

Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad

A vueltas con los pactos de *tag-* y de *drag-along*

M^a Isabel Sáez Lacave
Nuria Bermejo Gutiérrez

Facultad de Derecho
Universidad Autónoma de Madrid

415

Abstract

Este trabajo tiene como propósito analizar la eficacia de los pactos de *tag-along* y de *drag-along*. La elección del tema responde a la profusión de este tipo de pactos en la realidad societaria y, en particular, en las sociedades cerradas. Sin embargo, a pesar de ser una práctica contractual común, hasta el momento no han atraído el interés de la literatura jurídica. Con este trabajo queremos demostrar tres intuiciones fundamentales con relación a este tipo de pactos, que redefinen la visión que se tiene de ellos. La primera intuición es que *estos pactos funcionan como herramientas "anti-oportunismo"*. En efecto, se trata de pactos que, en principio, están ideados para responder a *conflictos de interés ex post entre liquidez y estabilidad*. Estamos, pues, ante herramientas contractuales diseñadas para *proteger a un socio del comportamiento oportunista de otro* en aquellas sociedades en las que éstos han realizado *fuertes inversiones específicas*. De hecho, el hábitat natural de estas cláusulas se encuentra en sociedades como las *joint ventures* o las *venture capital*, en las que el nivel de estas inversiones suele ser elevado. La segunda intuición es que *estos pactos funcionan como herramientas de autotutela y son relativamente auto-ejecutables*. En concreto, la autotutela viene de introducir en beneficio del socio que pueda ser víctima de la expropiación, un *put*, en el caso de los pactos de *tag-along* y un *call*, en el caso de los pactos de *drag-along*. Estas herramientas son relativamente auto-ejecutables porque, en principio, no precisan de la intervención de ningún tercero para su funcionamiento. La tercera intuición es que *se trata acuerdos típicamente parasociales* porque *definen las relaciones de los socios –de todos o de algunos de ellos– entre sí y no la estructura y el funcionamiento de la organización societaria*.

Sumario

1. **Introducción**
2. **Claves para entender el fenómeno**
 - 2.1. **El problema y los casos**
 - 2.2. **Análisis del conflicto**
3. **Descripción de los pactos**
 - 3.1. **Las *tag-along* o pactos de acompañamiento**
 - 3.2. **Las *drag-along* o pactos de arrastre**
4. **Caracterización de los pactos**
 - 4.1. **Herramientas anti-oportunismo**
 - 4.2. **Herramientas de autotutela y de relativa autoejecutabilidad**
 - 4.3. **Carácter parasocial (*remisión*)**
5. **Modo de empleo de los pactos de *tag-* y de *drag-along***
 - 5.1. **¿Estatutarios o parasociales?**
 - 5.2. **Las cláusulas de acompañamiento y el abuso de mayoría**
6. **Bibliografía**

1. Introducción

Este trabajo tiene como propósito analizar la eficacia de los pactos de *tag-along* y de *drag-along*¹. Los pactos de acompañamiento o de *tag-along* y los pactos de arrastre o de *drag-along* tienen su hábitat natural en el ámbito de las sociedades cerradas. De entre ellas, resultan paradigmáticas las sociedades conjuntas o *joint-ventures*² y las de *venture capital*³.

Los pactos de *tag-along* otorgan a uno de los socios el derecho de adherirse a la venta que realiza otro socio a un tercero, y lo habitual es que se pacten en el seno de un acuerdo parasocial, junto con cualesquiera otros acuerdos adoptados al regular las relaciones de los socios firmantes. Un pacto típico de *tag-along* sería: "El socio A goza de un derecho de acompañar al socio B en cualquier venta de su participación en la sociedad, autorizándole a vender al mismo adquirente un porcentaje de sus participaciones en la sociedad equivalente al porcentaje de sus participaciones vendido por el socio B, en los mismos términos y condiciones". Por su parte, los pactos de *drag-along* otorgan al socio saliente el derecho a arrastrar consigo al otro socio en la venta pactada con un tercero. Un pacto típico de *drag-along* sería: "El socio B tiene el derecho de arrastrar a la venta acordada con un tercero a los demás socios, que estarán entonces obligados a vender sus participaciones en la sociedad al mismo adquirente y en los mismos términos y condiciones que el socio B".

La finalidad que persiguen es impedir la redistribución del excedente contractual como consecuencia de la decisión de cualquiera de los socios de liquidar su participación. Pero, como veremos, al garantizar el cumplimiento de lo pactado -la distribución del beneficio a prorrata en función de las cuotas de participación- se consigue algo todavía más importante: incentivar a las partes a que realicen las inversiones específicas deseables y se logre el nivel de inversión óptimo.

Los problemas que vamos a abordar al estudiar los pactos de *tag* y de *drag-along* no son problemas de derecho de sociedades qua derecho de las organizaciones; se trata de los problemas típicos de expropiación que, en lo que ahora a nosotros nos interesa, se dan en el marco de un contrato particular, que es el contrato de sociedad. Y es que, al igual que sucede con otros contratos, como puedan ser el de suministro, los de distribución o, incluso, el matrimonio, el contrato de sociedad también genera problemas de oportunismo y de expropiación. Esta idea explica que la aproximación tradicional a estos pactos, muy pegada a la idiosincrasia del derecho de sociedades, se haya

¹ Estos son pactos que, por lo general, operan respecto de ventas privadas de acciones y participaciones de los socios. Aunque parecidos a éstos, los pactos relacionados con las ventas públicas quedan, en principio, fuera de nuestro estudio. Se trata de los *demand rights*, que legitiman a su titular a exigir la salida a bolsa de la sociedad o los *piggyback rights*, que legitiman a su titular a exigir la inclusión de sus acciones en una salida a bolsa iniciada por la sociedad. Constatan que son pactos habituales en los *venture capital agreements*, ROBINSON y STUART (2002, p. 21).

² Sobre la organización de estas sociedades, desde la perspectiva económica, véanse, por todos, MCCONNELL y NANTELL (1985, pp. 519-536), BRESNAHAN y SALOP (1986, pp. 155-175), HENNART (1988, pp. 361-374) y KENT (1991, pp. 387-393).

³ Existe una nutrida literatura económica relativa a la estructura y el gobierno de las *venture capital*. Véanse, como muestra, SAHLMAN (1990, pp. 473-521), LERNER (1994, pp. 16-27; 1995, pp. 301-318), GOMPERS (1995, pp. 1461-1489), HELLMANN (1998, pp. 57-76) y BLACK y GILSON (1998, pp. 243-277). Para mayor información sobre este mercado, véase FEEN, LIANG y PROWSE (1997, pp. 1-105).

revelado insuficiente para explicarlos. En cambio, la teoría económica nos proporciona una visión más completa de las claves del problema. Los ingredientes son viejos conocidos: contratos incompletos, fuertes inversiones específicas y el riesgo de *hold-up*. Son justamente los conflictos asociados a la presencia de estos elementos los que tratan de dominar las cláusulas que nos proponemos estudiar. Su objetivo próximo o concreto es dominar el oportunismo que puede surgir en este contexto contractual. Su objetivo general o social es arbitrar los incentivos adecuados para promover en los contratantes un nivel óptimo de inversión. De todos estos asuntos daremos buena cuenta a lo largo de este trabajo.

2. Claves para entender el fenómeno

2.1. El problema y los casos

Para adentrarnos en la materia objeto de nuestro estudio, vamos a comenzar exponiendo algunos ejemplos de situaciones en las que, paradigmáticamente, aparecen pactos de acompañamiento (*tag-along*) y de arrastre (*drag-along*).

- a) A, un incipiente empresario farmacéutico, presenta una solicitud de patente para desarrollar una terapia genética contra el cáncer. Pero, para llevar a buen puerto este proyecto, necesita financiación y, a tal fin, se pone en contacto con un socio inversor B. El proyecto alcanzará su madurez a la vuelta de cinco años, momento en que se espera que las autoridades sanitarias hayan autorizado su comercialización. Entonces, el inversor tiene previsto salir para dar entrada a otros inversores que ocupen su lugar (por ejemplo, los que acudan a la salida a bolsa de la sociedad).
- b) Dos empresas automovilísticas, A, una empresa europea, y B, una empresa norteamericana, constituyen una sociedad conjunta de cara a una futura integración de A en la estructura empresarial de B. A atraviesa una situación financiera delicada y desconoce si en el futuro podrá mantenerse como una empresa independiente. De cara a preparar esa futura integración, B empieza a adaptar su estructura y su organización de la producción a A. A tiene el 80 por 100 de dicha sociedad conjunta y, B, el 20 por 100 restante. En esta situación, las partes se enfrentan a los siguientes riesgos: en primer lugar, que A encuentre un mejor “pretendiente” (C) y B obstaculice una venta productiva por querer obtener unos beneficios mayores de los que corresponderían a su participación en el proyecto; y, en segundo lugar, que A quiera salirse, vendiendo su participación a un tercero (C), y dejando a B encerrado en un proyecto en el que pierde buena parte de las expectativas de negocio que motivaron la constitución de la sociedad conjunta.
- c) Tres sociedades emprenden un proyecto conjunto para construir una línea de ferrocarril: la sociedad constructora (A), la sociedad fabricante de los trenes (B) y la sociedad que se encarga de la señalización viaria (C). Sin embargo, B teme que C se salga del proyecto y coloque en su lugar a otra empresa de señalización que, a su vez, también fabrique trenes y

que, por lo tanto, sea competidor directo de B. Su temor se funda en el riesgo de que, en esa situación, su competidor tenga acceso a cierta información sensible relativa a la tecnología de sus trenes, aportada al proyecto. Se entiende, pues, que B tenga gran interés en proteger dicha información⁴.

- d) En una sociedad familiar, ya en la cuarta generación, los socios acuerdan vincular los destinos de todos los miembros de la familia, frente al riesgo de que uno de los socios venda a un tercero. Por un lado, el saliente hace caja a costa de la reputación de la familia labrada a lo largo de generaciones y, por el otro, el interés de la familia es preservar el negocio familiar en su seno. Con el ánimo de evitar comportamientos oportunistas cuando el *enforcement* de los lazos de sangre ya se ha relajado, se incorpora al contrato de sociedad un pacto de acompañamiento para el caso de que se decida vender las acciones.

2.2. Análisis del conflicto

Aunque los ejemplos que acabamos de exponer sean distintos, *todos comparten los rasgos que definen un tipo de conflicto*. En efecto, frente al resto de las sociedades cerradas, las que ahora centran nuestro interés tienen en común las siguientes notas distintivas: la existencia de inversiones específicas [véase *infra* a)], la concurrencia de pocos socios y de socios sofisticados [véase *infra* b)], la actuación en el marco de un horizonte temporal determinado [véase *infra* c)] y la aparición de comportamientos oportunistas asociados a la existencia de inversiones específicas [véase *infra* d)].

- a) *Inversiones específicas e interdependencia*. La primera nota definitoria de estas sociedades es la existencia de un alto grado de inversiones específicas. Llamamos inversiones específicas a aquellas que poseen alto valor para los socios dentro del proyecto común, pero que, fuera del mismo, no valen nada (en la medida en que no habría ningún tercero dispuesto a pagar por ellas). El matrimonio es un ejemplo clásico de relación con altas inversiones específicas (en términos de adaptación a las preferencias del otro, afecto, hijos, etc.)⁵. Y al revés, cuanto menos específica sea la inversión, mayor será el valor externo de los recursos invertidos. En suma, en materia de inversión, se plantea el dilema entre especificidad y liquidez. La especificidad de las inversiones puede venir determinada por factores tecnológicos o de otro orden, que reclamen que los recursos se adapten a las necesidades particulares de producción. Pero *también puede deberse a la decisión voluntaria de las partes de volcarse en una relación de cooperación con alto grado de exclusividad, que la haga más valiosa* –por ser menos fungible– frente a otras alternativas de colaboración con terceros. Esta explicación es la que generalmente está en la base de las relaciones que estamos analizando.

La existencia de inversiones específicas en los proyectos que nos ocupan resulta evidente: por ejemplo, en cualquiera de las *joint-venture* que hemos tomado como modelo [véase *supra* 1 b)]

⁴ En realidad, estos proyectos podrían verse como unos *co-operative agreements* en los que hay un componente de distribución del riesgo. Precisamente, la *joint-venture* es una de las formas a las que puede recurrirse para articular esos arreglos cooperativos. Sobre estas cuestiones, véase MARITI y SMILEY (1996, p. 280).

⁵ Así, véanse G. BECKER (1973, pp. 813-846; 1974, pp. 11-26) y KLEIN, CRAWFORD y ALCHIAN (1994, p. 309).

y c)], cada una de las partes deberá acomodar sus formas de gestión, sus procesos de producción, sus estrategias empresariales, etc., a la otra para que el proyecto empresarial llegue a buen puerto; asimismo, en la *venture capital* biotecnológica [véase *supra* 1 a)], el éxito del proyecto exigirá que los socios realicen fuertes inversiones en ideas (por ejemplo, I + D), en *marketing*, en asistencia en el *management* o en el desarrollo de prototipo de producto, con poco o nulo valor fuera de la promoción señalada. Pues bien, son, precisamente, las inversiones realizadas en ese proceso de adaptación a la contraparte o en el desarrollo del fármaco, las que reciben la consideración de específicas⁶. En muchos de estos supuestos, tal especificidad es, además, recíproca y, en ese sentido, las *inversiones* realizadas son *coespecíficas*: su mayor valor se alcanza cuando son utilizadas conjuntamente⁷.

La existencia de inversiones específicas en una relación nos lleva a plantearnos cuál debe ser la estructura contractual óptima en estos supuestos:

(i) La teoría económica tiene claro que *la presencia de estas inversiones aconseja que los socios se encierren en una relación duradera*⁸. La razón no se escapa: los contratos a largo plazo garantizan mejor los derechos sobre las inversiones de las partes en la relación y, por ello, incentivan a que se realicen. Esto explica que, en este tipo de contratos, las partes buscarán típicamente la estabilidad, elevando los costes de salida de la relación⁹.

