones) se vea abocado el socio transmitente a conservar, en contra de su voluntad y de sus intereses, un número determinado de acciones [y cita la RDGRN 20.8.93, RJ 7120]”.

⁵⁰ En este sentido, SATRÚSTEGUI MENCHACA, “Adquisiciones especiales”, *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, 2001, p. 482; VAZQUEZ LEPINETE, “Algunas notas sobre los pactos de desinversión”, en *El patrimonio familiar*, T.V, 2005, p. 575; ERLAIZ, “Las adquisiciones en el sector del capital riesgo”, en *Adquisiciones de empresas*, 2013, p.411. Por su parte, ÁLVAREZ VEGA, “La sociedad conjunta”, en la misma obra colectiva, p. 336, niega la validez de su inclusión en estatutos en el caso de una sociedad anónima ex art. 123 RRM y, sin embargo, la acepta en una sociedad limitada ex art. 188.3 RRM.

⁵¹ PERDICES, “Llévame contigo”, www.uam.es.

⁵² PERDICES “Llévame contigo”, www.uam.es señala que el concepto de “obligado a transmitir” debe interpretarse en su más propio sentido de vinculación jurídica y que, por tanto, debe admitirse la inscripción de estas cláusulas si se faculta al transmitente a desistir de la operación si, como consecuencia del ejercicio de ese derecho, deja de considerarla conveniente. En la misma línea, MORELLI, “Los pactos parasociales”, *Actualidad Civil*, 9/2013, p.1081; VAZQUEZ LEPINETE, “Algunas notas sobre los pactos de desinversión”, en *El patrimonio familiar*, T. V, 2005, pp. 574-575.



Incluso, aun cuando se sostuviera la invalidez de la cláusula estatutaria de salida conjunta que obliga a repartirse proporcionalmente la oferta del tercero entre el transmitente y los socios *ex arts. 123.5 RRM y 108.2 LSC*, no podría decirse lo mismo de la inclusión de una cláusula de este tipo en un pacto parasocial⁵³. El argumento es conocido por todos: la *tag along*, en cuanto “pacto de relación”, esto es, pacto convencional entre los socios dirigido a regular las relaciones privadas (internas) entre el mayoritario y minoritarios (de manera directa y sin mediación de la sociedad)⁵⁴, no debe quedar constreñido por los límites que imponen las reglas societarias a los acuerdos sociales sino únicamente por los límites de la autonomía de la voluntad y los límites generales del derecho (entre tantas, SSTS de 6 de marzo de 2009, 4 de junio de 2010, 23 de octubre de 2012, etc.). Así las cosas, en tanto en cuanto estas cláusulas no resultan contrarias a ley, la moral y el orden público, no debe haber duda alguna de su validez.

VI. CONTENIDO Y ARTICULACIÓN CONTRACTUAL DE LA CLÁUSULA

La cláusula estatutaria o parasocial que estipule un derecho de acompañamiento debería prever con precisión los siguientes elementos: (i) presupuesto de activación de la cláusula y modalidad de acompañamiento; (ii) sujetos sobre los que recae el peso de la obligación y sujetos beneficiarios de este mecanismo; (iii) regulación procedimental de la cláusula con especificación de las formas de notificación al potencial adquirente y a los socios no transmitentes, plazo para el ejercicio del derecho, determinación del precio del acompañamiento, coordinación con otras posibles cláusulas restrictivas de la transmisión, etc.; (iv) supuestos de no activación de la cláusula (por falta de activación por parte del socio transmitente o por rechazo del tercero a adquirir las acciones o participaciones de los socios no transmitentes) y (v) consecuencias derivadas de su infracción⁵⁵.

Presupuesto negocial típico de la operatividad de la cláusula *tag along* es la existencia de un negocio de transmisión a título oneroso de la participación (compraventa) si bien pueden incluirse supuestos transmisivos en los que se excluya esta operatividad, por ejemplo, cuando la transmisión no alcance determinado porcentaje de capital en una o varias transmisiones de capital en un periodo de tiempo determinado⁵⁶ o en razón de la tipología del tercer adquirente (por ejemplo, pacto de venta del paquete de control del padre al hijo u otras cesiones de control

⁵³ La dificultad o, en opinión de algunos, la imposibilidad de la articulación de este tipo de cláusulas en estatutos es precisamente el argumento que suele utilizarse para recomendar la inclusión de estas cláusulas en pactos parasociales y no en estatutos.

⁵⁴ [V. PAZ-ARES, C., “El enforcement de los pactos parasociales”, *Actualidad Jurídica Uribe & Menéndez*, 5 \(2003\), pp. 19 ss.](#)

⁵⁵ Sobre la articulación contractual de estas cláusulas puede verse con indudable interés práctico, FELIÚ REY, *Los pactos parasociales*, 2012, pp. 226 ss; DIVIZIA, *Le clause*, 2013; Di BITONTO, “Diritto statutario di covendita”, *Le Società* 7/2013. Asimismo pueden consultarse distintos modelos de cláusulas propuestos por, FERRANTE, *Obbligo di covendita*, 2011, pp.50-52; DIVIZIA, “Clause statutarie di covendita”, *Notariato*, 2/2009, p.161.

⁵⁶ Así, FELIÚ REY, *Los pactos parasociales*, 2012, pp. 226 ss.



mediante pactos familiares, o venta de participación a título oneroso dentro de un grupo de sociedades, etc.)⁵⁷.

La primera mención que debe constar es la *modalidad de acompañamiento* que se reconoce en la venta al resto de socios, esto es, si se reconoce, un *derecho de adhesión total* (permitiéndoles vender la totalidad de sus participaciones con independencia del número de participaciones que el tercero haya ofrecido comprar al socio transmitente) o un *derecho adhesión proporcional* que les obligue a distribuirse la oferta de compra del tercero entre todos, de tal forma que el tercero no tenga que adquirir más capital que el inicialmente acordado con el socio al que se realizó la oferta (*v. supra* III).

La elección entre un modelo de salida total o proporcional se realizará, evidentemente en función de los intereses en juego. Los socios minoritarios preferirán, sin duda, la modalidad que les permita vender la totalidad de sus acciones o participaciones en la medida que solo de esta forma se les garantiza su desvinculación total de la sociedad. Sin embargo, esta modalidad reduce la posibilidad de que “aparezca” un tercero interesado en adquirir el control de la compañía toda vez que pueda verse obligado a adquirir más de lo que desea. Por su parte, la cláusula de salida conjunta proporcional limitada a la cantidad inicialmente ofertada por el tercero adquirente beneficia a este pero perjudica al socio mayoritario (al no permitirle desvincularse plenamente de la sociedad) y perjudica al minoritario (en la medida que ve reducida, aún más, su participación), provocando que ambos se queden encerrados en la sociedad junto con el comprador (“efecto-cerrojo”)⁵⁸.

Podría pensarse también en una modalidad de derecho de acompañamiento *combinando* una cláusula de un *tag along* total y proporcional en función de determinados umbrales de compra⁵⁹ o podrían combinarse de forma subsidiaria las dos modalidades de cláusulas de salida conjunta

⁵⁷ Sobre el presupuesto de activación y falta de activación de esta cláusula vid. DIVIZIA, *Le clause*, 2013, pp. 135 ss quien, entre otros, excluye del presupuesto negocial del tipo las transferencias a título gratuito (donaciones), las transmisiones *mortis causa*, la permuta y los supuestos en los que lo que se transfiere es un derecho de usufructo. Sobre la exclusión del usufructo puede leerse con interés DI BITONTO, “Diritto statutario di covendita”, *Le Società* 7/2013, pp. 773 ss, quien comenta un caso de este tipo a propósito de una sentencia de la Corte de apelación de Milán (Sez. I, 27 settembre 2012) en la que no se reconoció el derecho de *tag along* en un supuesto de la venta de la nuda propiedad con reserva del usufructo al socio transmitente y sin atribución al nudo propietario del derecho de voto sobre las acciones cedidas.

