



TRABAJO DE FIN DE MÁSTER
MÁSTER DE DERECHO DE EMPRESA

Tutor: Ignacio Hornedo Villalba

Alumno: Manuel de Almansa Garrido

2024/2025

ÍNDICE

1. Presentación sobre la operación y breve resumen	3
2. Formas rápidas y eficientes de disponer de una SPV:	8
(A) Disposición de la SPV, tipo societario y administración de la misma	8
a) Tipos societarios	8
b) Constitución de la SPV	10
c) Formas de administración de la SPV	11
(B) Alternativas legales para fundar la SPV	12
a) Tipos de financiación	14
b) Garantías	16
c) Repago de la deuda financiera y el riesgo de la asistencia financiera	17
3. Sometimiento a derecho de Nueva York; minimizar el riesgo para las filiales, cuestiones que puedan retrasar la operación; arbitraje frente a jurisdicción española; accionista mayoritario sociedad cotizada y riesgos penales.	18
A. Sometimiento a derecho de Nueva York	18
a) Ventajas e inconvenientes de hacerlo y no bajo derecho español	18
b) Qué papel tendríamos entonces en el asesoramiento	19
B. Cómo minimizar los posibles riesgos para Tecnom	20
C. Qué aspectos podrían retrasar la operación o hacerla depender de terceros	20
D. Sumisión a arbitraje o a los tribunales españoles:	23
a) Sumisión a jurisdicción	24
b) Sumisión a arbitraje	25
E. Accionista mayoritario sea una entidad cotizada	26
F. Posibles riesgos desde una perspectiva penal	27
4. Pacto de Socios	28
(A) Posibilidad de imponer al socio minoritario la obligación de no transmitir sus participaciones	28
(B) Forzar a los socios minoritarios a vender sus acciones en el momento en el que reciba una oferta	28
(C) Eliminar los derechos de veto en la Junta y el Consejo que corresponden a ABNEST BV.	29
(D) Cómo vincular al vendedor contractualmente cuanto antes, dejando la operación pendiente únicamente de la novación del Pacto de Socios	30
5. Uso de los conocimientos e información tecnológica de la Target por parte de Tecnom.	30
6. Compraventa de activos y pasivos	31
A. Información necesaria para comprobar que constituyen una unidad autónoma de negocio	31
B. Implicaciones a nivel fiscal, laboral, penal o de cualquier otro tipo y cautelas a tener en cuenta y cautelas.	32

1. Presentación sobre la operación y breve resumen

Esta opinión legal recoge un análisis detallado a petición de TecnoCom Aerospace Corporation (en adelante, “**TecnoCom**”) en el que TecnoCom busca obtener una mayor comprensión de las potenciales operaciones que nos plantea: (i) operación de adquisición del 65% capital de la sociedad Aerosat, S.A. (en adelante, “**Target**”), propiedad de Aeroespaciales, S.A. (en adelante, el “**Vendedor**”) (ii) operación de venta del 100% de las acciones de la Target a una sociedad americana, Satellite WYC Corporation (en adelante, “**Satellite Corporation**”) (iii) la posibilidad de adquirir únicamente el negocio aeroespacial de la Target en vez de la compra del 65% del capital.

En el marco de estas operaciones, esta nota recoge y expone un estudio de cada una de las cuestiones que se han planteado. A continuación, se detalla un resumen de las cuestiones junto con el enfoque que nos resulta más adecuado.

La operación de compraventa de las acciones de Aerosat es una operación de adquisición de empresa que requiere de un diseño detallado. Este diseño previo tiene por finalidad mitigar al máximo el riesgo de la operación desde un punto de vista jurídico-económico, de tal forma que TecnoCom pueda maximizar la rentabilidad de su inversión. Las operaciones de adquisición de empresas suponen un riesgo por dos razones fundamentales. En primer lugar, por la asimetría de la operación. Cuando la empresa adquirente quiera valorar la utilidad esperada y el precio de la operación, tendrá que confiar en cierto punto en la información que le suministre el vendedor de la sociedad. Este riesgo se mitigará en el proceso de compraventa a través de una exhaustiva due diligence legal y financiera que permita recabar toda la información de la sociedad Target, junto con una serie de manifestaciones y garantías sobre la empresa adquirida que se plasman en el contrato de compraventa y a las que se les asocia una responsabilidad en caso de no cumplirse. En segundo lugar, por el riesgo asociado a la atribución de valor y a la incertidumbre económica. En este caso, el precio de compraventa se diseña a través de información económica sobre el valor de la empresa y las cláusulas de ajuste del precio.

En la línea de minimizar el riesgo operacional, la compraventa de las acciones de la empresa Target comenzará por una due diligence legal. La due diligence es un proceso de investigación revisión y análisis de los elementos relevantes de la empresa Target llevadas a cabo conforme a los estándares de diligencia adecuados. Este proceso de investigación tiene por finalidad una asignación de riesgos entre TecnoCom y el vendedor. Tras la *due diligence*, emitiremos un

informe de contingencias donde destacaremos todos aquellos aspectos que hemos encontrado y que pueden suponer un riesgo en el proceso de compraventa. Estas conclusiones servirán para modular el riesgo en el contrato de compraventa a través de varias vías: modulando el precio de adquisición; incluyendo una serie de manifestaciones y garantías que permitan asegurar el marco conceptual de asunción de riesgos; cláusulas indemnizatorias que indemnice a TecnoCom en caso de materializarse las contingencias encontradas; y obligaciones en el período interino y condiciones suspensivas de tal forma que la consumación del contrato quede pendiente a que el vendedor mitigue aquellos riesgos que las partes acuerden.