(ii) El reto más importante es dilucidar cómo conseguir que los recursos se empleen de la manera más productiva. Perseguir la eficiencia en materia de inversión es una tarea que se vuelve tanto más ardua en cuanto las inversiones son más específicas. En particular, la situación que se nos plantea es la siguiente. Como en cualquier negocio, en el momento de contratar (t_0), los socios calcularán las inversiones (y, entre ellas, las inversiones específicas) que están dispuestos a realizar en el proyecto empresarial. Y harán tal cálculo tomando en consideración las rentas que esperan obtener en el momento en que se maximice el valor de su cooperación (t_2). Los conflictos surgen cuando cualquiera de ellos decide, bien liquidar su participación en la sociedad en un momento anterior al óptimo (t_1), o bien aferrarse a la sociedad una vez que llega el momento de hacer líquidas las inversiones realizadas (t_2). Puesto que lo relevante de estas inversiones es que sólo valen dentro del proyecto y que, incluso, pueden valer más conjunta que separadamente, se plantea en estos casos un *conflicto de interés ex post* entre *la titularidad de una participación en la sociedad -que el socio puede decidir, o bien liquidar, o bien no vender-*, de una parte, y, de otra, *la liquidez*. Dicho conflicto puede agravarse por el modelo de negocio. Esto es lo que sucede cuando se trata de operaciones de alto riesgo y, por lo tanto, de alta rentabilidad esperada, que tienen lugar en mercados muy volátiles. Eso significa que, dada una situación de bonanza, las partes pueden tener mayores incentivos para liquidar su

⁶ Tomando el ejemplo de las *start-ups* tecnológicas de "Silicon Valley", véase ROCK y WATCHER (2000, pp. 203, 206-207).

⁷ Sobre activos coespecíficos, véase MILGRON y ROBERTS (1993, pp. 161-162).

⁸ WILLIAMSON (1985).

⁹ Valoran positivamente el efecto cerrojo (*lock-in*) que se genera en la forma societaria propia de las sociedades de capital cerradas frente a las sociedades personalistas ROCK y WATCHER (2000, p. 203).

participación en la sociedad, aceptando cualquier oferta que maximice el valor de su posición, aunque sea a costa del interés de su contraparte

- b) *Pocos socios y sofisticados*. En segundo lugar, este tipo de proyectos empresariales se caracteriza por contar con un número reducido de socios que, por lo general, son socios sofisticados¹⁰. La existencia de un limitado número de participantes en el proyecto se explica, precisamente, por el tipo de inversiones realizadas: *cuanto más específicas sean las inversiones, mayor será la tendencia a que se concentre la propiedad*. De otro modo, se aumenta el riesgo de perder el control y de que, sobrevenidamente, se pueda modificar el contrato, reduciendo a la nada el valor de dichas inversiones. En este punto, no está de más insistir en que, al tratarse de inversiones específicas, valen sólo dentro del proyecto común. En consecuencia, una modificación sobrevenida y no querida de la estructura de la sociedad podría forzar la salida del socio que ha realizado dichas inversiones, imponiéndole una importante pérdida de valor.
- c) *Horizonte temporal determinado*. Por lo general, los ejemplos analizados se corresponden con *sociedades por tiempo determinado*, esto es, que están *sujetas a un horizonte temporal concreto*, dado por el momento en que se hace máximo el valor de su cooperación (t_2). Nótese que este plan temporal determina el *pay-off* de las partes pues, en principio, las inversiones sólo serán rentables una vez que el proyecto haya alcanzado su madurez (t_2)¹¹. Este dato se observa con facilidad en los ejemplos expuestos anteriormente (véase *supra* 1). Así, las *joint-ventures*, a las que responderían los ejemplos b) y c), son típicamente colaboraciones entre dos empresas para sacar adelante un proyecto determinado. Se entiende, entonces, que, culminado el proyecto, se dé por concluida la *joint-venture*¹². Algo similar sucede en el caso de las *venture capital*, como la que aparece en el ejemplo a): se trata de una “sociedad-incubadora”, que “se liquidará” una vez que haya madurado la empresa financiada, permitiendo en ella la entrada de otros inversores¹³.

Pues bien, al tener todas ellas un horizonte temporal determinado, es lógico pensar que el problema principal se plantee con *los derechos de salida* que corresponden a cada una de las partes. *En efecto, todas estas sociedades tienen tiempos vitales muy marcados: en ellas hay un tiempo para permanecer y un tiempo para vender*. Típicamente, el tiempo para permanecer es el tiempo

¹⁰ Como reconocen ALLEN y PHILLIPS (2000, pp. 2794-2795) y, respecto de las *start-ups* tecnológicas, ROCK y WATCHER (2000, pp. 204 y 206).

¹¹ O como señalan ROCK y WATCHER (2000, p. 207), recurriendo a una metáfora muy gráfica, cuando la tortilla está ya hecha y se puede servir a los comensales.

¹² Sobre esta cuestión, respecto de las alianzas estratégicas en el sector de la biotecnología, véase ROBINSON y STUART (2002, p. 24), que califican las alianzas estratégicas como inversiones realizadas por la sociedad cliente en el proyecto empresarial desarrollado por la *partner firm*. Este dato explica la afirmación de P. MOHANRAM y NANDA (1998, p. 1), quienes señalan que las *joint-venture* exitosas terminan una vez que alcanzan sus objetivos mientras que, los proyectos fracasados, subsisten durante largo tiempo.

¹³ Sobre la distinción entre *joint-venture* y *venture-capital*, véase ROBINSON y STUART (2002, p. 24), que definen las *venture-capital* como inversiones en una empresa y por contraposición a las *joint-venture*, que responderían más bien al modelo de invertir en el proyecto desarrollado por otra empresa. Respecto de su duración, apunta SAHLMAN (1990, pp. 473-521) que el tiempo medio de duración de una *venture capital* es inferior a cinco años. Una buena descripción de la temporalidad con la que funcionan las *venture capital* nos la ofrecen BLACK y GILSON (1997, pp. 252-264).

en el que los socios realizan sus inversiones y éstas no están amortizadas (en nuestra línea del tiempo, cualquier momento entre t_0 y t_2 , por ejemplo, t_1). Se entiende, así, que, en estos casos, las ventas de la sociedad en t_1 sean improductivas, en el sentido de que destruyen valor conjunto mientras que, las ventas en t_2 , sean productivas, en el sentido de que crean valor.

- d) *El oportunismo: riesgo de expropiación y riesgo de hold-up.* Como ha puesto de manifiesto la literatura económica, la existencia de inversiones específicas abre la puerta a la aparición de fenómenos de oportunismo¹⁴. En este caso, el oportunismo se manifiesta con relación al reparto del valor que genera el proyecto empresarial. En efecto, tal y como hemos visto, estas sociedades se constituyen con un horizonte temporal determinado. Esto significa que el plan de inversiones, que está en la base de la relación, contempla un tiempo para permanecer y un tiempo para vender en el que se hará máximo el valor conjunto de las inversiones realizadas [véase supra c)]. Pues bien, para no alterar la distribución pactada, las partes tienen que evitar a toda costa que se altere dicho plan temporal. Como tendremos ocasión de exponer con más detalle, la amenaza de redistribución puede presentarse en dos momentos: el primero, cuando uno de los socios decide salirse anticipadamente de la relación vendiendo la sociedad a un potencial expropiador, al que se ponen en bandeja inversiones específicas realizadas por el otro (riesgo de expropiación); y, el segundo, cuando llegado el momento de vender la sociedad, uno de los socios se niega a abandonarla y el fiel cumplidor del contrato está dispuesto a ofrecerle cualquier cosa para arrastrarle a la venta (riesgo de extorsión o *hold-up*); (véase *infra* IV.1).

Claramente, el oportunismo asociado a la existencia de inversiones específicas plantea un problema de eficiencia distributiva, esto es, de cumplimiento de la distribución pactada del excedente. Pero, además, plantea otro problema, aun más grave, de eficiencia productiva. En efecto, tal y como ha constatado la literatura económica, cuando un inversor anticipa que ex post puede darse cualquier forma de expropiación, tiende a reducir sus niveles de inversión en este tipo de actividades. Esto conduce, irremediamente, a la *infrainversión*: operaciones que ex ante resultan valiosas no se llevan a cabo por temor de las partes a resultar expropiadas. Salta a la vista que estas situaciones son ingobernables ex post. Se entiende, entonces, que los socios que temen ser expropiados quieren dotarse de un utillaje contractual que les permita proteger sus inversiones. Pues bien, como tendremos ocasión de demostrar, los acuerdos objeto de nuestro estudio constituyen la respuesta contractual a estos problemas, así como a las debilidades del sistema judicial para dar respuesta efectiva a este tipo de conflictos (véase *infra* IV.2 y 3).

3. Descripción de los pactos

3.1. Las tag-along o pactos de acompañamiento

Las cláusulas de tag-along sirven para neutralizar los efectos expropiatorios de las ventas ineficientes para el valor conjunto de la sociedad. Su propósito concreto es que uno de los socios no liquide su

¹⁴ WILLIAMSON (1985), GROSSMAN y HART (1986, pp. 691-719) y HART y MOORE (1988, pp. 755-785; 1990, pp. 1119-1158).

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. *Las ventas pueden resultar improductivas o ineficientes por dos motivos*: o bien porque se producen en el momento de incubación (ventas en t_1), cuando, por no estar todavía amortizadas las inversiones, su valor conjunto es negativo; o bien porque tienen lugar en un momento en el que sería eficiente vender (ventas en t_2), pero, al no hacerlo de manera conjunta, se corre el riesgo de que el beneficio conjunto se reduzca si una de las partes maximiza su ganancia privada a costa de la ganancia de la otra. En ambos casos, *la venta es improductiva porque el comprador valora menos lo que compra que el vendedor, presumiblemente porque es mejor expropiador* y calcula que puede beneficiarse en mayor medida de las inversiones realizadas por la parte que se queda dentro. En realidad, cuando el oportunista vende su parte, vende también la oportunidad de expropiar al otro socio (por ejemplo, porque permite al que entra aprovecharse de su reputación, o acceder a información privada, etc.). Esto tiene dos consecuencias. La primera es que la venta de la oportunidad de expropiar tenga un reflejo en el precio, *la prima de expropiación*, que nos da la medida de la tasa de expropiación. La segunda es que la venta del oportunista priva de opciones de vender a la otra parte, a quien deja encerrada dentro de una relación de la que difícilmente va a poder salirse (por ejemplo, porque típicamente no habrá nadie que quiera comprar sin gran descuento la posición de un expropiado).

El riesgo que tratan de gobernar estas cláusulas es el de expropiación a través de los conocidos "pelotazos". En la jerga común se llama así a cualquier incumplimiento que conduce a terminar una relación para apropiarse de una parte mayor del excedente del que inicialmente le correspondería. En los supuestos que analizamos, la terminación de la relación viene dada por la liquidación de la parte de uno de los socios. Como este problema se plantea en un *escenario renegociable*, en realidad, son dos las estrategias oportunistas que puede seguir el socio: o bien vende su participación en la sociedad y pega el pelotazo; o bien pone precio a su desistimiento en la venta y renegocia la cuota de liquidación pactada *ex ante*. Es evidente que ambas opciones son ineficientes: como vimos, el riesgo de que se pueda alterar *ex post* la distribución pactada, desincentiva *ex ante* la contratación. Esto es, justamente, lo que hace ineficiente la redistribución.

Una vez expuesto el propósito de estos pactos, vamos a analizar, a continuación, tanto su estructura [véase *infra* a)] como su funcionamiento [véase *infra* b)]. Por último, analizaremos cómo se asigna el derecho en el contrato [véase *infra* c)]

a) *La estructura*. Los pactos de acompañamiento o de *tag-along* se componen, en abstracto, de tres piezas: una cláusula *tag-along* propiamente dicha (véase *infra* i), un *put* u opción de venta (véase *infra* ii) y una penalidad (véase *infra* iii)].

i. En efecto, la primera pieza de estos pactos *es la cláusula de tag-along propiamente dicha*, que otorga al socio expropiable un *derecho de adhesión* a la transmisión planeada por el otro socio. A tal fin, el socio que pretende vender ha de comunicar dicha posibilidad de venta al otro socio y permitirle que se sume a la operación. Entonces, el socio con poder de venta está obligado a negociar la transmisión por los dos, esto es, a obtener del adquirente el compromiso de comprar las participaciones de ambos. En términos

generales, se trata de forzar que una venta del control se convierta en una venta del 100 por 100.

ii. Como decíamos, los pactos de venta conjunta suelen añadir a la cláusula de *tag-along* un *put* u opción de venta en sentido propio. La finalidad de esta opción es garantizar el cumplimiento del *tag-along*. Por esta razón, dichas cláusulas sólo operan cuando uno de los socios hace oídos sordos a la obligación de vender también la parte del otro. Así las cosas, si A ha vendido su parte a C sin contar con B, B tendrá el derecho de vender su parte a A o, si lo prefieren, A quedará obligado a comprar la parte de B, si éste así se lo exige. De este modo, se frustra la conducta oportunista de A: si lo que pretendía era salir solo de la sociedad, se queda dentro. La idea es bien sencilla: en un diálogo hipotético, B le dice a A “o me sacas, o te quedas dentro”¹⁵.

iii. Además de la cláusula de *tag-along* y del *put*, estos pactos de venta conjunta pueden incorporar una penalización, que funcione a modo de cláusula penal (*put* con prima). A diferencia de lo que sucede con las anteriores piezas, su inclusión en el pacto es opcional. Se trata de hacer más gravoso, aún si cabe, el comportamiento oportunista de A, exigiéndole comprar la parte de B en la sociedad a un precio superior al que él ha vendido a C.

b) *El funcionamiento*. Así las cosas, el funcionamiento de estas tres piezas se puede expresar de forma muy sencilla: “o vendes lo tuyo y lo mío, o te quedas dentro penalizado”. En efecto, a través de estos pactos las partes vinculan sus destinos tanto para quedarse como para irse, y se dotan de los instrumentos precisos para asegurarse de que verdaderamente se hará así. Gráficamente, el pacto de *tag-along* se convierte en un cerrojo que bloquea la salida aislada de cualquier socio de la sociedad y obliga a la disposición conjunta del proyecto empresarial¹⁶. Ahora bien, este cerrojo opera de manera distinta en t_1 y en t_2 .

i. En t_1 , los pactos de *tag along* tienen el efecto de estabilizar la relación. Sabemos que estos pactos bloquean las ventas improductivas a un expropiador. Pero esto es la consecuencia lógica del funcionamiento de la cláusula. En efecto, para evitar la sanción contemplada (por ejemplo, el *put* o el *put* con prima), si uno de los socios quiere abandonar la sociedad tiene dos opciones: o bien vender en t_1 a un no expropiador y, entonces, el otro socio no ejecutará el contenido del pacto; o bien quedarse dentro de la relación hasta que las inversiones estén amortizadas (t_2). Como no es probable que se pueda encontrar a un no expropiador dispuesto a pagar el precio por las inversiones realizadas por el socio expropiable en un momento en el que el proyecto no está aún maduro (t_1), es previsible

¹⁵ Respecto del valor que, para el *enforcement* de lo pactado, pueden tener las opciones, véase PAZ-ARES (2003, p. 29).