⁵⁸ Así, SÁEZ/BERMEJO, “Inversiones específicas”, *indret* 1/2007, p. 26. En el mismo sentido en relación a las OPAS obligatorias, RECALDE: “Régimen jurídico de las OPAS”, en *Derecho de OPAS*, 2010, pp. 27 ss., cuando afirma que “(...) en las opas obligatorias no caben las OPAS parciales y tampoco tiene sentido la regla del prorrateo. Si lo que se pretende es asegurar a los accionistas la posibilidad de abandonar la sociedad (exit) cuando...el accionista que era titular del control lo transmite a un tercero, es necesario que los demás accionistas puedan vender todas sus acciones. Permanecer en la sociedad con algunas acciones (que sería la consecuencia de admitir la OPA parcial) le causaría un perjuicio mayor. Solo se les garantiza la salida si la oferta se debe extender a la totalidad de las acciones (...)”.

⁵⁹ Por ejemplo, un derecho de salida conjunta de los minoritarios proporcional al porcentaje de participaciones vendidas por el mayoritario siempre y cuando la venta de participaciones del transmitente no supere un 50% de su participación en la sociedad, porcentaje por encima del cual a los minoritarios se les reconocería la posibilidad de vender la totalidad de sus participaciones en la sociedad. Así en un caso es que (A) fuese titular de 500 participaciones y (B) titular de 1.000 participaciones, (A) podría vender el mismo porcentaje de sus participaciones que las que vendiera (B) en tanto en cuanto este no vendiese más de 500 participaciones. En el caso de que (B) vendiese 501 participaciones, entonces (A) tendría derecho a vender la totalidad de sus 500 participaciones.



proporcional. En este sentido podría pensarse en pactar una cláusula de salida proporcional cumulativa, más allá de la cantidad inicialmente ofrecida por el tercer adquirente, condicionada suspensivamente a la aceptación de la compra por parte del tercer adquirente y, en el caso de que estuviera interesado solo en el número de acciones o participaciones inicialmente ofertada, perfeccionar la venta con la consiguiente reducción proporcional por parte del socio transmitente y los no transmitentes.

Debe asimismo especificarse quienes son los *sujetos beneficiarios del derecho de acompañamiento*. Lo normal es que sean todos los socios (socios no transmitentes) si bien tampoco existe obstáculo alguno a que se establezca en relación a algunos de ellos solamente. En este último caso, bien podría crearse estatutariamente o en el pacto parasocial una “clase” especial de acciones o participaciones con la atribución de este derecho de acompañamiento especial. También podría atribuirse a socios titulares de un determinado porcentaje de la minoría⁶⁰.

Cualquiera que sea la modalidad (objetiva y subjetiva) de la cláusula pactada, a partir del momento en el que un tercero realice una oferta de compra a un socio o un socio tenga la intención de transmitir su participación en la sociedad, surgen para el socio que recibe la oferta (socio transmitente) dos obligaciones que sería recomendable incluir también en la correspondiente cláusula:

Por un lado, la de *informar al potencial adquirente de la existencia de este derecho de acompañamiento del resto de socios*; obligación de notificación que resulta especialmente importante en el caso de que se hubiese pactado una salida conjunta *cumulativa* de las participaciones que obligue al tercero a adquirir más acciones o participaciones de las inicialmente ofrecidas (v. *supra* III), sobre todo, si se acuerda en un pacto parasocial⁶¹. (Sobre la necesidad de la aceptación del tercero, a los efectos de su vinculación jurídica, cuando se articula en un pacto parasocial vid. *infra* VII). El complemento adecuado a la obligación de notificación al tercero por parte del socio transmitente es su compromiso para con el resto de socios de no admitir ninguna oferta que suponga, de algún modo, el desconocimiento por el adquirente de dichos derechos⁶².

⁶⁰ Sobre el tema vid. DI BITONTO, “Diritto statutario di covendita”, *Le Società* 7/2013; DEL LINZ, “La introduzione delle clausole di co-vendita”, *Giur.Comm.* 2012, p. 1075 y allí ulteriores referencias. Vid. también DIVIZIA, *Le clausole*, 2013, pp. 188 ss. quien diferencia entre lo que llama una regla de organización de la sociedad (cuando se reconoce a todos los socios) y una norma de derecho particular objeto de atribución nominativa en los casos que la cláusula solo esté reconocida a determinado socios o socio y no en relación al resto.

⁶¹ Por su parte, FELIÚ REY, *Los pactos parasociales*, 2012, señala que, si bien es cierto que, en el caso de que la cláusula se hubiera pactado en los estatutos la misma sería eficaz *erga omnes* desde su inscripción registral, la notificación resulta aconsejable a los efectos de evitar una eventual reclamación por mala fe precontractual.

⁶² A tal fin, en la práctica contractual es frecuente incluir un “pacto o compromiso de no venta” a cargo del socio transmitente, estableciendo la obligación del socio transmitente de no vender salvo que el tercero se comprometiera a adquirir las participaciones que se adhieran en la venta en los términos pactados en la correspondiente cláusula. Sobre la inclusión expresa de este pacto de no venta en una *tag along* v. N. DE LUCA, “Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascimento (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?”, en *Banca Borsa Titoli di credito*, gennaio-febbraio 2013, vol. LXVI, pp. 65 ss, quien entiende que en un pacto como este se encuentran elementos del esquema del mandato. En el mismo sentido, si bien con diferencias respecto a quién tiene conferido ese mandato, v. D’ALESSANDRO, “Patti di covendita”, *Riv.Dir.Civ.* 2010, pp. 398 ss. Por su parte, FERRANTE, *Obbligo di covendita*, 2011, pp. 50-52, propone la siguiente redacción: “(…) 7. Il socio di maggioranza si asterrà in ogni caso dal vendere o comunque trasferire le proprie azioni a favore dell’offerente ove quest’ultimo non accetti di acquistare le azioni degli altri soci di minoranza che abbiano



Por otro lado, *el socio transmitente debe informar a los socios no transmitentes del acuerdo de compraventa con el tercero*. Al igual que sucede con las cláusulas de autorización o las cláusulas de adquisición preferente, la regla general es que debe tratarse de un *acuerdo firme e irrevocable* en el que queden determinadas las eventuales participaciones que el tercero vaya a adquirir y los términos y condiciones de la transmisión, incluyendo el precio, plazo y forma de pago⁶³.