Tras la *due diligence*, se llevarán a cabo los tratos preliminares que tienen por finalidad la mediación con la parte vendedora con el fin de configurar los términos del contrato futuro. En este estadio, se firmarán unas cartas de intenciones donde las partes manifiestan su propósito de negociar. Son una hoja de ruta para la fase negocial. Junto a estas, se firmarán unos compromisos de confidencialidad. Finalmente, todo el proceso terminará en una oferta que realice TecnoCom donde incluya todos los elementos esenciales del contrato y una vez aceptada, queda perfeccionado el contrato.

La operación de compraventa de las acciones de la empresa Target se llevará a través de una sociedad vehículo o una Special Purpose Vehicle (en adelante, “SPV”). Esta sociedad intermediaria permite que el patrimonio de TecnoCom y su responsabilidad en la operación de compraventa quede aislada.

A la hora de constituir una SPV, la forma societaria más adecuada sería una sociedad de responsabilidad limitada o SL. La SL es una sociedad cuyo funcionamiento tiene menos exigencias formales que una SA. Un ejemplo claro de ello es su fácil constitución: mientras que una SL se puede constituir de forma telemática y aportando un capital mínimo exigido de un euro, una SA se tiene que constituir necesariamente de forma presencial y desembolsando un capital mínimo de sesenta mil euros. Por lo tanto, gracias a su fácil y económica constitución, lo más conveniente sería constituir una SPV con la forma de SL.

Tras la reforma de 2023, la constitución telemática de las SL agiliza mucho el proceso. Para ello, se podrán usar unos estatutos tipo para la constitución de la SPV, permitiendo que todo el procedimiento se haga de forma remota sin tener que acudir al notario. Una vez aportada toda la información al notario, se puede otorgar la escritura de constitución se podrá hacer a través de una conferencia con el notario, de tal forma que TecnoCom no tenga que acudir

presencialmente. Todo el proceso telemático permite que los plazos se reduzcan mucho, estando obligados el notario y el registrador a completar el proceso en apenas horas desde el comienzo de la tramitación. Finalmente, todo el trámite de constitución tendrá un coste mínimo por ser únicamente los gastos de notaría y de inscripción en el registro mercantil.

La SPV estará domiciliada en España para poder beneficiarse del régimen de consolidación fiscal recogido en el artículo 58 de la Ley del Impuesto de Sociedades (en adelante, “**LIS**”).

En relación con la forma de administración de la SPV, la forma más eficiente sería a través del nombramiento de un administrador único. A diferencia de los administradores solidarios, mancomunados o incluso el consejo de administración, el administrador único puede actuar de forma ágil en la toma de decisiones, sin necesitar del acuerdo. Además, la legislación societaria permite que una persona jurídica sea administradora de una empresa. Por tanto, TecnoCom podrá desempeñar el papel de administrador único de la SPV.

Para financiar la operación, TecnoCom deberá acudir a una combinación entre financiación propia y financiación ajena de tal forma que consiga obtener un coste de capital óptimo. En cualquier caso, dependerá del grado de apalancamiento que vaya buscando y su perfil de riesgo. Una vez que TecnoCom tenga los fondos para financiar la operación, los transmitirá a la SPV para que proceda a la adquisición de Target. TecnoCom hará una ampliación del capital de la SPV como socio único, aportando la financiación que haya obtenido. Con este capital, la SPV procederá a la compra de las acciones de Target. Finalmente, los flujos de caja que genere la sociedad Target repagarán la deuda, subiendo mediante un reparto de dividendos a SPV, y un segundo reparto de dividendos a TecnoCom.

En relación con la financiación ajena, TecnoCom puede acudir a financiación bancaria y al mercado de capitales. La financiación bancaria puede estructurarse con distintos tramos en función de la naturaleza de la deuda: tramo senior, second line y mezzanine. Por otro lado, dentro de la financiación vía mercado de capitales, TecnoCom puede acudir a los bonos high yield. Gracias a este portfolio de deuda, el riesgo se diversifica y el coste de financiación disminuye. A nivel de garantías, las entidades de crédito exigirán la máxima protección. Para ello, TecnoCom podrá dar una garantía personal solidaria a primer requerimiento. Además, podrá constituir un derecho de hipoteca sobre cualquiera de sus bienes inmuebles y derechos de prenda sobre las participaciones sociales, sobre el efectivo o derechos de crédito que tenga en

su balance. Uno de los grandes riesgos que toca contemplar en este apartado es la prohibición de asistencia financiera.