¹⁶ Nótese que, normalmente, en las sociedades cerradas, el efecto cerrojo se ve como algo a evitar porque impide la salida libre. Por ello, se buscan mecanismos para evitarlo. Sin embargo, en los casos que nos ocupan, se trata de un efecto que los socios buscan directamente. Véase ROCK y WACHTER (2000, p. 203).

que el socio que sufre la tentación de vender al expropiador acabe quedándose en la relación hasta que llegue el momento en que la venta sea productiva para ambos socios¹⁷.

ii. *La lógica de funcionamiento de estos pactos cambia en t_2 .* En este contexto, el pacto de *tag-along* tiene el efecto de propiciar la *cooperación en la liquidación*. En efecto, este pacto trata de impedir las carreras entre los socios para ser el primero en vender y apropiarse, así, de una ganancia mayor de la que obtendría vendiendo junto al otro socio su participación en la sociedad. Así, por ejemplo, imaginemos que A y B pueden obtener en $t_2 = 2000$ si venden conjuntamente la sociedad (1000 para cada uno). Si A puede obtener en ese mismo momento $1000 + x$ vendiendo individualmente su participación, es evidente que la ganancia de A es el perjuicio de B (porque $x =$ prima de expropiación). Para evitar la sanción que se deriva de la venta a un expropiador, A tiene, de nuevo, dos opciones: o bien se adelanta en la venta y vende su parte a un no expropiador; o bien vende junto con el otro socio para maximizar la ganancia conjunta. De nuevo, en este caso, el socio oportunista preferirá vender conjuntamente porque *la maximización de la ganancia sólo se consigue cuando la venta es conjunta*. Por contra, cuando se adelanta a la venta común y vende a un no expropiador, lo hará con descuento (por ejemplo, el que aplica el comprador por adquirir sólo una parte de la sociedad). Entonces, es de suponer que la operación no le interesará, pues no podrá obtener el *surplus* que representa la prima de expropiación.

c) Una vez analizados tanto la estructura como el funcionamiento de estos pactos, la siguiente cuestión que debemos aclarar es la relativa a *la asignación del derecho a sumarse a la venta*: ¿a quién resulta eficiente asignar en el contrato la *tag-along* y su correspondiente *put*? La respuesta es sencilla: *la tag-along tiene sentido que se pacte frente a aquellos socios que tengan poder de venta*. La existencia de poder de venta se determina en función de dos criterios: el primero, *la cuota de propiedad* (véase *infra* i); y, el segundo, *la especificidad de la inversión* (véase *infra* ii).

i. Típicamente, *el que tiene el poder de vender la sociedad a un expropiador es el que tiene el control*, pues en buena lógica el expropiador sólo estará interesado en comprar el control. En consecuencia, el minoritario es el candidato a ser expropiado y a defenderse del mayoritario mediante un pacto de *tag-along*. Ahora bien, cuando la participación es paritaria (por ejemplo, 50-50; 25-25-25-25, etc.), ninguno de los socios monopoliza el poder de venta y, entonces, cualquiera puede ser *ex ante* expropiador y expropiado. Tiene, entonces, todo el sentido que los derechos derivados de la *tag-along* se asignen a todos.

ii. Al margen de las lógicas de propiedad, *el socio minoritario también puede tener el poder de vender a un expropiador*. Estos supuestos son más particulares y suelen evidenciarse cuando concurren dos circunstancias: la primera, que *las inversiones del socio minoritario sean líquidas* (frente a las más específicas del mayoritario), lo cual le confiere mayor libertad para abandonar el proyecto; y, la segunda, *que el socio minoritario quiera desinvertir*

¹⁷ Sobre las dificultades de encontrar un comprador ajeno a la relación que valore esas inversiones, véase ROCK y WACHTER (2000, pp. 206-207).

para obtener liquidez y reinvertir en un proyecto que le resulte más productivo, situación ésta nada infrecuente en los mercados muy volátiles -por ejemplo, los tecnológicos-, que pasan de ser muy “calientes” a “enfriarse” de pronto (hot and cold markets). En tales circunstancias, el socio que sale vende con un descuento equivalente a su coste de oportunidad y, el comprador, adquiere una “ganga”. Ahora bien, este comprador de saldos o gangas será probablemente un expropiador, cuya estrategia será infrainvertir y hacer free-riding sobre las inversiones del otro socio. De ahí que estas ventas puedan considerarse igualmente improductivas o ineficientes.

3.2. Las *drag-along* o pactos de arrastre

Las cláusulas de drag-along sirven para combatir el riesgo de expropiación en los casos de ventas eficientes o productivas. Cuando hablamos de “ventas” nos referimos a cualquier operación que permita transmitir la sociedad a un tercero, sea mediante un acuerdo privado de adquisición (por ejemplo, una fusión), sea de forma pública (por ejemplo, una salida a bolsa). Cuando las calificamos de “eficientes” nos referimos a aquellas ventas que generan valor a resultas del intercambio. A contrario, estas cláusulas no juegan en los supuestos de ventas ineficientes, esto es, de aquellas transmisiones en las que se redistribuye valor (por ejemplo, porque se vende la sociedad un expropiador que satisface una prima por adquirir el control). En estos casos, el interés del socio es salir cuanto antes de la sociedad para evitar esa pérdida. Es más, lo normal es que, para proteger su interés, haya incluido en el contrato una cláusula de tag-along, que le permita salir con el otro socio cuando éste se embarque en una transacción ineficiente.

El riesgo que tratan de gobernar estas cláusulas es el de free-riding. Su propósito concreto es evitar que, llegado el momento de vender, uno de los socios se quede en la sociedad para apropiarse del incremento de valor que puede generar el nuevo socio. Así, imaginemos que A y B son socios de una sociedad, en la que A tiene el 80 por 100 de las acciones y, B, el 20 por 100. A valora la sociedad en 1000, porque ese es el valor que, como insider, asigna a la sociedad. A su vez, un tercero (C) valora la sociedad en 1200, que es el valor que espera obtener con una mejor gestión. En esta situación, es evidente que la empresa terminará pasando a manos de C por un precio que estará en un punto intermedio entre 1000 y 1200 (por ejemplo, 1100). Si la empresa se vendiera por 1100, ese valor se repartiría entre A y B conforme a lo pactado en el contrato de sociedad: A obtendría el 80 por 100 de 1100 (880) y B obtendría el 20 por 100 de 1100 (220). Sin embargo, en tales circunstancias, el minoritario puede anticipar la valoración que hace C de la sociedad (1200) y optar por quedarse dentro para apropiarse de una parte del excedente que C espera generar (free-riding). Así, tras la entrada de C en la sociedad, B podría vender su participación a D por $240 > 220$ ($1200 \times 20 / 100$).

Como este problema de free-riding se plantea en un escenario renegociable, en realidad son dos las estrategias oportunistas que puede seguir el socio: la primera, quedarse dentro de la sociedad y apropiarse de la parte del excedente que, eventualmente, pueda generar la entrada del comprador; y, la segunda, extorsionar al socio que tiene el poder de venta para redistribuir la cuota de liquidación previamente pactada. Al igual que sucedía en el caso de las tag-along, la situación descrita es manifiestamente ineficiente. Por una parte, si el otro socio accediera a la

extorsión, se alteraría injustificadamente la distribución pactada *ex ante*. Esto sólo es relevante en la medida –que, desde luego, es real– en que afecta a los incentivos iniciales a invertir. Por otra parte, si no se plegara a la extorsión y vendiera finalmente sólo su parte, es de suponer que el comprador descontaría del precio el valor que el oportunista pretende capturar quedándose dentro. En los casos más extremos, el descuento llega a ser de tal calibre que puede frustrar una operación productiva, lo cual sería socialmente indeseable. Es, precisamente, el interés en evitar que se frustre la operación el que lleva al socio-vendedor a renegociar. En este proceso, el socio oportunista negociará hasta obtener un valor (V_n) que se encuentre entre el correspondiente a su actual cuota de liquidación ($V_1 = 220$) y el valor que espera extraer en el futuro de la sociedad ($V_2 = 240$).

Una vez expuesto el propósito de estos pactos, vamos a analizar, a continuación, tanto su *estructura* [véase *infra* a)], como su *funcionamiento* [véase *infra* b)]. También analizaremos la asignación del derecho de arrastre en el contrato [véase *infra* c)].

a) *La estructura*. Los pactos de arrastre o de *drag-along* se componen, en abstracto, de tres piezas: una cláusula de *drag-along* propiamente dicha (véase *infra* i), un *call* u opción de compra (véase *infra* ii) y una penalidad (véase *infra* iii)].

i. En efecto, la primera pieza de estos pactos es la *cláusula de drag-along propiamente dicha*, que consiste en comprometerse a vender conjuntamente cuando uno de los socios así lo propone. La oferta de compra en la que típicamente funciona la *drag* es una oferta, bien por el 100 por 100 de las participaciones societarias, bien por un porcentaje de participación tal que exija la cooperación de ambos socios para que la venta se lleve a cabo.

ii. Como decíamos, estos pactos suelen añadir a la cláusula de *drag-along* un *call* u opción de compra en sentido propio. La finalidad de esta opción es permitir que tengan lugar las ventas eficientes. Por esta razón, dichas cláusulas sólo operan cuando uno de los socios se niega a dar cumplimiento a lo acordado en virtud de la *drag*. Así las cosas, si B se niega a colaborar con A en la venta y retiene su parte, A tendrá un derecho a comprar a B o, si se prefiere, B estará obligado a vender forzosamente su parte a A, si éste así se lo exige. De este modo, se frustra la conducta oportunista de B: si lo que pretendía era quedarse solo de la sociedad, sale de ella. La idea es bien sencilla: en un diálogo hipotético, A le dice a B “o te vienes conmigo, o te saco”.

iii. Además de la cláusula de *drag-along* propiamente dicha y del *call* u opción de compra, estos pactos de arrastre pueden incorporar una *penalización*. A diferencia de lo que sucede con las anteriores piezas, su inclusión en el pacto es opcional. De este modo, se trata de hacer más gravoso, aún si cabe, el comportamiento oportunista de B, exigiéndole vender su parte en la sociedad a A a un precio inferior al que él ha vendido a C (*call* con descuento).

- b) *Funcionamiento*. El efecto que producen estas cláusulas es forzar ventas eficientes en t_2 , pues el socio oportunista ha de vender en cualquier caso: o se suma voluntariamente al plan de venta, o se le expropia su derecho a no vender. Como vamos a ver más detenidamente, la razón de esta *expropiación en interés privado* es evitar el *hold-up* (véase *infra* IV.2).
- c) Una vez expuesta la estructura y el funcionamiento del pacto, la siguiente cuestión que debemos aclarar ahora es la relativa a la *asignación del derecho de arrastre*: ¿a quién resulta eficiente asignar en el contrato la *drag-along* y su correspondiente *call*? La respuesta es sencilla: *la drag-along debe ser asignada a aquel socio que tenga el poder de venta*. La determinación de quién tiene el poder de venta depende de dos criterios: el primero, la cuota de propiedad (véase *infra* i); y, el segundo, los activos idiosincráticos de los socios (véase *infra* ii). Esto explica que, como vamos a ver a continuación, puedan tener poder de venta tanto el socio mayoritario como el minoritario.

i. En principio, *quien tiene el control tiene el poder de venta porque vender la sociedad significa vender el control*. Entonces, *quien padece típicamente el riesgo de extorsión es quien tiene el control* (por ejemplo, el mayoritario) y será a él a quien haya que asignar el derecho de arrastre frente a la extorsión de la minoría. En efecto, los supuestos más clamorosos son aquéllos en los que, bien hay una minoría de bloqueo (por ejemplo, aquella que con su voto puede impedir una fusión), bien hay una minoría incómoda (por ejemplo, unos trabajadores a los que se han dado acciones en planes de *stock-options* y que no tienen ningún interés en irse). Es más, cabe esperar que aumente la proporción de comportamientos oportunistas cuanto mayor sea la diferencia de participación entre mayoritario y minoritario. Nótese que el socio que apuesta por quedarse corre un riesgo (*i.e.*, el riesgo de que la expectativa de producir valor se cumpla). Entonces, habrá que suponer que ese socio estará tanto más dispuesto a correr dicho riesgo cuanto menor sea el *stake* en juego y, por tanto, el eventual impacto de la pérdida. Lo que hemos dicho hasta ahora no es de aplicación a los supuestos en los que los socios participan en la sociedad a partes iguales (50-50; 25-25-25-25, etc.). En estos casos, como se desconoce *ex ante* quien va a desempeñar el papel de chantajista o de chantajeado, lo habitual será que todos ellos tengan recíprocamente un derecho de arrastre o de *drag-along*.

ii. Sentado lo anterior, no faltan, sin embargo, los casos en los que *el minoritario goce también de poder de venta y puede, por ello, ser expropiado* (por ejemplo, el minoritario es una afiliada de un grupo de empresas y hay opciones serias de que se produzca la integración en el grupo en el caso de que el proyecto salga bien; el minoritario tiene contactos para colocar la sociedad en el mercado –porque ya se ha labrado una buena reputación, por razones familiares, porque conoce un determinado mercado, por influencias políticas, etc.-). Esto es lo que, típicamente, sucederá en las *venture-capital* (el empresario, que es el que aporta la idea y al que, normalmente, le corresponde la parte más grande del capital,

suele resistirse a vender cuando llega el momento, en perjuicio del socio inversor, al que se le suele asignar un porcentaje más bajo de participación en la sociedad)¹⁸.

4. Caracterización de los pactos

Los pactos que acabamos de describir tienen tres rasgos caracterizadores: el primero, son *herramientas anti-oportunismo* (véase *infra* 1); el segundo, son *herramientas de autotutela y auto-ejecutables* (véase *infra* 2); y, el tercero, son *herramientas típicamente parasociales* (véase *infra* 3). A continuación, vamos a analizar cada una de estas características.