En todo caso, en el caso de una *tag along*, *la determinación del precio no reviste tanta importancia* como en otro tipo de cláusulas, en especial, de una cláusula *drag along*⁶⁴. La razón se comprende sin esfuerzo. Si el minoritario considera que el precio de la venta es bajo podrá optar por no adherirse o incluso por aprovechar esa oportunidad para adquirir las acciones o participaciones a su socio a un “precio atractivo”. No parece necesaria, en consecuencia, ninguna protección especial para el minoritario que podrá decidir cada vez que se presente una oportunidad de venta la posibilidad de adherirse o no con plena autonomía. Aún más, en función de la voluntad de las partes, podrían plantearse, incluso, posibilidades contractuales de un reparto no proporcional del precio entre los socios en relación con el recibido por el socio transmitente⁶⁵. Las razones que pueden llevar a un reparto desigual, a favor del mayoritario o minoritario, pueden ser de órdenes distintos: premiar desde un punto de vista económico la operación de venta acordada por el socio transmitente (por ser quien ha tomado la iniciativa y ha asumido los costes de la inversión), asegurar *ex ante* a un inversor un retorno mínimo de la inversión efectuada, incentivar la salida de los minoritarios y facilitar la cesión total de una empresa a un tercero que no quiera minoritarios, etc.

En la cláusula debe establecerse también un *plazo de tiempo*, desde que el socio transmitente recibe la oferta de compra para que los socios no transmitentes comuniquen si van a ejercitar o no su derecho de adhesión. Tiene que darse un tiempo suficiente en cuanto la decisión de venta por el minoritario es una decisión importante que obliga a decidir su continuación o no en la sociedad pero tampoco puede alargarse en exceso si no quiere correrse el riesgo de que la operación se

comunicato la propria intenzione di esercitare il diritto di tag along nelle proporzioni come sopra calcolate. 8. L'efficacia del trasferimento della partecipazione dal socio di maggioranza al terzo acquirente sarà sospensivamente condizionata allo svolgimento della procedura sopra descritta ed al decorso dei [x] giorni dall'invio dell'offerta dai terzi al socio di minoranza”.

⁶³ Las razones de la firmeza e irrevocabilidad del acuerdo han sido convenientemente apuntadas por quienes se han ocupado de estudiar las cláusulas restrictivas a las transmisiones de acciones y participaciones. Por todos, PERDICES HUETOS, *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*, Civitas, Madrid, 1997.

⁶⁴ Y ello porque, a diferencia del supuesto que nos ocupa, en el que los socios tienen una opción de venta que pueden ejercer libremente, en las *drag along* nos encontramos ante una obligación de venta (venta forzosa) por lo que la fijación de un valor (razonable) bajo o, cuando menos, que sea discutible, resultaría más perjudicial en la medida que el socio no transmitente se ve arrastrado a vender sus participaciones con el mayoritario. Sobre las diferencias en relación a la determinación del precio entre las *tag along* y las *v. DIVIZIA Le clause*, 2013, pp. 221 y ss en las que expone las razones de por qué en las *drag* la valoración debe ser igual a la del mayoritario. Sobre el tema vid. también PAULEAU, *Régimen de las joint ventures*, 2003, p. 640.

⁶⁵ En contra, FERNÁNDEZ DEL POZO, “La sociedad de capital de base personalista”, *RGD*, vol. 596, 1994, p. 5475, quien señala que lo fundamental en cuanto al precio es que el precio a pagar a los minoritarios sea igual al ofrecido por el que pretende el control. A favor, DIVIZIA, *Le clause*, 2013, p. 218 ss quien ejemplifica tres supuestos distintos dando razones de la desigualdad en cada uno de ellos del tipo de las que se exponen en el texto.



acabe frustrando. En la práctica lo más habitual es establecer una duración variable entre quince y cuarenta y cinco días⁶⁶.

Si los socios beneficiarios del derecho de acompañamiento deciden no ejercitar su derecho de adhesión, el socio transmitente será libre para transmitir sus participaciones al tercero adquirente en los términos y condiciones descritos en la notificación del acuerdo de transmisión. Si los beneficiarios optan por ejercer su derecho dentro del plazo fijado, la venta de las participaciones adheridas y las ofrecidas al socio transmitente deberá producirse también en las mismas condiciones y términos descritos en la notificación.

En el caso de una cláusula *tag along* estatutaria, una cuestión importante es establecer la *coordinación secuencial del ejercicio de esta opción de venta de los socios no transmitentes con otras posibles cláusulas, en particular, con la cláusula de adquisición preferente*.

A este respecto lo primero que hay que señalar es que en virtud del principio de autonomía de la voluntad (art. 1.255 Cc) las partes pueden decidir libremente el *tempus* secuencial que estimen por conveniente para el ejercicio de los ambos derechos, el de preferencia y el de acompañamiento. En los casos en los que solo existan dos socios, mayoritario y minoritario, la cuestión no tiene mayor importancia. El minoritario puede optar desde el primer momento por ejercitar su derecho de acompañamiento o su derecho de adquisición preferente. Probablemente la decisión por una u otra opción dependerá de la capacidad financiera del minoritario.

En el caso de que sea el mayoritario quien tenga la oportunidad de venta de su paquete de control a un tercero lo más probable es que el minoritario no disponga de recursos económicos para ejercitar su derecho de preferencia sobre él. La falta de protección real que le dispensa el derecho de preferencia ante la imposibilidad de su ejercicio, se ve compensado con la tutela que le procura la cláusula *tag along* de, al menos, poder participar en la venta conjunta de sus participaciones con las del mayoritario y no verse obligado a permanecer en la sociedad con un socio mayoritario que no ha elegido.

La cuestión se complica cuando en la sociedad existen más de dos socios. En estos casos hay quien afirma que la única posibilidad lógica y operativa es establecer el derecho de adquisición preferente en un momento posterior a la venta conjunta⁶⁷. Así lo entendemos nosotros también. Solo dando preferencia a la *tag along* el beneficiario de la preferencia (que no ha ejercido el derecho de acompañamiento) puede determinar concretamente el paquete accionarial completo

⁶⁶ Al objeto de reducir los plazos a lo mínimo posible, SATRÚSTEGUI MENCHACA, "Adquisiciones especiales", *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, 2001, p. 483, propone un sistema conforme al cual se reconozca al accionista un derecho a vender sin pasar por la *tag along*, mediante la constitución de un depósito del precio recibido a favor del resto en la proporción que a cada uno le hubiera correspondido si hubiera ejercitado el derecho de acompañamiento, liberando posteriormente el depósito a favor del accionista (no transmitente) o el depositante (socio transmitente) en función de que el primero ejerza o no su derecho de acompañamiento en el plazo estipulado. Lo propone en los mismos términos ERLAIZ "Las adquisiciones en el sector del capital riesgo", *Adquisiciones de empresas*, 2013, p. 411.

⁶⁷ Así PERDICES, "Llévame contigo", www.uam.es, lo justifica señalando que la cláusula de acompañamiento "lo que hace es precisamente conformar uno de los lados –el del vendedor de la relación jurídica de venta-, y precisamente lo que hace el prelacionario es considerar esa relación para decidir o no sobre su ejercicio". En la misma línea, DIVIZIA, *Le clause*, 2013, pp. 175 ss. apuesta por reconocer prioridad al derecho de *tag along* fundándose en su intrínseca especialidad.



(compuesto por las acciones o participaciones del mayoritario más la de todos aquellos que se hayan unido) sobre las que ejercer su derecho de adquisición preferente. Terminado el proceso para el ejercicio de la preferencia, el tercero adquirente ya sabrá que paquete de acciones o participaciones tiene o puede adquirir de forma cierta y segura.