Tecnocom nos plantea la posibilidad de someter el contrato a derecho de Nueva York y si eso podría afectar a la efectividad de la transmisión. El contrato de compraventa sí se podría someter a derecho de Nueva York y eso no afectaría a la eficacia del mismo. Ahora bien, una de las grandes desventajas en caso de conflicto es que habrá que probar el derecho extranjero ante la jurisdicción española. Esto supone un mayor coste desde el punto de vista de asesoramiento legal pues se necesitará de un despacho de abogados de Nueva York. En relación con nuestro asesoramiento, nosotros desde España llevaríamos toda la due diligence y estudio de las contingencias que pueda existir en la empresa Target. Además, si se decidiese someter el conflicto a la jurisdicción de los tribunales españoles, también la llevaríamos nosotros. Por otro lado, nosotros asesoraremos en las formalidades relativas a la transmisión de las acciones de Aerosat, S.A. entre las que se encuentran todos los trámites registrales. Por último, asesoraríamos en las garantías que se otorguen sobre bienes comprendidos en España.

Como se introdujo al principio de la nota, uno mecanismo para cubrir el riesgo de Tecnocom son las manifestaciones y garantías. Esta cobertura contractual permite superar la asimetría de la información y que la empresa vendedora asuma cierto riesgo. Todo este régimen de cobertura se refuerza a través de una póliza de seguro de manifestaciones y garantías que permite cubrir los daños causados por el incumplimiento del vendedor de las manifestaciones y garantías.

Los aspectos que podrían retrasar la operación o hacerla depender de terceros son: autorizaciones necesarias desde un punto de vista de concentraciones económicas; los contratos con proveedores que tengan cláusulas de cambio de control; los contratos con las administraciones públicas; las autorizaciones administrativa y la autorización por tratarse de una inversión extranjera en material de defensa en virtud del Real Decreto 571/2023, de 4 de julio. Todas estas situaciones se pueden incluir en el contrato de compraventa como condiciones suspensivas. De esta forma, el contrato quedaría firmado pero su consumación quedaría pendiente a que se cumplan todas estas condiciones.

En relación con la resolución de conflictos, lo más conveniente sería someter el contrato de compraventa a arbitraje. El arbitraje permite a las partes tener una mayor agilidad en la resolución del conflicto, una mayor flexibilidad eligiendo el perfil técnico de los árbitros y una mayor capacidad para concretar todas las formalidades del procedimiento. Por otro lado, los

laudos arbitrales son secretos y permiten a las partes proteger su reputación. Aunque suponga una mayor inversión, por la característica de la operación, merece la pena someter el contrato a arbitraje.

Por otro lado, TecnoCom deberá publicar la información sobre la operación de adquisición tan pronto sea posible debido a que la información privilegiada podría afectar al precio de las acciones de Desarrollos Aeroespaciales, S.A., el vendedor.

Desde un punto de vista penal, el riesgo que existe es que una vez se formalice la compraventa, se materialice la condena. Para poder mitigar el riesgo penal se deberá pedir toda la documentación necesaria durante el proceso de *due diligence* y se deberá solicitar el modelo de *compliance* ya que este permite otorgar una eximente de responsabilidad penal a la persona jurídica.

TecnoCom nos plantea la posibilidad de modificar el pacto de socios que hay suscrito para introducir una serie de modificaciones. En relación con la posibilidad de imponer a Holding Familiar DXVL la obligación de no transmitir, no podrían hacerlo. Tendrían que llegar a un acuerdo con el socio. En segundo lugar, tampoco podrían forzar al resto de socios minoritarios per se a vender sus acciones. TecnoCom tiene que pactar una cláusula de arrastre con el resto de los socios que le permita, en caso de recibir una oferta de Satellite WYC por el cien por cien del capital, obligar al resto a vender sus participaciones también. Lo que sí podría llevar a cabo TecnoCom con el apoyo de Holding Familiar es la eliminación del derecho de veto que tiene ABNEST BV. Finalmente, la novación del pacto de socios se incluirá como una condición suspensiva dentro del contrato de compraventa de tal forma que la eficacia del mismo estará condicionada a que lleguen a un nuevo acuerdo los socios.

Respecto al interés que tiene TecnoCom en acceder a los conocimientos y a la información tecnológica de la Target, le recomiendo que incluya en el contrato de compraventa una cláusula *earn-out*. Las cláusulas *earn-out* son comunes en la compraventa de empresas con derechos de propiedad industrial valiosos, permitiendo que una parte del precio dependa del rendimiento de los activos adquiridos. Estas cláusulas pueden ser de dos tipos: *performance earn-outs*, donde el pago adicional se vincula a la consecución de objetivos específicos en un tiempo determinado, y *economic earn-outs*, que dividen el precio en una parte fija y una variable basada en la facturación o beneficios de la empresa objetivo. En este último caso, TecnoCom,

asume menos riesgo y pagaría solo una parte fija al cierre de la operación, mientras que la parte variable del precio depende del rendimiento posterior de la empresa adquirida.