4.1. Herramientas anti-oportunismo

1. Los riesgos fundamentales de toda contratación son los riesgos de incumplimiento. Esto es lo que se conoce como *el problema del oportunismo*. Como en cualquier otro contrato, este coste no es ajeno a los contratos de sociedad. Los comportamientos oportunistas surgen cuando una de las partes ve la ocasión de hacer suyas las ganancias no asignadas en los contratos. En nuestro caso, el *detonante del oportunismo es la existencia de inversiones específicas, realizadas en ese marco de contratos incompletos*. Éstas dan lugar a dos tipos de comportamientos oportunistas: por una parte, los asociados a la expropiación de dichas inversiones en casos de ventas improductivas (*estrategia expropiadora*); y, por otra parte, los asociados al riesgo de *hold-up* en casos de ventas productivas (*estrategia extorsionadora*). Puestas así las cosas, lo que interesa reseñar a continuación es que *estas distintas manifestaciones del oportunismo se dominan a través de diferentes herramientas contractuales*. En el caso de ventas improductivas, en las que prevalece la *estrategia de expropiación*, la herramienta es la *tag-along*, que funciona como una *regla de propiedad*. En cambio, en el caso de ventas productivas, en las que predomina la *estrategia extorsionadora*, la herramienta contractual es la *drag-along*, que funciona como una *regla de responsabilidad*¹⁹.

Desde esta óptica, los pactos de *tag-along* y de *drag-along* pueden ser vistos como opciones, esto es, herramientas contractuales que permiten superar los problemas de infrainversión²⁰. Así mirado, atribuir una opción a la parte que puede ser expropiada –que es lo que, en definitiva, hacen las cláusulas de *tag* y de *drag along*–, *sirve para garantizar el valor de las inversiones específicas dentro y fuera del contrato. Las decisiones de salida y el consiguiente riesgo de redistribución queda neutralizado a través de la opción* –sea de sumarse, sea de arrastrar a la venta propuesta–, *que hace a la parte expropiable indiferente a la decisión de salir/permanecer del socio oportunista*. Su indiferencia viene del hecho de que la opción le deja indemne: le permite capturar todo el valor que le correspondería en aquellos casos en los que su contraparte

¹⁸ Por ejemplo, véase AGHION, BOLTON y TIROLE (2004, pp. 327-353). Que se le asigne un porcentaje más bajo en la sociedad no significa que no disponga de mecanismos contractuales que le permitan controlar la gestión de la sociedad en la que ha realizado sus inversiones. Así, véase BLACK y GILSON (1998, pp. 253, 257-264).

¹⁹ NÖLDEKE y SCHMIDT (1995, p. 167) y CHEMLAB, HABIT y LJUNGQVIST (2004, pp. 1-2).

²⁰ La literatura económica entiende que las opciones son herramientas capaces de racionalizar los problemas de renegociación asociados a las inversiones específicas. Véase NÖLDEKE y SCHMIDT (1995; 1998, pp. 633-653), AGHION, DEWATRIPONT y REY (1994, pp. 257-282) y CHUNG (1991, pp. 1031-1042).

pretenda expropiarle (por ejemplo, obligando al oportunista a comprar la participación en la sociedad del otro socio al precio pactado con el comprador, o forzando al oportunista a vender su participación al precio indicado por el comprador)²¹. Como se puede apreciar, la opción reparte el excedente entre los socios en las proporciones preestablecidas, eliminando el riesgo de renegociación. La asignación de la opción permite, entonces, realinear los incentivos de las partes para cumplir el contrato –o no hacerlo y pagar por ello– y, por consiguiente, asegura que las partes realizarán las inversiones óptimas.

2. Una vez caracterizado de forma general el oportunismo propio de estos contratos, vamos a analizar un poco más de cerca cada una de las estrategias a través de las cuales éste se manifiesta.

a) *La estrategia expropiadora*. En este caso, el riesgo de oportunismo se genera debido a *la expropiabilidad de las inversiones específicas* que realizan las partes en el proyecto. La razón es simple: una vez hecha la inversión, lo que era un bien privado entra en el patrimonio común y la otra parte comparte la propiedad de la inversión ajena (nótese que la gestión y la disposición de este patrimonio se regirán por las reglas específicas de la sociedad que, como es sabido, son distintas de las reglas de la comunidad de bienes)²². Los conflictos se hacen patentes en el momento en el que uno de los socios decide liquidar su participación en la sociedad. El problema, como se puede comprobar, es que cada una de las partes puede disponer libremente de su participación, esto es, de su cuota en el patrimonio y, al hacerlo, da acceso al expropiador a las inversiones realizadas: “cuando tú vendes, dispones de lo tuyo y de lo mío”. Tal riesgo es típico del derecho de las organizaciones –y, en particular, de las sociedades de estructura corporativa–, pues lo que se cede es el derecho a participar en la sociedad mediante las reglas de la cesión de créditos–, que no exigen el consentimiento del cedido²³. Frente al riesgo que esto representa, *los pactos de acompañamiento permiten a los socios darse unas reglas contractuales que logran un trade-off entre liquidez y propiedad*.

*El riesgo de expropiación se neutraliza típicamente a través de reglas de propiedad*²⁴. Como es sabido, allí donde las transacciones voluntarias son posibles, las reglas de propiedad son las clásicas reglas “anti-expropiación”, pues el consentimiento es el instrumento idóneo para defender los derechos frente a la usurpación (los ejemplos son muy numerosos: la

²¹Como el oportunismo tiene su origen en el excedente que puede obtener el oportunista siguiendo su interés individual, éste podrá evitarse imponiéndole una pérdida de capital cuyo valor esperado sea igual o superior al valor esperado de la ganancia que reporta el incumplimiento. Véase KLEIN y LEFFEL (1981, pp. 615 y ss.) y KLEIN, ALCHIAN y CRAWFORD (1978, pp. 298 y ss.).

²²Sobre las diferencias entre sociedad y comunidad, entre nosotros, es obligada la cita de PAZ-ARES (2006, pp. 492-496). KRAAKMAN y HANSMANN (2004, pp. 6-8) afirman que el elemento central del derecho de las organizaciones es crear un patrimonio separado a través de la personalidad jurídica, indisponible para los socios, así como para sus acreedores particulares.

²³De hecho, como advierte PAZ-ARES (2006, pp. 686-688), el cambio de socios en una sociedad interna se articula a través de una cesión del contrato de sociedad mientras que, el cambio de socio en una sociedad externa, se articula, en principio, a través de una cesión de créditos.

²⁴Recurrimos a la ya clásica formulación de CALABRESI y MELAMED (1972, pp. 1092-1093, 1105-1106). Entre nosotros, véase PAZ-ARES (1995, pp. 2864-2865).

regla de la unanimidad en las sociedades de personas, la regla del consentimiento para el cambio de deudor, etc.). Pues bien, *lo que hacen las cláusulas de tag-along es proteger al socio que puede ser expropiado a través de una regla de propiedad de diseño contractual*. En estos casos, como las inversiones han quedado hundidas, la defensa adecuada del derecho sólo puede conseguirse a través de dos vías. (i) La primera es mantener el *status quo*, obligando a la contraparte a que las inversiones se amorticen dentro del proyecto según lo previsto (supuesto típico de la prohibición de venta). Entonces, la protección del derecho del socio pactado en el contrato mediante la regla de propiedad se formalizaría en forma de veto – “sin mi consentimiento se aborta la transacción”. No obstante, esta solución es imperfecta. No hay duda de que es un recurso eficaz para obstaculizar las ventas ineficientes: se evita de raíz la expropiación, impidiendo la entrada del expropiador. Pero el derecho de veto es un arma de doble filo, pues también agrava el riesgo de extorsión, e impide ventas eficientes. (ii) La segunda es recuperar la inversión, poniendo precio a las inversiones específicas y permitiendo que el socio pueda liquidarlas. Sabemos que la inversión, al ser específica, no tiene valor fuera de la relación salvo, claro está, para el expropiador. Entonces, la protección del derecho del socio se logra adjudicándole la opción de sumarse a aquellas ventas que considere improductivas. Precisamente, la oferta realizada por el comprador sobre la parte del otro socio tiene esa virtualidad: poner de manifiesto que dichas inversiones tienen ya valor²⁵. En efecto, una vez que hay alguien dispuesto a pagar por dichas inversiones, el pacto de *tag-along* permite liquidarlas al socio que puede ser expropiado, sumándose a la venta y obteniendo su valor para sí.

Para rematar el examen de la estrategia expropiadora, es conveniente realizar unas reflexiones adicionales. La primera es la relativa al *diseño contractual de estas cláusulas*. Por lo general, los casos de expropiación analizados se corresponden con *ventas del paquete de control*. Entonces, *los pactos de acompañamiento confieren al socio expropiable el derecho a sumarse a la venta a fin de compartir la prima de expropiación*. Sin embargo, junto a estos supuestos, también aparecen en el tráfico otras cláusulas de *tag-along* con fines más modestos. Esto es lo que sucede en los casos de *ventas parciales*, en los que la regla sentada por *la cláusula cumple la función de asegurar la paridad de trato entre los socios*. La idea es prorratear la oferta para que todos los socios tengan la misma oportunidad de salida en un mercado poco líquido (piénsese en las entidades de capital-riesgo). Quedan, sin embargo, fuera de nuestro análisis todas aquellas cláusulas que confieran a los socios un derecho distinto al de sumarse a la venta (por ejemplo, típicamente, las cláusulas de disposición conjunta, que exigen el consentimiento de ambos socios para transmitir). La segunda observación se refiere a su *eficacia*. Como hemos visto, al funcionar como una regla de propiedad, las cláusulas de *tag-along* tienen una clara *eficacia ex post*, esto es, frente a la amenaza de la expropiación aseguran que cada uno de los socios recibe el valor que le corresponde de la venta. Pero, además, -y esto es lo esencial- las cláusulas de *tag-along* tienen también una *eficacia disuasoria o ex ante*: es evidente que al reducir el beneficio

²⁵ O, dicho en palabras de ROCK y WATCHER, que aunque la tortilla esté aún por hacer, ya hay comensales dispuestos a comérsela y a pagar por ella.

del expropiador, la distribución forzosa de la prima de expropiación tendrá, a buen seguro, el efecto de bloquear aquellas ventas que sean improductivas²⁶.

- b) *La estrategia extorsionadora*. Como hemos adelantado, el riesgo de oportunismo se manifiesta aquí en un escenario de ventas eficientes, cuyo propósito es liquidar las inversiones específicas. En estos casos, de nuevo, la existencia de estas inversiones se encuentra detrás del comportamiento oportunista del socio extorsionador²⁷. En efecto, éste, sabedor de que la operación iniciada por el otro socio depende de que consienta en vender su parte (la situación de monopolio bilateral), se aprovecha de lo incompleto del contrato –que no determina el valor las inversiones específicas realizadas por los socios–, para tratar de renegociar su cuota de liquidación y maximizar así su ganancia individual a costa del otro socio (por ejemplo, argumentando que las inversiones realizadas tienen para él un valor extraordinario –¡son el proyecto de su vida!– y que, por lo tanto, no venderá su parte en la sociedad a menos que reciba una adecuada compensación, mayor, en cualquier caso, que la que le correspondería en virtud de lo pactado). Dicho de otro modo, el extorsionador pone en pie una estrategia destinada a apropiarse de parte de la liquidación de las inversiones específicas que corresponden al otro socio. Y, a tal fin, se niega a participar en la venta mientras no se le satisfaga la prima de expropiación, que se añade a su cuota de liquidación. Si, en esta situación, la parte que tiene el poder de venta se mantiene firme en no entregar al expropiador más valor que el que corresponde a su cuota de liquidación, es muy probable que la venta planeada acabe frustrándose (*holdout*)²⁸.

Para evitar dominar la estrategia de expropiación o *hold-up* descrita, las partes se sujetan, en el momento de contratar, a una *regla de responsabilidad*. Como es sabido, las reglas de responsabilidad surgen con el propósito de gobernar los problemas de monopolio bilateral y de *holdout*, que pueden llegar a impedir que tengan lugar transacciones eficientes [los ejemplos aquí también son numerosos: la propia responsabilidad extracontractual (art. 1902 CC), la servidumbre de paso a favor de la finca enclavada (art. 564 CC), el derecho de arrepentimiento (art. 14.6 LPI), etc.]²⁹. En el caso que nos ocupa, las partes se aseguran *ex ante* de que la transacción eficiente tendrá lugar, estableciendo una *regla de responsabilidad por vía contractual* que neutraliza la estrategia oportunista, esto es, la amenaza de retener sus participaciones si no consigue apropiarse de una parte mayor del excedente generado por la venta de la que inicialmente le correspondería³⁰. Así, *las partes acuerdan expropiar en interés privado las participaciones de aquel socio que se resista a abandonar*

²⁶ En sede de OPA, véase BEBCHUK (1994, pp. 957-993). Adviértase el paralelismo con la prima de control.

²⁷ Sobre la vinculación entre las estrategias de expropiación (*hold-up*) y la existencia de inversiones específicas, así como de contratos incompletos, véase KLEIN (1998, pp. 241 y ss.).

²⁸ El caso que analizamos guarda un notable parecido con aquellas situaciones en que los ordenamientos exigen el consentimiento de ambos cónyuges para obtener el divorcio; así, véase EPSTEIN (1995, pp. 118-119), que lo utilizan como ejemplo para ilustrar las cuestiones relacionadas con el monopolio bilateral y el *holdout*.

²⁹ De nuevo, CALABRESI y MELAMED (1972, pp. 1105-1109); PAZ-ARES (1995, pp. 2861-2865). Para más ejemplos, véase EPSTEIN (1995, pp. 116 y ss.).

³⁰ Que su origen sea contractual hace que esta regla de responsabilidad sea un tanto original, pues en el modelo inicialmente propuesto por CALABRESI y MELAMED (1972, pp. 1092-1093) se parte de una intervención pública que es la que ordena la transferencia forzosa.

la sociedad, fijando de manera objetiva el valor de aquéllas en función del precio que el comprador esté dispuesto a pagar por adquirir la sociedad.

Al igual que en el caso de los pactos de *tag-along*, la eficacia *ex post* y la eficacia *ex ante* confluyen: los pactos de *drag-along*, no sólo aseguran que se respetará lo pactado, sino que también desaniman al socio oportunista a embarcarse en operaciones de las que, finalmente, no obtendrán ningún provecho. Desde una perspectiva jurídica, técnicamente, este pacto se articula a través de una *venta forzosa a favor del socio con poder de venta*. Así, éste podrá rescatar las participaciones de manos del socio extorsionador y transmitir el bloque al comprador.