Frente a esta opinión, sin embargo, hay quien entiende que, en determinados casos, resulta preferible que el *tag along* deba ejercerse con posterioridad al derecho de preferencia (básicamente en aquellas situaciones en las que el mantenimiento del porcentaje en el capital de los socios en relación con los otros sea importante y en las que el sistema establecido no asegure que el precio a recibir por un tercero o por el socio que ejercita su derecho de preferencia sea el mismo)⁶⁸. Sin compartir el fondo de los argumentos que postulan para que el ejercicio del *tag along* se active después del derecho de preferencia⁶⁹, lo que desde luego compartimos es que en los casos en que las partes hayan pactado que el derecho de preferencia tenga lugar en un momento anterior al derecho de acompañamiento, el no ejercicio de preferencia cuando se notifica la intención de transmitir a un tercero, extinguirá el derecho a ejercerlo en relación a las participaciones que se hayan adherido a la venta, esto es, el ejercicio de acompañamiento que realicen, en su caso, los socios no debe, a su vez, pasar por el filtro del derecho de preferencia ofreciéndose al resto de socios so pena de acabar en un círculo vicioso.

La cuestión puede complicarse todavía más cuando en la sociedad hay más de dos socios y el “tercero” no sea en realidad tercero sino un socio de la sociedad⁷⁰. Aplicando el régimen legal de las sociedades de capital, que parte de la libre circulación de acciones y de participaciones entre socios, el problema de la coexistencia de las dos cláusulas es que el socio omita el nombre del “tercero” interesado en la adquisición y se produzca la venta sin ejercicio de preferencia (que no existe legalmente) y sin poder ejercer el derecho de acompañamiento. De ahí la importancia de prever en estatutos en todo caso, la necesidad de identificar al tercer adquirente, sea socio o no, o de excluir la libre transmisibilidad entre socios.

⁶⁸ Así SATRÚSTEGUI MENCHAGA, “Adquisiciones especiales”, *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, 2001, p. 482. En los mismos términos ERLAIZ, “Las adquisiciones en el sector del capital riesgo”, en *Adquisiciones de empresas*, 2013, p. 411.

⁶⁹ Los dos autores mencionados en la nota anterior señalan que de ejercitarse el *tag along* con anterioridad, los socios no transmitentes que optaran por ejercer su derecho de acompañamiento “no sabrán a ciencia cierta, a quién están vendiendo ya que un tercer accionista puede ejercitar el tanteo”. Nos preguntamos qué importancia tiene para el socio no transmitente conocer la identidad del que finalmente sea el titular de sus participaciones cuando su único interés es asegurarse la salida de la sociedad. Tampoco compartimos el argumento de la seguridad jurídica al que aluden ambos autores cuando afirman que la ventaja de pactar el *tag along* en un momento posterior es que, en la medida que no esté contemplado en los estatutos, podrían no estar informados del acuerdo de venta entre el socio transmitente y el tercer adquirente. Sin embargo, si se pacta su ejercicio para un momento posterior al derecho de preferencia en el momento en que surja la opción de venta y se realicen las preceptivas notificaciones (legales o estatutarias) para que se active la preferencia los socios ya podrán valorar ejercitar o no su derecho de acompañamiento. Tampoco nos parece este un argumento definitivo. El incumplimiento de la cláusula de acompañamiento por parte del socio transmitente genera responsabilidades contractuales y además de los remedios generales de nuestro ordenamiento los socios pueden prever otras consecuencias ante un eventual incumplimiento.

⁷⁰ Sobre el tema vid. V.SANGIOVANI, “Le pattizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote”, *Notariato* 6/2013, accesible en http://works.bepress.com/valerio_sangiovanni/202.

VII. EFICACIA Y CONSECUENCIAS DERIVADAS DE SU INFRACCIÓN

La eficacia y las consecuencias de la infracción de la cláusula son distintas en función de su inclusión en los estatutos o en un pacto parasocial⁷¹.

De tratarse de un pacto estatutario, no es dudoso que nos encontramos ante un pacto social con eficacia *erga omnes*, derivado de su inscripción registral (art. 21.1 Cco), si bien la doctrina discrepa en cuanto a las consecuencias de su infracción. En concreto, en relación a los contratos celebrados entre el socio transmitente y tercero adquirente en violación de una *tag along* estatutaria, la mayoría de los autores mantienen a salvo la vinculación obligatoria del negocio transmisivo entre las partes y únicamente extraen consecuencias derivadas de su inoponibilidad frente a la sociedad, tales como la imposibilidad de inscribir la adquisición del tercer adquirente en el libro registro de acciones nominativas o de socios consecuencia de su falta de legitimación ex arts. 104.2 y 116.2 LSC y la imposibilidad del ejercicio de los derechos que le corresponden como socio⁷². En nuestra opinión, sin embargo, la tesis más convincente es la que afirma que la infracción de la cláusula *tag along* estatutaria provoca una falta de capacidad para disponer del socio transmitente que impide que se complete el supuesto de hecho transmisivo y, en consecuencia, que se consume la transmisión que no existirá ni frente a la sociedad ni frente a nadie y ello sin perjuicio de que, el negocio causal sea válido (art. 1261 Cc) y en consecuencia sea exigible la consiguiente responsabilidad contractual por incumplimiento⁷³.

En el caso de acordarse en un pacto parasocial, ha de hacerse una distinción, antes y después de la aceptación del tercero.

Antes de la aceptación, la eficacia de la *tag along* será la propia de cualquier contrato ex art. 1257 Cc en el sentido de afectar únicamente a las partes que lo celebran no generando ni derechos ni obligaciones frente a terceros (principio de eficacia relativa de los contratos), de forma que la cláusula será, en principio, inoponible, tanto frente a la sociedad, como al adquirente⁷⁴.

⁷¹ En particular, sobre las diferencias en cuanto a los efectos de la violación de una *tag along* en función de la ubicación contractual o estatutaria v. FERRANTE, *Obbligo di covendita*, p. 201; SANGIOVANI, “Le pattizioni di co-vendita”, *Notariato* 6/2013; D’ALESSANDRO, “Patti di co-vendita”, *Riv. Dir. Civ.* 4/2010, pp. 394 ss. 87; DIVIZIA, *Le clausole*, 2013, pp. 117 ss.

⁷² En la doctrina italiana, todos los autores citados en la nota a pie anterior. Entre nosotros, con carácter general, VICENT CHULIÁ, *Compendio crítico de derecho mercantil*, T. I, vol.1º, 3ª ed., Barcelona, 1991, p. 471, BROSETA, *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones*, Madrid, 1984, pp. 142 y ss. Esta parece ser también la posición mayoritaria de nuestra jurisprudencia. Así lo mantienen, por ejemplo, las SSTs de 10 de abril y 21 de septiembre de 2007 y 14 de noviembre de 2011 y en la jurisprudencia menor, las SSAP de Barcelona (secc. 15) de 9 de febrero de 2011 y 22 de diciembre de 2012 y las SSAP de Madrid (secc. 28) de 6 de julio de 2011, 6 de febrero de 2012 y 3 de junio de 2013.

⁷³ Conforme a esta posición, el efecto de la restricción transmisiva es asimilable al del *pactum de non cedendo*. El referente de esta postura, PERDICES, *Cláusulas restrictivas*, 1997, 108-121. Del mismo autor, “Restricciones a la transmisión de acciones y participaciones: interpretación y efectos en la práctica reciente”, en *Estudios jurídicos sobre la acción*, Madrid 2014, pp. 333-357. En el mismo sentido, A.RECALDE, “Comentario al art. 63 LSA”, en [I.ARROYO/J.M.EMBED/C.GÓRRIZ (dirs)] *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, T.I., 2ª ed., Madrid 2009.