Finalmente, en caso de que se decidiese la transmisión de una unidad autónoma de negocio, hay que tener en cuenta que mediante la compraventa de activos y pasivos, el nuevo titular asume los derechos y obligaciones laborales y de seguridad social, incluidos los pasivos ocultos. A nivel fiscal, el comprador será responsable solidario de las deudas tributarias del vendedor, aunque puede limitar esta responsabilidad solicitando una certificación de deudas. Por último, desde un punto de vista penal, la responsabilidad por delitos no se extingue con la transmisión, y el comprador podría asumirla. Cabe la posibilidad de mitigar el riesgo si la empresa vendedora cuenta con un modelo de *compliance*.

2. Formas rápidas y eficientes de disponer de una SPV:

(A) Disposición de la SPV, tipo societario y administración de la misma.

De cara a poder limitar la responsabilidad de Tecnocom, la operación se deberá estructurar alrededor de una sociedad vehículo o una SPV. Esta sociedad se constituiría para aportar los fondos necesarios de la operación y para adquirir la sociedad Target. Además, supondría una limitación a la responsabilidad de Tecnocom hasta el límite de lo aportado a la SPV. La protección de la SPV aislando la responsabilidad de Tecnocom no es absoluta. En relación con la financiación, la SPV no tiene el acceso al mercado de capital que pueda tener Tecnocom y por tanto, será Tecnocom quien deba endeudarse a título personal para obtener la financiación. Por otro lado, durante el proceso de constitución de garantías, las entidades de crédito pueden pedir a Tecnocom que otorgue una fianza que asegure la financiación. En cuyo caso, la responsabilidad que asume la empresa matriz no estaría cubierta por la SPV.

En cualquier caso, la constitución de una SPV es el mejor medio para aislar el patrimonio de Tecnocom al máximo de la empresa Target y del riesgo operacional .

a) Tipos societarios

Hay dos tipos de sociedades de capital de cara a constituir la SPV: las sociedades de responsabilidad limitada (en adelante, “SL”) y las sociedades anónimas (en adelante, “SA”).

Las sociedades de responsabilidad limitada son sociedades cuyo capital social se divide en participaciones. Son un tipo social perfecto para la organización de empresas medianas y pequeñas ya que tienen un carácter cerrado debido a su régimen de transmisibilidad de las participaciones, teniendo que ser en la mayoría de los casos autorizado por el resto de los socios. Además, tiene una regulación más flexible que la SA: tienen un mayor margen de autonomía a la hora de constituir estatutariamente la sociedad y de organizar su estructura organizativa. Esto se debe a que las SA tienen un sistema más rígido de defensa del capital social para poder otorgar una mayor garantía a los acreedores sociales. En las SL, muchos de estos mecanismos formales de defensa se sustituyen por regímenes de responsabilidad. Esto tiene como consecuencia que las SL tengan una mayor flexibilidad normativa. Es el caso, por ejemplo, de las aportaciones no dinerarias donde el régimen de valoración y responsabilidad difiere.

Junto a ello, el funcionamiento de la SL es más sencillo y menos costoso que el de la SA. Una de las mayores ventajas de la SL es su fácil constitución: se puede constituir de manera telemática y el capital mínimo exigido legalmente es mucho menos que el de SA, hasta el punto de que solo se exige un euro. Es decir, si se quisiese constituir una SPV como SL, en el momento de la constitución únicamente habría que aportar la simbólica cantidad de un euro como capital social, frente a los sesenta mil que habría que aportar para una SA (artículo 4 Ley de Sociedades de Capital, en adelante “LSC”).

Las sociedades anónimas son sociedades cuyo capital está dividido en acciones. A diferencia de las SL, las SA son sociedades naturalmente abiertas, con un rígido sistema de defensa del capital social. Esto convierte a las SA en sociedades mucho menos flexibles y más dependientes de una normativa procedimental, siendo por tanto más exigentes los requisitos entre otros, los constitutivos. A diferencia de las SL, las SA son mucho más caras de constituir requiriendo un desembolso inicial de sesenta mil euros. Además, no se podrán constituir de forma telemática.

En conclusión, el mejor tipo societario para constituir una SPV que estructure la operación es una SL debido a su rápida y económica constitución junto con la facilidad en su estructura y régimen de funcionamiento frente a la alternativa de una SA.

b) Constitución de la SPV

Tal y como se ha anunciado, el régimen de constitución de una sociedad SPV SL es muy sencillo. Tras la reforma de 2023, las SL se pueden constituir de manera íntegramente telemática, agilizando el procedimiento y permitiendo que en cuestión de horas se pueda crear la SPV. Para ello, la nueva legislación introdujo la figura de los estatutos-tipo en formato estandarizado, permitiendo al notario y al registrador mercantil autorizar y calificar la constitución en un plazo de tiempo muy breve. Una vez facilitada al notario toda la información necesaria, se cumplimenta un formulario oficial que permite ser enviado de forma electrónica a cada uno de los organismos intervinientes. La solicitud de la reserva de la denominación del Registro Mercantil Central deberá ser resuelta en el plazo de seis horas hábiles. Finalmente, se concierta una fecha de otorgamiento de la escritura de constitución, que no podrá ser superior a 12 horas hábiles desde que se inicia la tramitación telemática. Además, la escritura de constitución se puede hacer mediante conferencia con el notario, lo que permite que no se tenga que apoderar a ningún representante y TecnoCom pueda hacerlo desde Estados Unidos. Una vez firmada, el notario se encarga de realizar todas las notificaciones electrónicas pertinentes y únicamente habría que esperar a una calificación positiva del Registrador Mercantil, tras la cual procederá a solicitar a la Administración tributaria el NIF definitivo de la SPV.