4.2. Herramientas de autotutela y de relativa autoejecutabilidad

En segundo lugar, como hemos avanzado, *estos pactos son herramientas que confían la protección del interés de las partes a la autotutela y que son, a la vez, auto-ejecutables*. Ambos comparten la ventaja de que reducen costes asociados a la tutela de los derechos correspondientes a cada socio. En efecto, los conflictos de oportunismo tienen su traslación jurídica en el plano de la *mala fe* y de la *deslealtad en el cumplimiento del contrato*. En concreto, los comportamientos oportunistas que hemos visto en el apartado anterior pueden ser vistos en términos de *deslealtad de los socios relacionada con la salida*: cuando los socios han pactado un determinado reparto del rendimiento común, resulta contrario a las exigencias de la buena fe alterarlo *ex post* para apropiarse una de las partes, en el momento de la salida, de parte del beneficio que, en principio, correspondería a la otra (arts. 7 y 1258 CC). Desde esta óptica, la cuestión clave que corresponde dilucidar es cuál es la protección más adecuada de los derechos de los socios. La protección que brindan los deberes fiduciarios, que son los dimanantes de la buena fe, es típicamente *ex post*, esto es, reclama la revisión judicial de los comportamientos desleales de los socios. El problema es que, en numerosas ocasiones, resulta difícil para los terceros verificar este tipo de incumplimientos y la tutela *ex post* deja, entonces, de proporcionar a los socios una protección satisfactoria de sus intereses. De ahí que cobren especial valor otros mecanismos de *enforcement*, entre los que se contarían los instrumentos de protección privada que refuercen el cumplimiento de lo pactado, del orden de los pactos que estamos estudiando

a) *La autotutela*. Los pactos de *tag-along* y de *drag-along* son herramientas contractuales que ajustan privadamente la protección de los derechos de propiedad y que operan sólo a instancia de parte. Sus beneficios no se nos ocultan. En primer lugar, la tutela privada asegura que la protección diseñada por los socios es la manera más eficiente -por ser la que ellos quieren- de ordenar sus intereses particulares. En efecto, *las partes se encuentran en mejor disposición que un tercero* (por ejemplo, un juez) *para diseñar los pactos más acertados para gobernar su relación*, pues está en su interés que así sea: las partes conocen qué tipo de inversiones han realizado en la sociedad, son conscientes de los riesgos a los que quedan expuestas (por ejemplo, expropiación y extorsión) y pueden, entonces, diseñar mecanismos eficaces para neutralizarlos. En segundo lugar, *estos pactos sólo operan a instancia de parte, cuando ésta reclama su protección*. Ciertamente, los socios estarían conformes con darse una fórmula contractual de corte matemático capaz de discriminar las transacciones eficientes de las transacciones expropiatorias, con el objeto de facilitar las

primeras y obstaculizar las segundas. Pero esto no es siempre factible: en abstracto, no se puede saber cuando un adquirente será un expropiador o cuando una transacción productiva puede abrir el apetito chantajista del consocio. De ahí que se deje en manos de los socios la gestión de sus intereses: son, precisamente, ellos quienes tienen los incentivos adecuados para identificar cualquier conducta oportunista y para reaccionar eficazmente frente a ella. Por eso estas cláusulas están diseñadas como un derecho que las partes pueden ejercitar a voluntad.

Sentado lo anterior, esta estrategia contractual presenta otras ventajas adicionales que la abastecen de buenas dosis de operatividad. La más notable es que consigue *fixar el precio de las inversiones realizadas por las partes*. Esta circunstancia dota al pacto de un importante valor práctico. La opción de la parte expropiable de sumarse o de arrastrar a vender tiene la virtud de poner precio al daño infligido a la parte amenazada por la expropiación –la prima de expropiación– y de neutralizar así su riesgo. Dicho con otros términos: la opción deja al socio indemne frente a la expropiación de sus derechos de propiedad. Esta circunstancia debe ser justamente apreciada. Las inversiones específicas no tienen valor de mercado –esto es, no valen nada fuera del contrato– y, por ello, la tasa de expropiación no puede ser evaluada o, dicho en otras palabras, no puede pronosticarse su importe en el contrato para fijar el monto de la indemnización³¹. *La opción actúa, entonces, como un sustitutivo de la indemnización por incumplimiento*. Además, frente a lo que sucede con las cláusulas de salidas forzosas de socios, no es necesario convenir de antemano en fórmulas de valoración de la sociedad, sujetas a información asimétrica y siempre pendientes de que se lleven a término con buena fe. La opción nos permite obtener una valoración externa de las inversiones realizadas: las inversiones realizadas por las partes valen lo que el comprador está dispuesto a pagar por ellas. En este sentido, las opciones tienen la virtualidad de hacer líquidas las inversiones porque permiten aprovechar la aparición de un tercero que las aprecia y les pone precio. Visto así, es evidente que estas opciones constituyen un mecanismo eficiente para poner precio a las inversiones realizadas porque, en primer lugar, se adopta tomando como referencia un valor externo (por ejemplo, el que paga un tercero cuando opta por comprar); y, en segundo lugar, porque son los propios interesados los que deciden si venden o no a ese precio.

Otra ventaja nada desdeñable que merece la pena señalar es que el ejercicio de los derechos asociados a estos pactos tutelan las inversiones específicas sin correr el riesgo de resultar abusivos. Son instrumentos contractuales bien calibrados porque promueven los incentivos para procurar un nivel eficiente de inversiones específicas a bajo coste. *Esto se consigue porque son state contingent, esto es, su ejercicio depende del estado del mundo, de la realización de una variable aleatoria: claramente, la aparición de un comprador*. Como el ejercicio de la opción tiene el propósito de neutralizar el oportunismo vinculado a la salida o permanencia del socio, *si la opción de sumarse o de arrastrar a la venta se ejercita de hecho, será, entonces, señal de que el ejercicio de la opción será más provechoso que su no ejercicio*³². O dicho de otro modo, su posible empleo sólo obstaculizará aquellas transacciones que sean improductivas, pero no las transacciones productivas. Se controla

³¹ La literatura económica tiene asentado que las opciones y las cláusulas de indemnización son funcionalmente equivalentes. Véase SCHMIDT (1998, p. 432) y SCOTT y TRIANTIS (2004).

³² La literatura clásica sobre contratos incompletos e inversiones específicas asumen que es imposible redactar un *state-contingent contract* anterior a la decisión de invertir. Véase nota 14.

así el ejercicio del derecho, que se vincula a la defensa del interés de la parte expropiable en relación con el oportunismo que provoca la salida del socio. En cambio, si se pudieran ejercitar arbitrariamente, sería ilimitado el poder que estos instrumentos conferirían a las partes. En efecto, los socios estarían en posición de vetar cualquier transacción, fuera o no productiva, y eso les atribuiría un considerable poder de extorsión. En cambio, como el ejercicio de la opción se sujeta al estado del mundo en el momento de la transacción y la parte tutelada opta por sumarse voluntariamente a la venta, o por arrastrar forzosamente a la contraparte, es de suponer que el ejercicio del derecho conferido no se malbaratará para fines oportunistas. Este dato corrobora la idea de que las opciones son un instrumento barato, que domina a bajo coste el riesgo de expropiación de la contraparte, sin imponer, a cambio, otros costes nuevos (por ejemplo, el riesgo de que el expropiado se convierta en expropiador)³³.

b) *La relativa autoejecutabilidad.* Esta condición de los pactos de *tag-along* y de *drag-along* hace referencia a su funcionamiento de forma casi automática. Tal automatismo se encuentra ligado a dos piezas: un *put* u opción de venta en sentido estricto, asociado al pacto de *tag-along*, y un *call* u opción de compra también en sentido estricto, asociado al pacto de *drag-along*. En el caso del pacto de *tag-along*, cuando el socio oportunista vende su participación a espaldas del otro socio, el remedio contractual que las partes han dispuesto es asignar al expropiado el derecho a vender su parte al otro socio (*put* u opción de venta). De este modo, si el expropiado decide ejercitar la opción, el oportunista queda forzado a comprar su participación en la sociedad. Esto confiere al socio perjudicado una protección tremendamente eficaz: por una parte, se libera del riesgo de expropiación liquidando su parte y dejando dentro al oportunista; y, por otra, su tutela se produce respetando la eficacia jurídica de la transmisión entre el oportunista y el expropiador. En el caso del pacto de *drag-along*, el *call* u opción de compra entra en juego cuando el socio extorsionador se niega a cumplir el compromiso asumido de venta conjunta. En esta situación, el socio con poder de venta se libera de la amenaza del *hold-up* ejercitando su derecho a comprar la participación del extorsionador que, en virtud del *call*, queda forzado a vender. A la vista está que estas opciones confieren a los socios el poder de sancionar de manera efectiva el juego sucio del oportunista³⁴. Nótese, además, que confieren a los pactos de *tag-* y de *drag-along* un alto grado de ejecutabilidad a un coste relativamente bajo. El funcionamiento de estas opciones es muy sencillo: en principio, no precisan de la intervención de un tercero y, en caso de que los socios oportunistas se nieguen a darles cumplimiento, pueden ser ejecutados forzosamente por un juez. No son, por lo tanto, enteramente autoejecutables, pero sí lo son en una medida razonable, pues la ejecución forzosa depende de circunstancias fácilmente verificables (acreditado el incumplimiento, en el caso del *put*, sólo tiene que ordenar el embargo del precio de la venta; mientras que, en el caso del *call*, sólo tiene que sustituir la voluntad del extorsionador para que tenga lugar la transmisión)³⁵.

La ventaja de estos mecanismos es que son más efectivos que el enforcement a través de sujetos ajenos a la relación, como puedan ser los jueces. A falta de las opciones puras (put y call), en caso de

³³ CHEMLAB, HABIB y LJUNGQVIST (2004, p. 2).

³⁴ NÖLDEKE y SCHMIDT (1995, p. 167).

³⁵ Ciertamente, no desconocemos que el coste de pactar estas cláusulas puede ser alto. No obstante, éste también puede minimizarse a través de la estandarización. Así, véase GOMPERS y LERNER (1996, pp. 463 y ss.).

incumplimiento, el socio perjudicado tendría que llevar los pactos al juez para obligar a la otra parte a cumplir. El inconveniente es que el *enforcement* judicial no está libre de reparos. Fundamentalmente, nos enfrentamos a los costes asociados a los contratos escritos que, como sabemos, se trata de pactos, por definición, incompletos. De ahí que algunos elementos relativos al cumplimiento no pueden ser verificados indubitadamente por el juez que comprueba su observancia³⁶. En efecto, el juez puede *tener problemas para entender la racionalidad privada, al no ser capaz de verificar el incumplimiento, esto es, la existencia de los riesgos de expropiación y de extorsión que se pretenden neutralizar a través de los pactos incumplidos*. Estas formas de oportunismo que estamos analizando resultan particularmente opacas para los jueces porque tienen su origen en la existencia de inversiones específicas³⁷. Dado, pues, que ni el nivel de inversiones específicas ni el oportunismo asociado a las mismas son fácilmente verificables por el juez, es de esperar que la tutela judicial proporcione, en estos casos, una protección muy endeble frente al incumplimiento. Es más, en el peor de los casos, cabría esperar que, por ejemplo, el juez entendiera que un pacto de *tag-along* es inejecutable frente al comprador porque extiende su eficacia más allá de las partes del mismo (principio de relatividad de los pactos, art. 1257 CC), o que un pacto de *drag-along* es una cláusula abusiva impuesta al socio minoritario en interés de la mayoría.

Ciertamente, para hacer más ejecutable judicialmente el contrato, se podría pensar en dotarle de mayor concreción. Sin embargo, esta alternativa tiene sus contrapartidas. La estrategia contractual del detalle es, por un lado, muy costosa (cobija arduas e innecesarias negociaciones que, no por ello, cristalizan en acuerdos eficientes) y, por el otro, rígida (lo que hace que se obstaculicen intercambios productivos en estados del mundo no previstos, y, a su vez, ampara reclamaciones oportunistas en circunstancias sobrevenidas). Por ello, la sensatez aconseja, en términos generales, mantener un cierto grado de incompletion de los contratos y, en términos particulares, cuando entrañe dificultades añadidas de verificabilidad del cumplimiento, dotar a los contratos de mecanismos de autoejecución. Así vistos, los mecanismos de *self-enforcement* son eficientes porque hacen crecer el excedente contractual. Nótese, sin embargo, que los mecanismos contractuales de ejecución automática no son la única alternativa a la ejecución judicial. Podemos y debemos contar, asimismo, con los mecanismos de cumplimiento extrajurídicos (por ejemplo, reputación, interacciones repetidas, etc.). De hecho, sólo cuando existe la posibilidad de que esas formas de ejecución fracasen, tiene sentido abrir paso al *enforcement* del contrato a través de opciones como las descritas.

A la vista de lo expuesto, tiene todo el sentido que los firmantes de estos pactos prescindan, en gran medida, de la tutela judicial –que podría desconocer sus intereses–, en beneficio de estas formas de protección, que brindan mayores dosis de autoejecutabilidad. Desde esta óptica, parece claro que las opciones y los mecanismos de *enforcement* extralegales se convierten en sustitutivos particularmente idóneos de la tutela judicial.

³⁶ SCHWARTZ (1998, pp. 277 y ss.).

³⁷ NÖLDEKE y SCHMIDT (1995, p. 167).

4.3. El carácter parasocial (remisión)

Como acabamos de ver, *estamos ante pactos que permiten a un socio reaccionar frente al oportunismo de otro de manera eficaz* (por ejemplo, sumándose a la venta o arrastrándole a vender). Se trata, entonces, de acuerdos que *definen las relaciones de los socios entre sí –de todos o de algunos de ellos- y no la estructura y el funcionamiento de la organización societaria*³⁸. Este dato explica que las cláusulas de *tag-* y de *drag-along* aparezcan típicamente en pactos parasociales, tal y como demuestra la evidencia empírica³⁹. La discusión acabaría aquí si no fuera porque nuestra práctica ha manifestado un gran interés por incluirlas en los estatutos sociales, sobre todo a la vista de la consideración que merecen los pactos parasociales a muchos de nuestros operadores jurídicos. De todas estas cuestiones daremos cuenta en el apartado siguiente (véase *infra* V.1).

5. Modo de empleo de los pactos de *tag-* y de *drag-along*

La utilización de estos pactos en la práctica española no siempre se acomoda a la caracterización propuesta en este trabajo. De hecho, hemos detectado una tendencia a utilizar estos pactos de una forma que resulta ajena a la lógica que acabamos de exponer. Así, por ejemplo, la inercia de lo conocido lleva a tratar de incorporar estas cláusulas a los estatutos sociales para dotarles de un *enforcement* propiamente societario (véase *infra* 1). Esa misma identificación con lo conocido lleva, igualmente, a considerarlas -en el caso particular de las *tag-along-* como una aplicación en las sociedades cerradas de la *equal opportunity rule* (véase *infra* 2).

5.1. ¿Estatutarios o parasociales?