⁷⁴ Sobre la validez e inoponibilidad de los pactos parasociales v., entre tantos, PAZ-ARES, C., “El enforcement”, *Actualidad Jurídica Uribe-Menéndez* 5/2003, pp. 19 ss; FERNÁNDEZ DEL POZO, “El enforcement societario”, *RdS*, núm. 29, 2007-2, pp. 174 ss; J. NOVAL PATO, *Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad*, Civitas, 2012. Entre la jurisprudencia más reciente, SSTs de 10 de diciembre de 2008, 6 de marzo de 2009, 23 de octubre de 2012, 16 de junio de 2014, 3 de noviembre de 2014,



En efecto, en la medida que el pacto es *res inter alios acta*, antes de la aceptación, el tercero adquirente no quedará obligado a nada. Cosa distinta es que, conforme a las reglas generales del derecho contractual, si entre el tercero y el socio transmitente existiera una connivencia para conseguir el objetivo de lesionar el derecho de acompañamiento del minoritario ello podría determinar la existencia de un ilícito civil que implicase la nulidad de la adquisición por el tercero (ex art. 1275 Cc) produciéndose, además, unos daños que deberán ser indemnizados. Y en estos casos de violación de la cláusula con la colaboración de un tercero de mala fe, doctrina y jurisprudencia afirman mayoritariamente la existencia de dos tipos de responsabilidades: una responsabilidad contractual del socio transmitente que infringió el pacto (ex art. 1101 Cc) y una responsabilidad extracontractual a cargo del tercer adquirente fundada en el daño aquiliano (ex art. 1902 Cc)⁷⁵, si bien existen también voces y resoluciones judiciales que, por las dificultades de orden práctico a que lleva la aplicación simultánea de dos regímenes jurídicos de responsabilidad distintos (con diferentes plazos de prescripción y sometidos a una diferente valoración del daño y la culpa), apuestan porque, en estos casos, el resarcimiento del daño sea unitario, sometido a un único régimen de responsabilidad, y en este sentido, postulan la existencia de responsabilidad contractual de carácter solidario entre transmitente y adquirente⁷⁶.

Por su parte, la inoponibilidad de la cláusula contractual frente a la sociedad (ex art. 29 LSC) debería decaer con carácter general, en el caso de que la cláusula se acuerde en un pacto omnilateral. Las razones ya han sido convenientemente explicadas por la doctrina que se ha ocupado del tema⁷⁷. La reciente modificación del art. 204 LSC facilita esta interpretación⁷⁸ y las

25 de febrero de 2016. En jurisprudencia menor, SSAP de Madrid (secc. 28) de 16 de noviembre de 2012 y 22 de abril de 2016, SSAP de Barcelona (secc. 15) de 25 de julio de 2013, 30 de septiembre de 2013, 31 de marzo de 2016.

⁷⁵ Sobre el tema, en relación con el deudor en la lesión de un derecho de crédito ajeno y, en particular, sobre la violación de un derecho de opción por un tercero, vid. PÉREZ GARCÍA, M., *La protección aquiliana del derecho de crédito*, Madrid, 2005, pp. 343 ss y allí ulterior bibliografía y estudio jurisprudencial en la línea apuntada en el texto.

⁷⁶ En doctrina, por todos, DÍAZ PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil patrimonial II, Las relaciones obligatorias* 6ª ed., Thomson Civitas, Pamplona, 2008, p.743.

⁷⁷ Así, PAZ-ARES, "El enforcement", *Actualidad Jurídica Uribe & Menéndez*, 5/2003, pp. 19 ss. En el mismo sentido, L. FERNÁNDEZ DEL POZO, "El enforcement societario", *RdS*, núm. 29, 2007-2, pp. 174-175, señala que "cuando la totalidad de los socios firman el pacto parasocial quiebra la «incomunicabilidad» entre (...) el plano societario y plano parasocial (...) el pacto es oponible a la sociedad en las mismas condiciones que si se tratara de un pacto estatutario o reglamentario siendo para ello irrelevante la formalización de aquél (aunque el pacto sea en documento privado, incluso verbal) y la ausencia de publicidad legal (aunque no esté inscrito; aunque los estatutos dijeran otra cosa). La sociedad no sólo puede sino que debe actuar en conformidad con lo pactado entre todos los socios y partes del contrato". Del mismo autor, "Acerca de la licitud de los pactos parasociales para el Consejo. La mala regulación de la cuestión en el proyectado Código Mercantil", *La Ley Mercantil*, núm. 3, junio 2014, pp. 18-30. En la misma línea SÁEZ LACAVE, M.I., "Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces", *InDret* 3/2009, p. 15; MORALES BARCELÓ, J., "Pactos parasociales vs. estatutos sociales", *RdS*, núm. 42, 2014, p. 185. Por nuestra parte, hemos señalado en otro trabajo que en estos casos, se produce una "derogación singular de los estatutos por el pacto parasocial". Vid. CAMPINS VARGAS, A., "Derogación singular de los estatutos sociales", *RDM*, núm. 242, 2001, pp. 1703 y ss.

⁷⁸ Aunque la doctrina jurisprudencial consolidada por el momento, niega que la sola infracción de pactos parasociales pueda justificar por sí sola la impugnación de acuerdos sociales, lo cierto es que parecen sugerir que la vía pudiera ser alegar que su infracción constituye una lesión al interés social (SSTS de 10 de diciembre de 2008 y de 6 de marzo de 2009). Como se apunta en el texto, la reciente modificación del art. 204 LSC, en la que se amplían las causas de impugnación, podría facilitar también un futuro cambio de orientación por parte de los Tribunales (o constituir un argumento a favor, en el seno de un concreto proceso). Aunque no añade ni hace referencia alguna a la infracción de un pacto parasocial por sí



últimas resoluciones judiciales parecen apuntar también esta solución⁷⁹.

En cuanto a la inoponibilidad frente al tercero adquirente, decaerá en el momento en que el tercero manifieste su voluntad de estar a las resultas contractuales surgidas a su cargo y suscriba el pacto de acompañamiento a la hora de realizar su oferta de adquisición⁸⁰. Esto es, la aceptación del tercero marca el punto de inflexión en cuanto a su vinculatoriedad. *A partir de su aceptación, el tercero quedará vinculado jurídicamente por las condiciones fijadas en el pacto y solo a partir de ese momento podrá afirmarse que la opción de venta del minoritario se corresponde con una correlativa obligación de compra forzosa por parte del tercer adquirente*⁸¹.

En cuanto a la *articulación contractual de la aceptación del tercero*, en una *tag along* no existe problema en que el derecho de acompañamiento se condicione suspensivamente a que el tercero pueda revocar su oferta cuando conozca el número total de acciones o participaciones ofrecidas en virtud del derecho de adhesión de los minoritarios. En estos casos, desde el punto de vista del tercero adquirente, nos encontraríamos no ante una oferta de compra jurídicamente vinculante, como en el caso general, sino ante una oferta de compra sometida a una doble condición suspensiva, la del derecho a acompañar del resto de socios que quieran ejercerlo y la suya propia a condicionar la perfección del contrato en función del número de socios que finalmente se hayan adherido a la venta⁸².

sola como causa de impugnación, lo cierto es que permite impugnar por lesión social el acuerdo que “aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría”. Como apunta ya algún sector doctrinal, esta sería una vía legal para poder impugnar los acuerdos contrarios a los pactos omnilaterales: “A menos que exista una manifiesta necesidad razonable de separarse del pacto parasocial, *debe reputarse abusivo infringir lo pactado porque, prima facie, solamente se cumple el interés común de los socios cumpliendo el pacto y obra abusivamente el mayoritario que vota en infracción del pacto*. Y ello es defendible sin necesidad de argucias dialécticas como entender que esa solución se impone por economía procesal”: FERNÁNDEZ DEL POZO, “Acerca de la licitud de los pactos parasociales para el Consejo. La mala regulación de la cuestión en el proyectado Código Mercantil”, *La Ley Mercantil*, núm.3, junio 2014, p. 26.