Tal y como se ha recogido, el proceso de constitución de la SPV sería muy rápido, se puede hacer de forma telemática y no tendría un mayor coste que los gastos de notaría y de registro junto al simbólico euro de aportación dineraria.

Por motivos fiscales, la sociedad SPV estará domiciliada en España de tal forma que tanto la sociedad vehículo como la Target puedan beneficiarse del régimen especial de consolidación fiscal previsto en la Ley del Impuesto de Sociedades. De acuerdo con el artículo 58 LIS, es condición necesaria para formar parte de un grupo de consolidación fiscal ser una sociedad residente en España. Este régimen fiscal supone que el grupo tribute como una única entidad, pudiendo aprovechar sus sociedades integrantes los créditos fiscales del grupo. Esto permitiría que las sociedades que integran el grupo puedan compensar de forma automática los beneficios y pérdidas con las de TecnoCom la cual tendrá un gran volumen de gasto financiero como consecuencia del endeudamiento.

c) Formas de administración de la SPV

La administración de la SPV puede adoptar alguna de las siguientes formas:

- Administrador único: en este caso, la gestión y representación de la sociedad está en manos de una única persona, sin perjuicio de la posibilidad de que éste pueda nombrar apoderados. Esta designación sería a través de conferir poderes generales o especiales en favor de terceras personas. Ahora bien, es importante recordar que estos apoderados representan de forma ordinaria y no orgánica a la sociedad y por tanto, no le confiere al apoderado la consideración de administrador.

Esta opción puede ser la más adecuada para la SPV ya que se caracteriza por su agilidad y la posibilidad de adoptar decisiones. Además, una de las grandes ventajas de la legislación mercantil en materia societaria es que las personas jurídicas pueden desempeñar el cargo de administradores. Ello permitiría por tanto que la sociedad matriz, TecnoCom, fuese el administrador único de la SPV.

- Administradores solidarios: esta estructura orgánica sucede cuando la administración está en manos de un conjunto de personas y además, cada una de ellas ostenta todo el poder de representación de la sociedad, sin tener que concurrir los otros para actuar. El gran riesgo que presenta este tipo de organización societaria está en que hay un mayor riesgo de conflictos y contradicciones en la actuación de los diversos administradores.

- Administradores mancomunados: al igual que en la anterior, en esta estructura societaria varias personas ostentan el cargo de administrador. Sin embargo, a diferencia de la administración solidaria, los administradores mancomunados tienen que actuar de manera conjunta. Esta dependencia supone un lastre ya que puede retrasar la toma de decisiones y ralentiza la vida social.

- Consejo de administración: esta forma de órgano de administración societaria se caracteriza por la colegialidad, donde los miembros del consejo participan en la toma de decisiones por un régimen de mayoría. Al ser un órgano colegiado, su actuación se sujeta a un procedimiento formal, lo que implica una convocatoria, una constitución según un quórum y la llevanza de un libro de actas. En fin, todas estas formalidades suponen un aumento del tiempo para la toma de decisiones, cuestión que ralentizaría la operativa de la SPV. Una solución a toda esta burocracia en la toma de decisión sería el nombramiento de un consejero delegado que esté facultado para actuar en nombre de la sociedad.

Por todo lo expuesto, siguiendo el criterio de agilidad y rapidez, la opción más conveniente para la administración de la SPV sería un administrador único donde TecnoCom asumiese dicho cargo.

(B) Alternativas legales para fondear la SPV

Para llevar a cabo la operación de adquisición, se va a constituir una SPV la cual adquirirá directamente la empresa Target. Los fondos necesarios para la adquisición de la sociedad se aportarán por tanto a la SPV. Generalmente, esta práctica se lleva a cabo a través de un alto nivel de apalancamiento financiero, de manera que la sociedad adquirente atiende a la deuda de la adquisición con los activos y los flujos de efectivo generados por la empresa Target (*leveraged buyout* o LBO).

Para financiar la operación, TecnoCom deberá acudir a una combinación entre financiación propia y financiación ajena. Esta decisión para obtener un coste de capital óptimo dependerá del grado de apalancamiento que vaya buscando. En cualquier caso, una vez que TecnoCom tenga los fondos para financiar la operación, los transmitirá a la SPV para que proceda a la adquisición de Target. TecnoCom hará una ampliación del capital de la SPV como socio único, aportando la financiación que haya obtenido. Con este capital, la SPV procederá a la compra de las acciones de Target. Finalmente, los flujos de caja que genere la sociedad Target repagarán la deuda, subiendo mediante un reparto de dividendos a SPV, y un segundo reparto de dividendos a TecnoCom.