En efecto, tal y como acabamos de apuntar, existe cierta preocupación en la práctica española por incorporar estos pactos a los estatutos sociales e inscribirlos en el Registro mercantil⁴⁰. Las razones no sorprenden, sobre todo si tenemos en cuenta la visión que una buena parte de nuestros operadores jurídicos tiene de los pactos parasociales. Por un lado, suelen verlos como negocios “oscuros”, carentes de toda publicidad, tras los que se ocultan los pactos que exceden los límites marcados por el derecho imperativo societario y que, por lo tanto, no tienen cabida en los estatutos⁴¹. Pero, por otro lado, se entiende que las posibilidades de “*enforcement*” de estos pactos son menores que las de las cláusulas estatutarias: como, en principio, su incumplimiento

³⁸ CADMAN (2004, pp. 2 y 32).

³⁹ Así, CADMAN (2004, p. 2) considera que debe incluirse preferentemente en pactos parasociales la regulación de las relaciones particulares que se establecen entre los socios, siempre que no tengan que ver con la administración de la sociedad. Respecto de la evidencia empírica, resulta de gran interés la consulta de la base de datos del *Contracting and Organizations Research Institute* (<http://cori.missouri.edu>), donde pueden encontrarse un buen número de pactos de *tag-along* y de *drag-along* entre los llamados *shareholders' agreements*, así como la de <http://contracts.onecle.com>. Reiteran esta idea respecto del derecho inglés, KERSHAW y WITZ (2000, p. 97).

⁴⁰ PERDICES (<http://www.uam.es/centros/derecho/privado/mercanti/investigacion/aph-%20llevame.pdf>, pp. 3, 5-7), donde, reconociendo la poderosa eficacia de instrumentos contractuales como el *put*, defiende la posibilidad de inscribirlos al objeto de dotarlas de oponibilidad.

⁴¹ Esta idea está bastante extendida, incluso, en la literatura jurídica continental. Así, por ejemplo, al exponer cómo se protegen los intereses de los socios en las *joint ventures*, KERSHAW y WITZ (2000, pp. 99-100) apuntan que la mejor forma para proteger los intereses de la minoría, cuando el derecho imperativo impone restricciones, es recurrir a los pactos parasociales.

por una de las partes resulta irrelevante para la sociedad, se piensa que el interés de los socios queda menos protegido⁴². En el caso que nos ocupa, esta negativa visión de lo parasocial se concretaría de la siguiente forma. Si una de las partes decidiera incumplir la *tag-along* incluida en un pacto parasocial, el socio víctima del incumplimiento no podría exigir a la sociedad que desconociera la transmisión. A fin de cuentas, se trataría de una transmisión realizada contraviniendo de un pacto que no es oponible a la sociedad (art. 1257 CC) y, entonces, sólo podría exigirse al socio incumplidor la reparación del daño ocasionado a resultas de la venta. Si se hubiera incluido una *drag-along* en un pacto parasocial, el socio oportunista podría hacer caso omiso del compromiso asumido, resistiéndose a vender sus acciones o sus participaciones. Ese incumplimiento quedaría al margen de la vida de la sociedad y, en consecuencia, no se activaría frente a él ningún remedio societario (por ejemplo, la exclusión del socio incumplidor). Entonces, lo que le queda al socio víctima del incumplimiento sería, bien exigir el cumplimiento específico del pacto o, más seguramente, reclamar la reparación del daño sufrido (pues, probablemente, a esas alturas ya se habrá desvanecido la posibilidad de vender la sociedad).

La solución propuesta para paliar estas carencias de lo parasocial consiste en *dotar a estos pactos de rango estatutario*. Así, -se dice- ciertamente, los socios pueden ponerse de acuerdo acerca de cómo ordenar su salida de la sociedad en un pacto parasocial pero, una vez alcanzado ese acuerdo, los socios deben incluir esos pactos en los estatutos de la sociedad e inscribirlos en el Registro mercantil⁴³. Las cláusulas de *tag-* y de *drag-along* incorporadas a los estatutos se convierten, así, en *una pieza más de la arquitectura organizativa de la sociedad*. Y lo que es más, una vez inscritas en el Registro mercantil, *se presumirán legítimas y sus efectos serán oponibles frente a terceros* (véanse los arts. 20.1 y 21.1 C de C). Esto es tanto como decir que su inclusión en los estatutos y posterior inscripción en el Registro las legitima, por una parte, como piezas de la organización societaria y, por otra, les dota de un *enforcement* propiamente societario. Siguiendo con los ejemplos que veíamos en el párrafo anterior, en el caso de la *tag-along*, el pacto se incorpora a la estructura de la sociedad y se hace oponible al comprador. Entonces, los socios pueden tener la seguridad de que las acciones o las participaciones de la sociedad no se transmitirán a un tercero más que en los términos acordados, pues la sociedad desconocerá cualquier transmisión realizada en violación de dicha previsión estatutaria⁴⁴. Es más, dada la oportunidad de vender, el socio afectado por el incumplimiento podría pedir a un juez que diera ejecución específica a lo pactado (exigiendo, por ejemplo, la inclusión de sus acciones, de sus participaciones o de una parte de ellas en la venta prevista). En el caso de la *drag-along*, la negativa del socio oportunista a sumarse a la venta activa el remedio societario típico frente al incumplimiento, esto es, la exclusión (que, por ejemplo, podría articularse de forma particularmente efectiva a través de una cláusula de rescate)⁴⁵. Entonces, el socio víctima del incumplimiento podría exigir la ejecución forzosa del pacto para

⁴² Así, por ejemplo, nos recuerda que la infracción de un pacto parasocial carece de relevancia alguna frente a la sociedad FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (1995, p. 4714). EMBID IRUJO y MARTÍNEZ SANZ (1996, pp. 11-12), afirman que la frecuencia con que se usan estos pactos en la práctica societaria se puede explicar “por la voluntad de ocultar detalles de la regulación a terceros”.

⁴³ Algo así parece sugerir, con carácter general, ÁLVAREZ VEGA (2001, p. 327), respecto del contenido de los que denomina “acuerdos preliminares” de las *joint-ventures*.

⁴⁴ PERDICES (p. 3).

⁴⁵ Como apunta PERDICES (1997, p. 252), “hablar de cláusula de rescate es sólo hacer referencia a un expediente técnico a través del que se verifica la exclusión”.

adquirir las acciones o las participaciones y transmitir las inmediatamente al tercero interesado en adquirir la sociedad.

No tenemos ninguna duda acerca de la posibilidad de incluir estas cláusulas en los estatutos, tanto de una sociedad anónima, como de una sociedad de responsabilidad limitada. Esta cuestión resulta clara en el caso de los pactos de *drag-along*. Es más, en ese caso, se suele invocar el contenido del art. 188.3 RRM, en sede de sociedades de responsabilidad limitada, para legitimar su inclusión en los estatutos. Entonces, el valor real por el que ha de adquirirse la participación en la sociedad vendrá dado por lo que el tercero haya ofrecido pagar por esas acciones o participaciones [véase *supra* IV.2 a)]. En el caso de los pactos de *tag-along*, tal y como ha puesto de manifiesto la doctrina más atenta, tampoco existen obstáculos legales para ello⁴⁶. En efecto, en contra de esta posibilidad se ha invocado el contenido del art. 123.5 RRM, en el caso de las sociedades anónimas y del art. 30.2 LSRL, en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada. Pero, frente a ese argumento, es obligado recordar cuál es el ámbito de aplicación y la racionalidad de dichos preceptos: se aplican a un tipo particular de cláusulas restrictivas a la libre transmisibilidad de acciones y de participaciones, a saber, las cláusulas configuradas como un derecho de adquisición preferente, tratando de evitar que el socio que ya ha manifestado su voluntad de transmitir un determinado número de acciones o de participaciones quede obligado a transmitir a los prelacionarios un número distinto del inicialmente proyectado⁴⁷. A la vista está que el efecto de “acompañamiento” que genera la cláusula de *tag-along* nada tiene que ver con el resultado que dichos preceptos pretenden evitar: dar entrada en la venta al otro socio y, con ello, forzar la transmisión de la totalidad de las acciones o de las participaciones al tercero. La conclusión no cambia aunque juegue la regla de prorrata para dar entrada al otro socio en la operación. A diferencia del socio que se enfrenta a un derecho de adquisición preferente, el socio vinculado por una cláusula de *tag-along* no realiza ningún ofrecimiento que le pueda colocar en la obligación de vender su participación en la sociedad en unas condiciones no queridas. Es más, siempre estará a tiempo de no embarcarse en la poco provechosa venta que resultaría el reparto de la oferta de compra con el otro socio. De ahí que no se justifique extender a estos supuestos la aplicación de las reglas mencionadas.

Una vez que hemos visto las posibilidades de incorporar estos acuerdos a los estatutos de la sociedad, es forzoso reconocer que este afán presenta *algunos inconvenientes*. El primero es que lleva a prescindir de otras formas de *enforcement* que, como hemos tenido ocasión de comprobar, son tanto o más efectivas que el *enforcement* típicamente societario (por ejemplo, *put* con prima, en el caso de las *tag-along*; o el *call* con descuento, en el caso de las *drag-along*)⁴⁸. Pero, el segundo y más importante es que esta aspiración tiene *unos costes importantes, derivados de la reconfiguración de estos pactos como cláusulas restrictivas a la libre transmisibilidad*. En efecto, cuando se incluyen los pactos de *tag-* y de *drag-along* a los estatutos, se convierten –de una forma más o menos

⁴⁶ Sobre la posibilidad de incluir un pacto de *tag-along* en los estatutos de estas sociedades, véase PERDICES (pp. 3-5). Sin embargo, SATRÚSTEGUI MENCHACA (2001, p. 482) entiende que el art. 123.5 RRM constituye un obstáculo insalvable para incorporar un *tag-along* a los estatutos. Asimismo, ÁLVAREZ VEGA (2001, p. 336) considera que no podrá incorporarse a los estatutos de una sociedad anónima, pero sí a los de una sociedad de responsabilidad limitada *ex art.* 188.3 RRM.

⁴⁷ PERDICES (pp. 3-4).

⁴⁸ Reconoce su efectividad, PERDICES (p. 3).

inconsciente- en una restricción a la facultad de los socios de disponer libremente de sus acciones o de sus participaciones. Así, una cláusula de *tag-along* deja de ser un pacto que obliga al socio con poder de venta a incluir al otro socio en la operación, y que es ejecutable a través de un *put*, para pasar a ser una cláusula que permite a un socio oponerse a que la transmisión surta efectos frente a la sociedad si sus acciones no son incluidas en la operación. Por su parte, una cláusula de *drag-along* deja de ser un compromiso de venta conjunta ejecutable a través de un *call*, para convertirse en una cláusula que permite al socio vendedor rescatar las acciones de manos del incumplidor por el precio ofrecido por el comprador. Esto es tanto como decir que *estas cláusulas*, una vez incluidas en los estatutos, *pasan a definir la posición del socio en la sociedad, quien tendrá limitada la facultad de disposición* en los términos que acabamos de señalar. Y esto es, precisamente, lo que permite que la sociedad reaccione “institucionalmente” frente al intruso no reconociéndole la condición de socio cuando la transmisión no se ha ajustado a las exigencias previstas estatutariamente. El problema está en que la transformación de estos pactos en cláusulas restrictivas reduce su capacidad de salvaguardar los intereses en liza pues, por una parte, hace en determinados casos inadecuada la protección [véase *infra* a)] y, por otra, ésta puede resultar fácilmente eliminada [véase *infra* b)].

a) En efecto, *la configuración estatutaria de estas cláusulas puede resultar inadecuada debido a que, de facto, rediseña su mecánica*. Este fenómeno se aprecia con particular claridad en el caso de los pactos de *tag-along*. Como acabamos de exponer, la inclusión del pacto en los estatutos y su posterior inscripción en el Registro mercantil impiden al comprador alegar el desconocimiento de esa vinculación entre las acciones o las participaciones de la sociedad que se pretendían transmitir. Ahora bien, el comprador siempre podrá invocar el contenido de su propia oferta, esto es, que en su ánimo sólo está comprar un determinado paquete de acciones o de participaciones y no otro mayor. Pues bien, *para asegurar, por un lado, que el otro socio podrá sumarse a la venta, y, por otro, que se respeta la oferta realizada por el comprador, se introduce una regla de prorrata que permite repartir la oferta del comprador entre los socios que se sumen a ella*⁴⁹. Así, se articula el reparto de la oferta de compra de modo parecido a como se reparte la oferta de venta de las acciones o participaciones en la sociedad entre los distintos socios interesados en adquirirlas (véase, por ejemplo, art. 31.3 LSRL). Sin embargo, el problema está en que *la prorrata de la oferta entre los socios conduce a un resultado que no beneficia a nadie*, pues éstos se quedan encerrados junto con el comprador dentro de la sociedad. Este “efecto-cerrojo” –que nos recuerda al desajuste más clamoroso de la OPA parcial- poco puede proteger a aquel socio que quería defenderse de la entrada de un expropiador poniendo su participación a la venta. Y es que, como adivinarán, a nadie le interesa quedarse encerrado con un expropiador, aunque sea acompañado del oportunista.

Este resultado viene a poner de relieve lo inadecuado del *enforcement* organizativo para un pacto como el de *tag-along*. Y es que, incorporar una distribución a prorrata a estos acuerdos, supone desconocer cuáles son las *claves de su funcionamiento*. Éstas residen, ciertamente, *en extender la oferta al otro socio para que pueda incorporar a la misma todas sus participaciones, pero también en impedir la venta en todos aquellos casos en los que tal extensión no sea posible* (por ejemplo, cuando el

⁴⁹ Por ejemplo, véanse las cláusulas propuestas por PERDICES (pp. 5-7).

comprador no esté dispuesto a comprar todas las participaciones que le ofrecen los socios que se sumaron a la operación). Como sabemos, sólo así se evita la expropiación. Los problemas aparecen cuando se intenta garantizar que la venta –aunque improductiva– ha de llevarse a cabo en los términos inicialmente programados. Hacer todo lo posible para que la venta tenga lugar es sensato cuando estamos ante ventas productivas o eficientes. Y, de hecho, es en estos casos en los que cobra todo el sentido la regla de prorrata. Pero ya sabemos que los pactos de *tag-along* son, ante todo, un remedio eficaz frente a ventas improductivas o ineficientes. Entonces, *lo mejor que puede suceder cuando el comprador-expropiador se niega a modificar su oferta para dar cabida al otro socio es que se frustre la operación, no que se prorratee aquélla*⁵⁰.

b) En segundo lugar, esta reconfiguración de los pactos de *tag-* y de *drag-along* como cláusulas restrictivas trae consigo *un peligro importante y no siempre debidamente calibrado*. El abandono del oscuro ámbito de lo parasocial somete a estas cláusulas al régimen estatutario. Y, como es sabido, esto tiene, fundamentalmente, tres consecuencias: la primera, que el pacto deviene vinculante para todos los socios, incluidos los sucesivos –y no sólo para los que son parte del mismo–; la segunda, que el pacto habrá de ser objeto de una interpretación objetiva –y no subjetiva, como es propio de la interpretación de los acuerdos no estatutarios–; y, la tercera, que podrá ser modificado por mayoría –y no por acuerdo de todas las partes, como sucede en el ámbito parasocial⁵¹. Pues bien, esto es tanto como decir que la inclusión de estos pactos en estatutos pone en manos del socio mayoritario la llave para modificarlo –¡algo impensable en un pacto parasocial–. Y, así, si éste lo estima oportuno, podrá eliminar los pactos cuando empiecen a resultarle incómodos.