⁷⁹ Así, la SAP Madrid de 22 de abril de 2016 (Roj: 5290/2016) abre la posibilidad de interpretar la jurisprudencia consolidada a día de hoy, *a sensu contrario*. En un momento dado señala que la firma de un pacto social por dos de los socios no es oponible a la sociedad: “*De entrada, ha de indicarse, no se trata de pactos parasociales omnicomprendivos de todos los socios (...) Esta falta de omnicomprensión de la masa social impide ya de entrada sostener que el contenido del pacto parasocial, de valor meramente contractual, pueda trascender al plano societario, de la organización y funcionamiento objetivo de la persona jurídica societaria, ya que existen socio de tal sociedad no vinculados por el pacto parasocial, y que no pueden invocarlo tampoco ni frente al resto de los socios ni frente a la propia sociedad*”. Como decimos, *a sensu contrario*, podría dar a entender que si el pacto hubiese sido unilateral entonces si hubiera sido oponible a la sociedad. Por su parte, la SAP Barcelona (secc. 15) de 31 de marzo de 2016 acepta como causa de anulabilidad del acuerdo parasocial la violación del interés social y el abuso de derecho.

⁸⁰ ERLAIZ COTELO, “Las adquisiciones en el sector del capital riesgo”, en *Adquisiciones de empresas*, Aranzadi, 2013, p.411.

⁸¹ Así, L. FERNÁNDEZ DEL POZO, “El *enforcement* societario”, *RdS*, núm. 29, 2007-2, p. 176, nota a pie núm. 95; A. MORELLI, “Los pactos parasociales: la redacción de las cláusulas de Drag along y Tag Along”, *Actualidad Civil*, nº 9, septiembre 2013, p. 1081, tomo 2, La Ley.

⁸² En previsión de que el tercero rechace adquirir todas las partes de socio, lo más recomendable es incluir en la cláusula la obligación del socio transmitente de reducir el número de acciones o participaciones ofertadas por él con la finalidad de permitir que el minoritario se adhiera proporcionalmente con las suyas hasta alcanzar el número total de acciones inicialmente ofertada por el tercero. Esta opción ha sido apuntada por D´ALESSANDRO, “Patti di covendita”, *Riv.Dir.Civ.* 2010, p. 393 y por DIVIZIA, *Le clause*, 2013, pp. 115-117.



Por lo que respecta a la determinación de si existe o no una *infracción de la cláusula*, en los casos en los que el socio transmitente acredite fehacientemente a los socios que ha cumplido con la cláusula de acompañamiento (realizando la preceptiva notificación al potencial adquirente) pero al tercero se le reconozca contractualmente el derecho a revocar su oferta una vez conocido el número de socios interesados en la oferta, la no culminación de la operación no supondrá incumplimiento alguno y, por tanto, no generará responsabilidad ni para el socio transmitente (que únicamente habrá asumido una mera *obligación de medios* dirigida a conseguir que el tercero firme el acuerdo de transmisión con el número de socios que se hayan interesado en la venta pero sin garantizar ese resultado) ni para el tercer adquirente (que tampoco se ha obligado a garantizar la operación).

Sin embargo, si el socio transmitente incumple su obligación de activar el derecho de acompañamiento (no realizando la preceptiva notificación al tercero) o, aun activándolo, la venta acaba perfeccionándose solo con las acciones o participaciones de las que es titular (sin estar previsto un derecho de revocación del tercero), incurrirá en responsabilidad contractual por incumplimiento del pacto. La misma responsabilidad será exigible al tercer adquirente que conozca y voluntariamente suscriba la cláusula de acompañamiento y que finalmente rehúse a comprar las acciones o participaciones de quien hubiera manifestado su voluntad de ejercer el derecho de acompañamiento. A partir de aquí será el propio pacto el que prevea las consecuencias de su incumplimiento.

Dos son, a tal efecto, el tipo de medidas que suelen adoptarse al respecto: de un lado, *medidas de tipo indemnizatorio*, dirigidas principalmente a minorar las dificultades de prueba y cuantificación económica de los daños causados por el incumplimiento de la cláusula⁸³ y, de otro, *medidas dirigidas a garantizar la autoejecutabilidad* de la cláusula pudiéndose, como suele ser habitual, prever ambas de forma conjunta. Entre las primeras, aunque puede establecerse de antemano una liquidación abstracta del daño, lo más frecuente es incluir una cláusula penal propiamente dicha que haga más gravoso el incumplimiento de la cláusula⁸⁴.

De las medidas de autoejecutabilidad de la cláusula, sin duda, las opciones (*put* o *call*) son la mejor alternativa, configurándose como un sustitutivo contractual funcionalmente equivalente a las cláusulas de indemnización por incumplimiento con la gran ventaja que evitan los costes asociados a la valoración del daño y aprovechan la aparición de un tercero para poner precio a la desinversión siendo los propios interesados los que deciden si venden (o compran), o no, a ese precio⁸⁵.

⁸³ Una muestra sobre la dificultad de probar los daños puede leerse en la SAP de Valencia (Sección 9ª) de 11.2.04 nº 93/2004 y en la STS 19.12.00 (RJ 10127).

⁸⁴ Sobre la conveniencia de una cláusula penal v. DIVIZIA, "Clausole statutarie di covendita", *Notariato*, 2/2009, 159; FERRANTE, *Obbligo di covendita*, 2011, p. 56; y, entre nosotros, PAULEAU, *Régimen de las joint ventures*, 2003, p. 639 y allí ulterior bibliografía, y SÁEZ/BERMEJO, "Inversiones específicas", *indret* 1/2007.

⁸⁵ Así SÁEZ/BERMEJO, "Inversiones específicas", *indret* 1/2007, p. 20 y allí ulterior bibliografía.



Lo más común es establecer una *opción de venta por parte del titular del derecho de acompañamiento frente al socio transmitente incumplidor*⁸⁶, si bien pueden ensayarse otras alternativas como son incluir directamente una promesa de compra por parte del transmitente para el caso de que el tercero rehúse a comprar las participaciones del minoritario (promesa de compra *sub conditione*)⁸⁷ o establecer una opción de compra (*call option*) por parte del titular del derecho de acompañamiento frente al socio transmitente incumplidor.

Cualquiera de las opciones elegida suele ir acompañada de una penalización en el precio de venta como mecanismo adicional para reforzar el cumplimiento de lo pactado que incentiva a cumplir el contrato y, en caso contrario, pagar por ello. En el caso de la *put option* frente al socio transmitente la penalidad consiste en un porcentaje sobre el precio de venta que ofrece el tercero o, lo que es lo mismo, un *put* con prima cuya finalidad es hacer más gravosa, si cabe, el comportamiento oportunista del socio transmitente. De esta manera, cuando el titular del derecho de acompañamiento ejercita la *put option* se asegura el cumplimiento específico de la cláusula a un precio superior al pactado para la *tag along*. En el caso de la *call option*, la penalidad consiste en una reducción del precio inicialmente pactado con el transmitente. Lógicamente, el precio de esta opción de compra (*call*) para tener un carácter disuasorio debe situarse por debajo del precio de mercado de las acciones o participaciones.