El grado de apalancamiento decidido para la operación depende del perfil del riesgo que decida adoptar TecnoCom: desde un perfil más conservadora, con una proporción de 50/50, hasta una proporción más arriesgada donde los recursos ajenos pueden representar un 80% de los fondos frente al 20% de los recursos propios.

La adquisición de la empresa Target se puede estructurar a través de la adquisición de sus participaciones, mediante la adquisición de sus activos o por una fusión entre la SPV y la Target.

Por un lado, la adquisición de las participaciones sociales es un método más sencillo y ágil de implementar. No obstante, hay una serie de circunstancias que podrían suponer un obstáculo a

la adquisición de las participaciones como por ejemplo la presencia de accionistas minoritarios y la prohibición de asistencia financiera.

Por otro lado, la adquisición de activos de la empresa Target tiene como gran ventaja que permite a TecnoCom seleccionar aquellos activos en los que esté verdaderamente interesado. Es lo que se conoce como el *cherry picking*. De esta forma, la adquisición de los activos individuales le permite a TecnoCom evitar potenciales responsabilidades que deba asumir en su condición de socio. Por el contrario, una de las grandes desventajas que tiene la adquisición de forma individual de los activos de la empresa es la necesidad de obtener consentimientos contractuales, licencias o posibles cambios de titularidad en registros públicos. Esto supondría una gran dilación en el tiempo. Además, si la adquisición del bien supone un cambio en la titularidad de la empresa o una adquisición de activos que pueden ser considerados unidad productiva autónoma, puede dar lugar a una sucesión de empresa *ex* artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores con la consiguiente subrogación del adquirente en derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del transmitente.

En conclusión, por cuestiones de agilidad y menores costes, y por ser la preferencia que nos han planteado, lo más conveniente para TecnoCom es la adquisición de las participaciones sociales de la sociedad Target a través de una SPV.

Para financiar la adquisición, TecnoCom acudirá a financiación ajena para así obtener una mayor rentabilidad en la operación gracias al apalancamiento financiero. Como se ha expuesto anteriormente, será la empresa SPV quien adquiera en su patrimonio la titularidad de las participaciones de la sociedad Target y por tanto, habrá que dotarla con los fondos suficientes para ello. Para poder aislar al máximo la responsabilidad y proteger el patrimonio de TecnoCom en la operación, se buscará en todo momento que el repago de la deuda de adquisición se lleve a cabo con los flujos de efectivos y activos de la sociedad Target. En esta misma lógica, también se buscará garantizar toda la operación con el patrimonio de la Target. En ambos casos, es necesario estudiar la posibilidad de restricciones a la estructura de repago y garantías por cuestiones de asistencia financiera.

a) Tipos de financiación

- Financiación bancaria

Tecnocom podrá acudir a financiación bancaria para financiar la operación de adquisición de Target. Existen distintos tramos en la financiación en función de la naturaleza de la deuda.

El primer tramo de la financiación será senior. Esta financiación tiene la característica de una preferencia en el cobro con respecto al resto de los acreedores del resto de los instrumentos financieros. A través de la financiación senior, Tecnocom financiará total o parcialmente el precio de adquisición de Target, podrá refinanciar el endeudamiento existente de Target, podrá atender a las necesidades generales corporativas de la misma y financiar las futuras adquisiciones de la empresa Target.

Junto con la financiación senior, y en función del grado de apalancamiento que la empresa quiera asumir, Tecnocom puede firmar una financiación *second lien* y una *financiación mezzanine*.

La financiación *second line* es un tipo de instrumento financiero que está subordinado a la *senior* pero a su vez es preferente frente a la financiación *mezzanine*. Esta financiación se puede garantizar con garantías de segundo rango sobre los bienes que ya aseguren el tramo senior. Sin embargo, siempre que se acuerde entre los acreedores, el tramo *second line* podrá estar garantizado con garantías de primer rango.

La financiación *mezzanine* es un tipo de financiación cuyo orden de prelación es inferior a la financiación senior y a la *second line*. Esto significa que necesariamente son los últimos en cobrar su deuda y por lo tanto, asumen un mayor riesgo en la operación de financiación. Este tipo de financiación suele tener un coste de capital mucho mayor de tal forma que se compensa la asunción por los acreedores del mayor riesgo asumido. Además, los intereses devengados suelen capitalizarse total o parcialmente. Para garantizar la financiación *mezzanine*, se tendrán que constituir siempre con un rango inferior a las que garantice la financiación senior y la *second line*. No obstante, lo que sí se podrá hacer es conceder garantías de primer rango sobre bienes que no estén en el perímetro de los otros dos tramos de financiación. En última instancia, también es habitual por parte de los acreedores que exijan en los documentos financieros que

la deuda mezzanine no se pueda amortizar hasta que se haya cancelado íntegramente el tramo senior y el *second line*.

El sindicato de financiadores serán acreedores mancomunados frente a TecnoCom. Esto significa que en principio, los derechos pueden ser ejercitados por cada uno de los acreedores de forma autónoma. En consecuencia, los distintos financiadores regularán el ejercicio de sus derechos en virtud de un contrato entre ellos que establecerá el orden de prelación y las medidas necesarias para hacerlo efectivo. Entre otras cosas, este acuerdo entre los acreedores regulará periodos de bloqueo, periodos de espera o mayorías necesarias para la solicitud de concurso del deudor.