Los argumentos que acabamos de exponer desaconsejan, pues, el *enforcement* organizativo de estos pactos y, por lo tanto, su incorporación a estatutos para activar el mismo. Y es que, en realidad, no se trata de filtrar la entrada de socios a la sociedad para asegurar el cumplimiento del contrato a través de la fidelidad (por ejemplo, porque los socios compartan lazos de sangre, de amistad, etc.)⁵²; se trata, más bien, de dominar el oportunismo asociado al ejercicio de los derechos de salida/permanencia del socio. Para controlarlo no hace falta alterar las facultades de disposición del socio sobre sus participaciones; bastará, simplemente, con asegurar al socio la posibilidad de reaccionar frente al oportunismo del incumplidor de manera eficaz (por ejemplo, sumándose a la venta o arrastrándole a vender, a través de un *put* o de un *call*). Y esto es algo que se logra, sin mayores dificultades, a través de un pacto parasocial.

⁵⁰ Sobre los efectos que provoca la OPA parcial, véase GARCÍA DE ENTERRÍA (1996, pp. 270-280).

⁵¹ Por ejemplo, véase PERDICES (1997, p. 52).

⁵² Sobre la racionalidad económica de las cláusulas restrictivas, véase EASTERBROOK y FISCHER (1991, pp. 229-233). Entre nosotros, PERDICES (1997, pp. 26-27), señala que “La verdadera causa de la existencia de las restricciones a la transmisión de las participaciones sociales se encuentra, a nuestro juicio, en el marco del problema general de reducción de los costes de transacción y, en concreto, en los costes de aseguramiento del cumplimiento de las obligaciones asumidas en un contrato de colaboración duradera como el de sociedad”. Se entiende, así, que los socios se reservan el derecho a vetar la entrada en la sociedad de nuevos sujetos para asegurar el cumplimiento del contrato de sociedad por parte de los socios (por ejemplo, a través la presión que permite ejercer sobre el incumplidor la pérdida de la reputación, de la amistad, la ruptura de los lazos familiares, etc.).

5.2. Las cláusulas de acompañamiento y el abuso de la mayoría

1. Hasta el momento, hemos analizado la función paradigmática de los pactos de acompañamiento y de arrastre; a saber, la protección de las inversiones específicas en las relaciones en las que típicamente son altas, como es el caso de las *venture capital*. Pero su utilidad se extiende más allá de su hábitat natural. Es fácil observar que estas cláusulas son comunes en muchos pactos de accionistas de sociedades cerradas tradicionales, en las que su sola particularidad es que hay un socio mayoritario en el control de la sociedad. En este apartado nos proponemos analizar la virtualidad de estos pactos para armar a los minoritarios frente al abuso de mayoría de los socios de control. Claramente, los pactos de acompañamiento son los más probados en este terreno (véase *infra* 2). Con todo, los pactos de arrastre también pueden ofrecer fórmulas interesantes para “atar corto” al socio mayoritario (véase *infra* 3).
2. Los pactos de acompañamiento son instrumentos muy efectivos para tutelar los conflictos mayoría-minoría en sede de sociedades cerradas. En particular, estas cláusulas evitan la expropiación del mayoritario a través de ventas ineficientes del paquete de control (esto es, aquellas ventas en las que el adquirente no paga la prima de control en atención al valor que puede crear en la sociedad, sino de los beneficios privados que puede extraer de ella). Nótese que, si nada lo remedia, la venta del paquete de control a un expropiador es un buen negocio para el *insider* porque el precio refleja la estimación de la tasa de beneficios privados del control o prima de expropiación. La idea que es importante subrayar a estos efectos es que los pactos de *tag along* cumplen en las sociedades cerradas una función análoga, aunque no idéntica, a la *equal opportunity rule* -que está en la base de la OPA obligatoria- en las sociedades abiertas. Como se podrá comprobar, ambos instrumentos operan de manera parecida, lo cual nos ayuda a predecir las consecuencias y a trasladar los resultados comprobados empíricamente de un caso al otro. En cambio, *persiguen finalidades distintas*. Ya hemos visto que la cláusula de *tag along* tiene el propósito de combatir la infrainversión, protegiendo las inversiones específicas. En esta medida, además, tutelan al socio minoritario. La OPA obligatoria nada tiene que ver con las inversiones específicas, pues las sociedades cotizadas se caracterizan por la liquidez de las inversiones. Es más, las inversiones específicas en las sociedades abiertas son del mayoritario. Su objetivo es otro: busca promover la paridad de trato de todos los accionistas respecto a la prima de control. Las siguientes reflexiones nos ayudarán a entender mejor la cuestión.
 - a) La primera reflexión que resulta pertinente es *ubicar la estrategia de transmitir el paquete de control a un expropiador en los contornos del abuso de la mayoría*. Solemos pensar, y con razón, que el riesgo de expropiación del socio mayoritario al socio minoritario se materializa en el transcurso de su relación societaria. Y, por ende, que la salida del socio de control de la sociedad no es un fenómeno encuadrable en esta categoría de problemas. Este planteamiento, no obstante, debe ser revisado. Como es sabido, el conflicto mayoría-minoría se plantea en sociedades de capital concentrado, en las que el socio de control tiene conferido el poder de gestionar la totalidad de los recursos sociales en su propio interés y en el interés de los socios minoritarios -con los que establece, a través del

contrato, una relación fiduciaria. Tal posición de control le ofrece al mayoritario la oportunidad de extraer rentas de la sociedad superiores a lo que le correspondería en función de su cuota de participación en los beneficios acordada en el contrato. En suma, los beneficios privados del control hacen referencia a la tasa de expropiación del mayoritario: son beneficios secretos y detraídos del *quantum* que, en abstracto, le serían asignados al minoritario⁵³. Pues bien, puestas las cosas en estos términos, se entiende sin esfuerzo que *una de las conductas desleales para con la minoría que puede realizar el socio mayoritario es intercambiar su posición de control en la sociedad con un expropiador más voraz que él mismo*.

De lo anterior se sigue que *los pactos de acompañamiento son mecanismos contractuales anti-expropiación puestos por la minoría para proteger sus inversiones específicas frente a la transmisión del paquete de control*. Su función más clara es bloquear las ventas improductivas (si los socios salen juntos, no queda nadie dentro a quien expropiar). En este sentido, es importante subrayar que *los pactos de acompañamiento son idóneos para tutelar los intereses de la minoría porque es la parte contractual cuyas inversiones específicas son más expropiables*. El caso paradigmático de inversiones específicas de los minoritarios en sociedades cerradas es el capital humano. Las inversiones de los socios minoritarios son más específicas que las de los mayoritarios porquén tienen menos posibilidades de hacerse líquidas. El mayoritario tiene el control, y el control vale dentro y fuera de la relación: hay un mercado del control que le pone precio. Las participaciones de los minoritarios no tienen mercado y se enfrentan a problemas de salida y de liquidez. Esto hace que su inversión sea más específica, que valga dentro pero no fuera de la relación. Por todo ello, como la salida de la sociedad es más fácil para el socio de control, se corre el riesgo de que el minoritario no realice las inversiones específicas -que serían socialmente deseables porque aumentaría el valor de la sociedad- ante el temor de verse expropiado cuando el socio mayoritario abandone la sociedad.

- b) La segunda línea de reflexiones hacen referencia a *la oportunidad de utilizar estas cláusulas como mecanismos de tutela de la minoría frente a la extracción de beneficios privados del control*. En orden a valorar esta cuestión, lo primero que debemos sopesar es el volumen de la tasa de expropiación. Es evidente que no habría necesidad de que la minoría se protegiera frente a la expropiación a través de estos pactos cuando la tasa de extracción de beneficios privados de un entorno jurídico es baja. Dicho con otros términos: si el régimen jurídico ha desarrollado un sistema eficaz para reprimir las transacciones interesadas del socio de control con la sociedad -las llamadas operaciones vinculadas-, es de suponer que los expropiadores potenciales no estarán interesados en pagar fuertes sumas al socio mayoritario por el paquete de control. Si el control no da, *de facto*, derecho a expropiar -porque el ordenamiento no lo tolera-, no se retribuye mediante la prima de

⁵³ Esto es lo que se conoce por *tunneling*, término que hace referencia a la extracción a mansalva de beneficios privados y que es observable en entornos jurídicos con baja protección a los inversores. Véase JOHNSON, LA PORTA, LÓPEZ DE SILANES y SCHLEIFER (2000, pp. 22-27).

expropiación⁵⁴. Entonces, lo lógico es que las transacciones del paquete de control se sometan a las leyes del mercado, es decir, se transmitan a la parte que más las valore en términos de eficiencia (la *market rule* sería más razonable que la *equal opportunity rule* o la regla de la distribución de la prima de control entre todos los accionistas). Por todo ello, la conclusión que podemos extraer es que la función de tutela de la minoría que cumplen los pactos de acompañamiento será más demandada en los entornos jurídicos débiles, con una tasa de expropiación alta.

¿Significaría entonces que los pactos de acompañamiento son instrumentos aptos y eficaces para combatir la expropiación continuada del socio de control? La respuesta es negativa: los pactos de acompañamiento no cumplen la función de reducir la tasa de beneficios privados. El volumen de expropiación está sujeto a otras variables, claramente, el nivel de protección a los inversores –o a los minoritarios– que proporciona el sistema jurídico⁵⁵. *Estos pactos no evitan que se produzcan beneficios privados del control sino que, habiéndolos, se realicen transacciones ineficientes del paquete de control.* La idea que subyace no es someter las conductas desleales de la mayoría en el seno de la relación societaria, sino una más modesta, garantizar a los minoritarios la salida si el que entra es un expropiador⁵⁶.

- c) La tercera línea de reflexión aborda *la cuestión del paralelismo que guardan los pactos de acompañamiento con la OPA obligatoria*. Tan es así, que se podría llegar a pensar que se trata esencialmente de la misma regla, a no ser por el carácter contractual de la una y el obligatorio de la otra. Sin embargo, una mirada más atenta nos persuadirá de que esta apreciación no es del todo exacta. Empecemos por reconocer las similitudes. Es indudable que, tanto los pactos de acompañamiento en sede de sociedades cerradas, como la *equal opportunity rule* en sede de OPAS, obstaculizan eficazmente las transacciones improductivas del paquete de control. Y, en ambos casos, este efecto de “bloqueo” tendrá sentido en entornos de sociedades con capital concentrado y con una tasa estimable de beneficios privados. En otro caso, la legitimidad económica de la regla es más dudosa (sobre todo, si es obligatoria).

Dicho esto, debemos añadir que este efecto anti-expropiatorio funciona de manera más eficiente a través de los pactos contractuales de las sociedades cerradas que a través de las reglas obligatorias de las sociedades abiertas. En efecto, *al ser el socio el que alega el derecho de sumarse o no a la venta, se mitiga el coste más notorio de la equal opportunity rule, que es*

⁵⁴ No es de extrañar, por ello, que uno de los métodos para medir la tasa de beneficios privados del control sea en función de la prima que se paga por los paquetes de control: en entornos jurídicos de fuerte protección a los inversores, las primas que se pagan son ajustadas, mientras que alcanzan cotas altas en sistemas jurídicos que toleran mayores tasas de expropiación. Véase DYCK y ZINGALES (2001, pp. 537 y ss.).

⁵⁵ LA PORTA, LÓPEZ DE SILANES, SCHLEIFER y VISHNY, (1993, p. 1131; 2000, p. 3).

⁵⁶ Estas reflexiones son extensibles a la OPA obligatoria, que encuentra su justificación tradicional en la protección de los minoritarios, al evitar que los mayoritarios se queden con la prima de control. Véase GARCÍA DE ENTERRÍA (1996, pp. 167-188).

*justamente que la función de bloqueo no discrimina entre transmisiones eficientes e ineficientes*⁵⁷. Como hemos visto, al radicar el ejercicio de la opción de acompañamiento en la circunstancia de que un expropiador pretenda adquirir el control, se logra que sólo se obstaculicen las transmisiones improductivas. Por el contrario, la OPA obligatoria bloquea eficazmente las transmisiones a un expropiador pero, al ser imperativa y aplicarse en todo caso, bloquea igualmente transacciones productivas. Es decir, desincentiva que se produzcan cambios de control. Lo cual, a todas luces, casa mal con el desarrollo de un mercado de control societario, que es un mecanismo de primer orden para someter los costes de agencia en las sociedades abiertas.

Por consiguiente, y en rigor, *los pactos de acompañamiento no son OPAS obligatorias de naturaleza contractual*. Se puede pensar que se trata de los mismos pactos pero que en las sociedades cerradas tienen carácter contractual, porque los minoritarios tienen capacidad de negociación, mientras que en las sociedades abiertas son normas imperativas, porque los minoritarios se enfrentan a un problema de acción colectiva. Esto es inexacto. Unos son pactos societarios, las otras son normas reguladoras del mercado de capitales. En efecto, las OPAS obligatorias regulan el comportamiento del oferente: le obligan a extender su oferta al resto de los socios cuando pretende hacerse con el control. Es una norma reguladora de un mercado, el del control societario, que busca un compromiso entre favorecer las transmisiones y el flujo de los mercados de capitales, y proteger los intereses de los minoritarios. En cambio, los pactos de acompañamiento son pactos entre socios, destinados a reglamentar sus relaciones internas. Por lo tanto, no imponen obligaciones a terceros ajenos a la relación. Además, típicamente, se pactan en sociedades cerradas, en las que no existe –ni se pretende– un mercado líquido de participaciones sociales.