A su vez, sea en el caso de incremento del precio en el caso de la opción de venta o la reducción del mismo en una opción de compra por parte del socio no transmitente, el cumplimiento de la cláusula penal se puede asegurar y reforzar pactando, como excepción al régimen general previsto en el artículo 1.152 del Código Civil, que su inclusión en el contrato (de incremento o reducción del precio de las acciones o participaciones) tenga carácter cumulativo con la indemnización de los daños y perjuicios que proceda como consecuencia del incumplimiento de tal forma que la inclusión de la cláusula penal no sustituya, en ningún caso, la obligación de indemnizar del socio transmitente por los daños y perjuicios causados, acordándose, a tal efecto, que la simple previsión de la cláusula penal no privará al minoritario de la acción de cumplimiento (ex art. 1153

⁸⁶ Aún más, hay autores que recomiendan esta opción antes incluso de que pueda darse un eventual incumplimiento por parte del tercero aceptante. En este sentido, FERNÁNDEZ DEL POZO, "La sociedad de capital de base personalista", *RGD*, vol.596, 1994, p. 5476, afirma que, en cualquier caso, es siempre preferible que la empresa minoritaria transmita primero su participación a la empresa mayoritaria, para que luego esta transmita a su vez la totalidad de las acciones o participaciones representativas del capital al tercero adquirente, a fin de que la empresa minoritaria no pierda el beneficio de la prima de control. El autor habla en este caso de una opción de doble compraventa.

⁸⁷ Apuntan esta posibilidad D'ALESSANDRO, "Patti di covendita", *Riv.dir.civ.* 2010, y PAULEAU, *Régimen de las joint ventures*, 2003, p. 639. Dado que en este caso nos encontramos ante una promesa unilateral del hacer por parte del socio transmitente (añadida a la promesa de hecho ajeno), en el caso de que el promitente finalmente no cumpliera su promesa personal de compra cabría pensar en este caso, sí, en una posible ejecución del pacto por el juez que sustituyera al promitente rebelde. Así lo apunta PAULEAU, *Régimen de las joint ventures*, 2003, p. 633 citando a J. M. MOUSSERON y así parece haberlo admitido la Cour d'Appel de Versailles chambre 12, en su sentencia de 14 de octubre de 2004 citada por PERDICES en <http://almacenederecho.org/lecciones-tag-along/>. Así lo defiende también DÍEZ PICAZO, L. GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de derecho civil*, p. 70, a propósito del artículo 1451 del Código Civil sobre la promesa de compra y venta.



Cc)⁸⁸.

De tratarse de cláusulas *tag along* pactadas en los estatutos, puede pensarse, además, en *medidas societarias*, tales como, *incluir un derecho de separación del minoritario a un precio igual al ofrecido por quien pretende el control*⁸⁹. La separación, utilizada como medida *de enforcement* que permite obligar a la sociedad a comprar y amortizar eventualmente sus acciones o participaciones al precio obtenido por el adquirente puede considerarse funcionalmente equivalente a la de vender a ese tercero las acciones o participaciones y, además, su inclusión resulta especialmente adecuada en la medida que protege a la minoría frente al carácter vinculante del acuerdo de acompañamiento, desactivando el problema de una posible modificación estatutaria por la mayoría que, en un momento dado, elimine la cláusula de acompañamiento aprobada por los socios⁹⁰.

El derecho de separación *puede también articularse como medio de protección del socio transmitente*. Tal ha sido el caso de la RDGRN de 16 de mayo de 2016 en la que se pretende la inscripción de una cláusula estatutaria de *tag along* de una SL, en la que después de condicionar cualquier transmisión *intervivos* al consentimiento de la junta general se añade que “la sociedad podrá bien denegar la autorización para transmitir; bien autorizar la transmisión de forma incondicional; o bien autorizarla condicionada a que el comprador ofrecido por el socio que proponga transmitir las participaciones acepte comprar también las del resto de los socios que también se ofrezcan a transmitir”, y que “en cualquier caso en que se deniegue al socio la autorización para transmitir, éste podrá separarse de la sociedad dentro del plazo de un mes a contar desde la recepción por dicho socio de notificación fehaciente de la denegación de la autorización remitida por la sociedad”⁹¹.

Más allá de la previsión de un derecho de separación, en un caso extremo, podría valorarse, incluso, la conveniencia de incluir una medida tan drástica como es la disolución y liquidación de la sociedad pactándose, lo mismo que en las *put* o *call*, una penalización (cumulativa a la indemnización de daños y perjuicios que proceda como consecuencia del incumplimiento) consistente en la fijación de un porcentaje superior al que corresponda al minoritario en su correspondiente cuota de liquidación.

⁸⁸ PAZ-ARES, “El *enforcement*”, *Actualidad Jurídica Uribe & Menéndez*, 5 (2003), pp. 21-22; in extenso FELIÚ REY, *Los pactos parasociales*, 2012, pp. 365-391.

⁸⁹ Lo recomienda también, FERNÁNDEZ DEL POZO, “La sociedad de capital de base personalista”, *RGD*, vol.596, 1994, p.5475: “Lo más recomendable sería pactar en los estatutos un régimen convencional similar al de las OPAS en las sociedades cotizadas y en particular el reconocimiento de derechos de separación a los accionistas minoritarios por precio unitario igual al ofrecido por el que pretende el control”.

⁹⁰ En puridad, en las sociedades limitadas no haría falta incluir este derecho en los estatutos en la medida que está cubierto por el artículo 346.2 LSC que lo reconoce a los socios que no hubieran votado a favor del correspondiente acuerdo de modificación del régimen de transmisión de las participaciones sociales. En todo caso, en la medida que la propuesta es incluir estatutariamente este derecho al mismo precio que el ofrecido por el tercero (que puede sea superior al valor razonable en los casos que se pague una prima de control) la recomendación práctica es incluirlo para asegurar al minoritario la compra de sus participaciones al mismo precio unitario que el recibido por el socio transmitente.

⁹¹ Vid. una reseña en la siguiente entrada de ALFARO, “Las cláusulas *tag along* pueden incluirse en los estatutos”, <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2016/07/las-clausulas-tag-along-pueden.html>



BIBLIOGRAFÍA UTILIZADA

ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “El derecho de venta conjunta (*tag along*) como sustitutivo de la OPA obligatoria” accesible en <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2014/02/el-derecho-de-venta-conjunta-tag-along.html>

“Las cláusulas tag along pueden incluirse en los estatutos”, accesible en <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2016/07/las-clausulas-tag-along-pueden.html>.

“El cumplimiento por equivalente no es más que una indemnización por daños”; accesible en, <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2016/10/el-cumplimiento-por-equivalente-no-es.html>

BAREA MARTINEZ, M.T., “La transmisión de las acciones y participaciones sociales”, en *Las sociedades de capital: cuestiones teóricas y prácticas, Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. extraordinario 2015, pp. 257 ss.

BENNESEN, M. /MEISNER NIELSEN, K. /VESTER NIELSEN, T., “Private Contracting and Corporate Governance: Evidence from the Provision of Tag-Along Rights in an Emerging Market”, *working paper*, November 2007; De los mismos autores, “Private Contracting and Corporate Governance: Evidence from the Provision of Tag-Along Rights in Brazil (March 2011)”, *Journal of Corporate Finance*, Forthcoming. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1779845>.