Si se acordara un tipo de interés variable, la sociedad Target podrá suscribir un contrato de cobertura de interés de tal forma que el servicio de financiación no se vea afectado por la variación de los tipos de interés. Este tipo de contratos suelen cubrir entre el 50% y el 75% del importe de la financiación senior a largo plazo.

- **Financiación vía mercado de capitales**

Una alternativa que permite a TecnoCom el acceso al mercado de capitales son los bonos high yield. Los bonos high yield son un tipo de bonos donde se asegura una mayor rentabilidad a los emisores. A través de la emisión de deuda y el acceso al mercado de capitales, TecnoCom podría diversificar el riesgo y poder hacer un *portafolio* de deuda mucho más amplio.

Una de las grandes ventajas de los bonos high yield es que permiten una amortización y reembolso de la deuda mucho más conveniente para TecnoCom. Gracias a la amortización bullet, TecnoCom reembolsará el nominal del bono al término del mismo. De esta forma, TecnoCom no deberá realizar ningún tipo de amortización parcial.

Por otro lado, a diferencia de la financiación bancaria, donde parte del coste puede ser un tipo de interés variable, en los bonos el coste del capital suele ser fijo, mitigando así TecnoCom cualquier riesgo por variación en el tipo de interés.

b) Garantías

Las entidades que financien la operación exigirán una serie de garantías a TecnoCom, a la Target y a sus posibles filiales. Todo ello, contemplando las posibles restricciones que puedan existir por la prohibición de asistencia financiera y la posible vulneración del interés social.

En primer lugar, los financiadores pedirán una garantía personal solidaria a primer requerimiento de TecnoCom, la empresa Target y sus posibles filiales a favor de los acreedores con la finalidad de garantizar el cumplimiento de las obligaciones asumidas bajo los contratos de financiación. Al ser a primer requerimiento, los garantes no podrán aplicar los beneficios de orden, excusión y división, bastando el mero requerimiento por escrito del agente. Además, entidades financieras exigirán que esta garantía se extienda a cualquier prórroga, renovaciones, novaciones o modificaciones de los documentos.

En segundo lugar, las entidades financieras exigirán una serie de garantías reales. Aunque los financiadores buscan que el paquete de garantías sea lo más amplio posible, hay que contemplar en todo momento la limitación por asistencia financiera.

Dentro de las garantías reales, TecnoCom y Target podrán constituir un derecho real de prenda de primer rango sobre las participaciones sociales, sobre el efectivo o derechos de crédito derivados de las cuentas bancarias, sobre los derivados de sus contratos, sobre sus pólizas de seguros, sobre los contratos de cobertura de tipo de interés, sobre los derechos inherentes al contrato de compraventa de Target o sobre los propios activos de Target.

Otra garantía que pueden pedir las entidades financieras son hipotecas inmobiliarias sobre los activos inmobiliarios. El gran inconveniente de este tipo de garantías son el coste fiscal, notarial y registral ya que para constituir una hipoteca se tiene que pagar el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, gastos notariales y aranceles registrales. Una alternativa para hacer frente a este sobre coste sería firmar una promesa de hipoteca en virtud de la cual sólo deberá constituirse la hipoteca ante el incumplimiento de ciertos ratios de solvencia o por el acaecimiento de algún supuesto de vencimiento anticipado.

Finalmente, TecnoCom podría garantizar la financiación a través de una hipoteca mobiliaria sobre el establecimiento mercantil, sobre la maquinaria industrial, sobre las aeronaves e incluso

sobre la propiedad intelectual e industrial, es decir sobre las marcas y patentes que tenga en su balance. Por otro lado, cabe la solubilidad de que TecnoCom constituya prendas sin desplazamiento sobre derechos de crédito que tenga en su balance e incluso los derechos de créditos futuros, como pueden ser las *indemnities* que se acuerde en el contrato de compraventa. Además, la financiación también se podrá garantizar a través de una prenda sin desplazamiento sobre licencias y concesiones administrativas que tenga TecnoCom.

c) Repago de la deuda financiera y el riesgo de la asistencia financiera

De acuerdo con el artículo 143 de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, “LSC”), se prohíbe la asistencia financiera para la adquisición de participaciones de la sociedad asistente o de cualquiera de las sociedades del grupo. Esta restricción tiene como fin último la protección de los intereses de los socios, accionistas y los acreedores de la sociedad Target. Es decir, sería nulo de pleno derecho la constitución de las garantías sobre o cualquier otro tipo de asistencia financiera prestada por la empresa Target en relación con la operación de financiación para la adquisición de la propia Target.

Existen, no obstante, dos mecanismos a través de los cuales se pueden conseguir que la deuda de la adquisición sea atendida con los activos y flujos de caja de la empresa Target sin que ello pueda suponer un incumplimiento de la prohibición de asistencia financiera del artículo 143 LSC.