El análisis anterior se comprueba fácilmente con el siguiente caso. Pensemos, por un momento, que no contáramos con la regla de la OPA obligatoria y que algunas sociedades abiertas optaran por incluirla en sus estatutos. En tal caso, la regla, al no ser imperativa, cumpliría distinto propósito que el que cumple la OPA obligatoria. Voluntariamente, un socio de control no se impone estatutariamente tal regla, salvo que quiera señalar al mercado que no extrae beneficios privados del control. El objetivo es doble: cumple una función de *bonding* o de garantía de que no va a robar a los inversores que quieran confiar sus ahorros a la sociedad, y cumple una función de distinguirse del resto de las sociedades, que sí extraen beneficios privados del control. En cambio, si se hace imperativa pasa a cumplir otras funciones, y no éstas: en un caso, servirían a las intenciones de sus socios y, en el otro, a las del regulador de un mercado.

En suma, la diferencia sustancial entre ambas reglas está en el plano de la *racionalidad*. La función que cumplen los pactos de acompañamiento es combatir la infrainversión, porque garantizan al socio que, llegado el caso de que el adquirente sea un expropiador,

⁵⁷ BEBCHUK (1994, pp. 957 y ss.). La *market rule* tampoco es perfecta: promueve las transmisiones eficientes, pero no es tan eficaz bloqueando las ineficientes.

pueda salir de la sociedad haciendo líquidas sus inversiones específicas. En cambio, en las sociedades abiertas, los socios minoritarios invierten en sus acciones, no hacen inversiones específicas que haya que incentivar. Es más, quienes sí las hacen son los socios mayoritarios, lo que sugeriría que una buena manera de incentivar que las sigan haciendo sería permitiendo que se beneficiaran de los frutos de su inversión, de la prima de control (que, por cierto, es lo que hace la *market rule*). Por eso no debe extrañar que la OPA obligatoria no se justifique plenamente por razones de eficiencia, sino de justicia distributiva y de trato paritario a todos los socios, sean de control o no.

3. Una vez analizado el bloqueo de ventas ineficientes del paquete de control a través de las cláusulas de acompañamiento, resta examinar el servicio que las cláusulas de arrastre pueden hacer a los socios minoritarios para tutelar sus intereses. Lo habitual es que la opción de arrastrar a la venta cuando ésta sea productiva se confiera al socio mayoritario, para evitar la extorsión del minoritario. No obstante, *asignar la opción al minoritario puede tener sentido como garantía de la lealtad del socio de control*. En efecto, el socio mayoritario estará incentivado a cumplir su promesa de no extraer beneficios privados del control si sabe que, si incumple, el minoritario tiene en su mano arrebatarse el control. Bien mirado, es una herramienta mucho más eficaz que los pactos de acompañamiento para poner coto a conductas desleales del socio de control, en caso, claro está, que las normas legales no sancionen de manera efectiva el llamado "*tunneling* transaccional". Con todo, para que la regla sea eficiente y no cree distorsiones, la venta de la sociedad debería restringirse a un mercado público: se trataría de supuestos en los que el minoritario está en su derecho de obligar al mayoritario a salir a bolsa. En otro caso, se le atribuiría al minoritario un arma poderosa para extorsionar al mayoritario, además de una prerrogativa para poder cambiar a su antojo la posición de control, lo cual carece de justificación. Una cosa es que el minoritario pueda echar al *insider* si es un expropiador y, otra bien distinta, que pueda decidir quién ocupará su lugar.

Es, asimismo, oportuno señalar el paralelismo que ofrecen estos pactos con el mecanismo del *squeeze-out*. La analogía viene porque ambas herramientas sirven para solventar el problema de *free-riding*. En sede de OPAS, el problema del *free-riding* es el obstáculo más serio para crear un mercado de control societario robusto y vendría a explicar por qué el capital disperso no concurriría a la oferta de adquisición⁵⁸. En este escenario, las medidas que se proponen para conjurar dicho riesgo son dos: bien la tolerancia legal de una tasa de beneficios privados de control, que fuerza a los accionistas a vender ante el temor de ser expropiados⁵⁹, o bien la amenaza de un *squeeze-out* para los socios que no se sumen a la venta⁶⁰. Se trata, en cualquier caso, de buscar fórmulas que fuercen a los socios a vender. Pues bien, las cláusulas de *drag-along* –en tanto cláusulas de venta forzosa– cumplen una función análoga en sociedades cerradas con un mayoritario. En efecto, estas cláusulas recuerdan al *squeeze-out*, que permite al adquirente del control echar, a cambio de un precio, a

⁵⁸ Sobre estas cuestiones, véase GROSSMANN y HART (1980, pp. 42-64).

⁵⁹ Esta es la tesis GROSSMANN y HART (véase nota anterior), BUKART, GROMB y PANUNZI (1988, pp. 172-204), y BEBCHUK (1989, pp. 171-184).

⁶⁰ YARROW (1985, pp. 3-16) y AMIHUD, KAHAN y SUNDARAM (2004, pp. 1325-1344).

los minoritarios de la sociedad. Pero éstas presentan la ventaja añadida de que se trata de un derecho pactado en el contrato y, sobre todo, de que se compensa al socio a valor de mercado.

6. Bibliografía

P. AGHION, P. BOLTON y J. TIROLE (2004), "Exit options in corporate finance: liquidity versus incentives", 8 *Review of Finance*, pp. 327-353.

P. AGHION, M. DEWATRIPONT y P. REY (1994), "Renegotiation design with unverifiable information", 62 *Econometrica*, pp. 257-282.

J. W. ALLEN y G. M. PHILLIPS (2000), "Corporate Equity Ownership, Strategic Alliances, and Product Market Relationships", *The Journal of Finance*, vol. 55, n^o 6, pp. 2791-2815.

J. M. ÁLVAREZ VEGA (2001), "La sociedad conjunta", en J. M^a. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA (dirs.), *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, Pamplona, pp. 309 y ss.

Y. AMIHUD, M. KAHAN y R. K. SUNDARAM (2004), "The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers", *Journal of Finance*, vol. 59, n^o 3, pp. 1325-1344.

L. A. BEBCHUK (1989), "Takeover Bids Below the Expected Value of Minority Shares", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 24, pp. 171-184.

-- (1994), "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, pp. 957-993.

G. BECKER (1973), "A theory of marriage: Part I", 81-4 *Journal of Political Economy*, pp. 813-846.

-- (1974), "A theory of marriage: Part II", 82-2 *Journal of Political Economy*, pp. 11-26.

B. S. BLACK y R. J. GILSON (1998), "Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets", 47 *Journal of Financial Economics*, pp. 243-277.

T. F. BRESNAHAN y S. C. SALOP (1986), "Quantifying the competitive effect of production joint ventures", 4 (2) *International Journal of Industrial Organization*, pp. 155-175.

M. BUKART, D. GROMB y F. PANUNZI (1988), "Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders", *Journal of Political Economy*, vol. 106, n^o 1, pp. 172-204.

J. CADMAN (2004), *Shareholders' Agreements*, 4^a ed., Londres.

G. CALABRESI y A. D. MELAMED (1972), "Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral", *Harvard Law Review*, vol. 85, pp. 1089 y ss.

G. CHEMLAB, M. A. HABIB y A. LJUNGQVIST (2004), "A Analysis of Shareholder Agreements", *NYU Center for Law and Business Research Paper No. 02-01; RICAPE, Working Paper No. 006*, pp. 1-2, disponible en <http://www.ssrn.com>.

T-Y. CHUNG (1991), "Incomplete contracts, specific investments, and risk sharing", 58 *Review of Economic Studies*, n^o 5, pp. 1031-1042.

A. DICK y L. ZINGALES (2001), "Private Benefits of Control. An International Comparison", *The Center for Research in Security Prices, Working Paper*, n^o 535, pp. 537-600, disponible en <http://papers.ssrn.com/abstract=296107>.

F. H. EASTERBROOK y D. R. FISCHER (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Londres-Cambridge.

J. M. EMBID IRUJO y F. MARTÍNEZ SANZ (1996), "Libertad de configuración estatutaria en el Derecho español de sociedades de capital", *RdS*, n^o 7, pp. 11-30.

R. A. EPSTEIN (1995), *Simple Rules for a Complex World*, Cambridge-Londres.

G. W. FEEN, N. LIANG y S. PROWSE (1997), "The private equity market: an overview", 6 (4) *Financial Markets, Institutions and Instruments*, pp. 1-105.

L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (1995), voz "Pacto parasocial", en *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. III, Madrid, pp. 4712 y ss.

J. GARCÍA DE ENTERRÍA (1996), *La opa obligatoria*, Madrid.

P. GOMPERS (1995), "Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital", 50 (5) *Journal of Finance*, pp. 1461-1489.

P. GOMPERS y J. LERNER (1996), "The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements", *Journal of Law & Economics*, vol. 39, n^o 2, pp. 463-498.

S. J. GROSSMANN y O. D. HART (1980), "Takeover Bids, the Free rider Problem and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics*, vol. 11, n^o 1, pp. 42-64.

-- (1986), "The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration", 94 (4) *Journal of Political Economy*, pp. 691-719.

O. HART y J. MOORE (1988), "Incomplete contracts and renegotiation", 56 *Econometrica*, pp. 755-785.

-- (1990), "Property rights and the nature of the firm", 98 (6) *Journal of Political Economy*, pp. 1119-1158.

T. HELLMANN (1998), "The allocation of control rights in venture capital contracts", 29 (1) *Rand Journal of Economics*, pp. 57-76.

J. F. HENNART (1988), "A transaction costs theory of equity joint ventures", 9-4 *Strategic Management Journal*, pp. 361-374.

S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES y A. SCHLEIFER (2000), "Tunneling", *Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper n^o 1887*, disponible en http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=204868.

D. H. KENT (1991), "Joint ventures vs. non- joint ventures: an empirical investigation", 12-5 *Strategic Management Journal*, pp. 387-393.

D. KERSHAW y W. WITZ (2000), "Protecting the Various Interests in the Joint Venture", en E. MICHELER y D. D. PRENTICE, *Joint Ventures in English and German Law*, Oxford-Portland, pp. 42 y ss.

B. KLEIN (1998), voz "Hold-up", en P. NEWMANN (ed.), *New Palgrave of Law and Economics*, vol. II, Londres, pp. 241 y ss.

B. KLEIN, R. CRAWFORD y A. ALCHIAN (1978), "Vertical Integration, Appropriable Rents and the Competitive Contracting Process", *J. Law & Econ.*, 21, pp. 297-326. Versión extractada traducida al castellano en L. PUTTERMAN (ed.) (1994), *La naturaleza económica de la empresa*, Madrid, pp. 287 y ss.

B. KLEIN y LEFFEL (1981), "The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance", *Journal of Political Economy*, 89 (4), pp. 615-641.

R. R. KRAAKMAN y H. HANSMANN (2004), "What is Corporate Law?", *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, pp. 1 y ss.

R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES, A. SCHLEIFER, y R. W. VISHNY (1993), "Legal determinants of external finance", 53 *Journal of Finance*, , pp. 1131;

--- (2000), "Investors protection and corporate Governance", 58 *Journal of Financial Economics*, p. 3.

J. LERNER (1995), "Venture capitalists and the oversight of private firms", 50 (1) *Journal of Finance*, pp. 301-318.

-- (1994), "The syndication of venture capital investments", 23 *Financial Management*, pp. 16-27.

P. MARITI y R. H. SMILEY (1996), "Co-operative Agreements and the Organization of Industry", en P. J. BUCKLEY y J. MICHIE (eds.), *Firms, Organizations and Contracts*, Oxford, pp. 276 y ss.

J. J. MCCONNELL y T. J. NANTELL (1985), "Corporate combinations and common stock returns: The case of joint ventures", 40(2) *Journal of Finance*, pp. 519-536.

P. MILGRON y J. ROBERTS (1993), *Economía, organización y gestión de la empresa*, Barcelona.

P. MOHANRAM y A. NANDA (1998), "When do Joint Ventures Create Value?", Working Paper, 30 pp., disponible en <http://www.ssrn.com>.

G. NÖLDEKE y K. M. SCHMIDT (1995), "Option Contracts and Renegotiation. A Solution to the Hold-Up Problem", *RAND Journal of Economics*, vol. 26 (2), pp. 163-169.

-- (1998), "Sequential investment and options to own", *RAND Journal of Economics*, vol. 29 (4), pp. 633-653.

C. PAZ-ARES (2003), "El enforcement de los pactos parasociales", *Actualidad Jurídica Uría*, n^o 5, pp. 19 y ss.

-- (2006), "La sociedad general: caracterización del contrato de sociedad", en R. URÍA y A. MENÉNDEZ (dirs.), *Curso de Derecho mercantil*, t. I, Madrid, 2^a ed., pp. 469 y ss.

-- (2006), "Sociedad colectiva: cambio de socios", en R. URÍA y A. MENÉNDEZ (dirs.), *Curso de Derecho Mercantil*, t. II, 2^a ed., Madrid, pp. 685 y ss.

-- (1995), "Principio de eficiencia y derecho privado", en *Estudios homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, t. III, Valencia, pp. 2843 y ss.

A. PERDICES, "«Llévame contigo» (Las cláusulas de venta conjunta de acciones y de participaciones)", 7 pp., publicado en <http://www.uam.es/centros/derecho/privado/mercanti/investigacion/aph-%20llevame.pdf>.

-- (1997), *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y de participaciones*, Madrid.

D. T. ROBINSON y T. E. STUART (2002), "Financial Contracting in Biotech Strategic Alliances", Working Paper, 52 pp., disponible en <http://www.ssrn.com>.

E. B. ROCK y M. L. WATCHER (2000), "Waiting for the Omelette to Set. Match Specific Assets and Minority Oppression", en R. K. MORCK (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, pp. 201 y ss.

W. SAHLMAN (1990), "The Structure and Governance of Venture Capital Organizations", *Journal of Financial Economics*, vol. 27 (2), pp. 473-521.

B. SATRÚSTEGUI MENCHACA (2001), "Adquisiciones especiales (II)", en J. M^a. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA (dirs.), *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, Pamplona, pp. 469 y ss.

K. M. SCHMIDT (1998), voz "Contracts Renegotiation and Option Contracts", en P. NEWMANN (ed.), *New Palgrave of Law and Economics*, vol. I, Londres, pp. 432-436.

A. SCHWARTZ (1998), voz "Incomplete Contracts", en P. NEWMANN (ed.), *New Palgrave of Law & Economics*, vol. II, Londres, pp. 277-283.

R. E. SCOTT y G. G. TRIANTIS (2004), "Embedded Options and the Case Against Compensation in Contract Law", 104 *Columbia Law Review*.

O. WILLIAMSON (1995), *The economic Institutions of capitalism*, New York.

G. K. YARROW (1985), "Shareholders Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process", *Journal of Industrial Economics*, vol. 34, pp. 3-16.