BROSETA, M., *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones*, Madrid, 1984.

CAMPINS VARGAS, A., “Derogación singular de los estatutos sociales”, *RDM*, núm. 242, 2001, pp. 1703 ss.

COLOMBO, “La cessione dei pacchetti di controllo: considerazione per una discussione”, *Riv. Soc.* 1978, pp. 1443 ss.

CRISTOBAL MONTES, A., “La promesa de hecho ajeno”, *Estudios de derecho de obligaciones*, Zaragoza 1985, pp. 213 ss.

“Naturaleza jurídica y efectos de la obligación que nace de la promesa del hecho ajeno”, *RDP*, 1974, pp. 661 ss.

D´ALESSANDRO, C., “Patti di covendita (*tag along* e *drag along*)”, *Riv.Dir.Civ* 2010, pp. 373 ss.

DE LUCA, N. “Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (*tag* e *drag-along*). Possono essere introdotte a maggioranza?”, en *Banca Borsa Titoli di crédito*, gennaio-febbraio 2013, vol. LXVI, pp. 65 ss.

DEL LINZ, M., “La introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti social”, en *Giur.Comm.* settembre-ottobre 2012.

DÍAZ ALABART, S., *La cláusula penal*, Ed. Reus, 2011.



DÍEZ PICAZO, L., *Fundamentos de derecho civil patrimonial. Las relaciones obligatorias* 6ª ed., Thomson Civitas, Pamplona, 2008.

DI BITONTO, C., “Diritto statutario di covendita (“tag-along”) collegato al cambio di controllo e vendita della nuda proprietà di azioni”, *Le Società* 7/2013, pp. 773 ss.

DI NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2ª ed., 2010.

DIVIZIA, P., “Clausole statutarie di covendita e trascinamento”, *Notariato* n.2/2009, p. 157 ss.

DIVIZIA, P., *Le clausole di tag e drag along*, Milano 2013.

EMBID IRUJO, J. M., *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*, Madrid 1987.

ERLAIZ COTELO, I., “Las adquisiciones en el sector del capital riesgo”, en [J. Mª ALVAREZ ARJONA/A.CARRASCO PERERA (Dir.)] *Adquisiciones de empresas*, Aranzadi 2013.

FELIU REY, J., *Los pactos parasociales en las sociedades de capital no cotizadas*, Marcial Pons, 2012.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La sociedad de capital de base personalista en el marco de la reforma del Derecho de sociedades de responsabilidad limitada”, *RGD*, vol. 596, 1994, pp. 5431-5476.

“El *enforcement* societario y registral de los pactos parasociales La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar”, *RdS*, núm. 29, 2007-2, pp. 174 ss.

“Acerca de la licitud de los pactos parasociales para el Consejo. La mala regulación de la cuestión en el proyectado Código Mercantil”, *La Ley Mercantil*, núm. 3, junio 2014, pp. 18-30 ss.

FERRANTE, M., *Obbligo di covendita*, Tesis doctoral de la Università degli studi del Molise, 2011.

FITZGERALD, S., y MUTH, G., *Shareholders´ Agreement*, 5ª ed., London, Sweet & Maxwell, 2009.

GARCÍA ENTERRÍA, J., *La OPA obligatoria*, Civitas, Madrid 1996.

GULLÓN BALLESTEROS, A., “La promesa del hecho ajeno”, *ADC* 17 (1964), pp., 3 ss.

LLAMAS POMBO, E., *Cumplimiento por equivalente y resarcimiento del daño al acreedor*, Trivium, Madrid, 1999

MARTÍNEZ DE AGUIRRE, C., “En torno a la estipulación a cargo de tercero en el Fuero Nuevo de Navarra”, *Estudios en homenaje a Manuel Albaladejo*, Murcia 2004, pp. 3139 ss.

MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. (dir.), *El capital riesgo: su operativa*, Aranzadi, 2012.



MORALES BARCELÓ, J., “Pactos parasociales vs. estatutos sociales”, *RdS*, núm. 42, 2014, p. 185.

NEBREDA PÉREZ, J. M., *Manual de Derecho de la contratación privada y pública*, lustel, 2005.

NOVAL PATO, J. *Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad*, Civitas, 2012.

OPPETIT, “Les cessions de droits sociaux emportant le transfert du controle d’une société: essai de synthèse”, *Rev.soc.* 1978, pp. 624 ss.

[PAZ-ARES, C., “El enforcement de los pactos parasociales”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, 5 \(2003\).](#)

[PAZ-ARES, C. / PERDICES, A., “Lógica y límites de los descuentos por iliquidez y minoría en la valoración de participaciones sociales”, *Revista de Capital Riesgo*, nº 10 \(2010\), pp. 3-19.](#)

PAULEAU, C., *El régimen jurídico de las «joint ventures»*, Tirant lo Blanch, Valencia 2003.

PÉREZ GARCÍA, M., *La protección aquiliana del derecho de crédito*, Madrid, 2005.

PÉREZ RENOVALES, en *La regulación de las opas. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Civitas, Thomson Reuters, 2009, p. 234.

PERDICES HUETOS, A., *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*, Civitas, Madrid, 1997.

“Restricciones a la transmisión de acciones y participaciones: interpretación y efectos en la práctica reciente”, en *Estudios jurídicos sobre la acción*, Madrid 2014, pp. 333-357.

“Llévame contigo, las cláusulas estatutarias de venta conjunta de acciones y participaciones”, en su momento, disponible en www.uam.es

“Lecciones: tag-along”, en <http://almacenederecho.org/lecciones-tag-along/>.

RECALDE, A., “Régimen jurídico de las OPAS: concepto, función económica y principios de la ordenación”, pp. 27 ss., en [J.JUSTE/A.RECALDE (coord.)] *Derecho de OPAS. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español*, Tirant lo Blanch, 2010.

REECE THOMAS, K., y RYAN, C., *The Law and Practice of Shareholders’ Agreement*, 3ª ed., London, Lexis Nexis, 2009.

ROUX, D., “La spécificité des cessions de controle” en *Rev.Soc.* 1980, pp. 49 ss.

SÁEZ LACAVE, M.I., “Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces”, *InDret* 3/2009.



SÁEZ LACAVE, M.I./BERMEJO GUTIERREZ, N., “Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. A vueltas con los pactos de tag y de drag-along”, *indret* núm.1, 2007.

SÁNCHEZ CASTRO, J. D., “El cumplimiento por equivalente: ¿un modo de evitar los requisitos imprescindibles en toda pretensión indemnizatoria?”, en *ADC*, T. LXIII, 2010, fasc. V, pp. 1725 ss.

SANGIOVANI, V., “Le pattizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote”, *Notariato* 6/2013, accesible en http://works.bepress.com/valerio_sangiovanni/202

SATRÚSTEGUI MENCHACA, B., “Adquisiciones especiales (II)”, en [ÁLVAREZ ARJONA, J.M./CARRASCO PERRERA, A. (dirs.)], *Régimen jurídico de las asociaciones de empresas*, Aranzadi 2001, pp. 469 ss.

STEVENSON, “The venture solution to the problem of close corporation shareholder fiduciary duties”, en *Duke L.J.*, 2001, vol. 51, pp. 1161 ss.

URIA, F., “Ámbito de aplicación” en *La regulación de las opas. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Civitas, Thomson Reuters, 2009.

VERDERA SERVER, R., *El cumplimiento forzoso de las obligaciones*, Bolonia, 1995.