Por un lado, se puede mantener una separación entre la personalidad jurídica de la SPV y la sociedad Target. Este método permitiría que la sociedad Target obtuviese los flujos de caja y posteriormente, los transmite a la SPV a través de distribución de dividendos o mediante la reducción de capital de la sociedad Target, realizando devolución de aportaciones o incluso, mediante el repago de préstamos otorgados por la SPV a la sociedad Target.

Por otro lado, se puede integrar el patrimonio de ambas sociedades mediante una fusión de tal forma que la sociedad Target sea quien asuma la deuda de la adquisición y responda el repago de la financiación con todo su patrimonio.

3. Sometimiento a derecho de Nueva York; minimizar el riesgo para las filiales, cuestiones que puedan retrasar la operación; arbitraje frente a jurisdicción española; accionista mayoritario sociedad cotizada y riesgos penales.

A. Sometimiento a derecho de Nueva York

a) Ventajas e inconvenientes de hacerlo y no bajo derecho español

El contrato de compraventa se podría someter a ley de Nueva York. Así lo recoge el artículo 3.1 del Reglamento 539/2008, de 17 de junio, sobre la Ley aplicable en las obligaciones contractuales. Este artículo establece que el contrato se regirá por la ley elegida por las partes. Por lo tanto, Tecnocon y Aeroespaciales S.A. (en adelante, “**Aeroespaciales**”) podrán incluir una cláusula dentro del contrato en virtud de la cual la compraventa se rija por derecho de Nueva York. Esta cláusula no afectaría en ningún caso a la transmisibilidad de las participaciones.

Una de las grandes desventajas de someter el contrato a derecho extranjero es que si se decide someter el contrato a la jurisdicción española, el derecho extranjero habrá que probarlo en sede judicial. Así lo dicta el artículo 281 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (en adelante, “**LEC**”) al decir que también será objeto de prueba la costumbre y el derecho extranjero. Por otro lado, otra desventaja de someter el contrato a la ley de Nueva York es que hay una gran inseguridad jurídica para poder probar el derecho extranjero ante los tribunales españoles. Esto se debe a dos razones. En primer lugar, el juez español deberá acreditar el contenido y vigencia del Derecho de Nueva York de acuerdo con las reglas de la sana crítica. En segundo lugar, tal y como establece el artículo 33.4 de la Ley de Cooperación Jurídica Internacional en Materia Civil (en adelante, “**LCJIMC**”), ningún informe o dictamen, nacional o internacional, sobre derecho extranjero tendrá carácter vinculante para los órganos españoles. Por lo tanto, en caso de conflicto contractual, sería un juicio probatorio más que de contenido jurídico. Como resolvió el Tribunal Superior de Justicia de Madrid en su Sentencia de 11 de enero de 1999, quien invoca Derecho extranjero en un juicio deberá acreditar la existencia de la legislación que solicita, la vigencia de la misma, y su aplicación al caso litigioso. Continúa explicando la sentencia que la aplicación del Derecho extranjero es una cuestión de hecho, y como tal ha de ser alegada y probada por la parte que lo invoca.

Todo lo anterior tiene como supone que las partes tendrán que hacer frente a un mayor coste económico en caso de conflicto, necesitando de un asesoramiento legal de despachos de Nueva York. Además, y en línea con todo lo anterior, hay una mayor inseguridad jurídica y las partes no podrán predecir en qué sentido se resolverá el conflicto.

b) Qué papel tendríamos entonces en el asesoramiento

En caso de que las partes pactasen que el contrato de compraventa se rija por la ley de Nueva York, nuestro papel en el asesoramiento judicial sería el siguiente.

En primer lugar, nosotros llevaríamos a cabo toda la *due diligence* y el análisis de contingencias que puedan existir en la sociedad española que se va a comprar. Más concretamente, cualquier contingencia que pueda existir desde un punto de vista de sanciones administrativas, riesgos penales, posibles autorizaciones necesarias para la concentración empresarial o restricciones societarias que puedan haber en la compraventa.

En segundo lugar, si se decidiese someter la resolución del conflicto a la jurisdicción de los tribunales españoles, nosotros llevaríamos toda la estrategia procesal para poder probar el Derecho de Nueva York.

En tercer lugar, al ser la sociedad Target una sociedad española, las formalidades relativas a la transmisión se regirán por derecho español. Por lo tanto, nosotros asesoraremos en el cumplimiento de formalidades de la transmisión de las acciones de Aerosat, S.A. entre las que se encuentra la inscripción y depósito en el Registro Mercantil de toda la documentación necesaria.

Finalmente, si se otorgasen garantías a la financiación de la operación sobre bienes comprendidos en territorio español, nosotros asesoraríamos en esta rama de la operación por ser ley aplicable es la española. En virtud del principio de *lex rei sitae*, cualquier posesión, propiedad o derechos reales sobre bienes inmuebles o muebles se regirán por la ley del lugar donde se hallen (artículo 10 CC). Es decir, nuestro asesoramiento iría en relación con la constitución de las garantías, inscripción de las mismas o cualquier otro trámite material o formal que recaigan sobre bienes sitos en territorio español.

B. Cómo minimizar los posibles riesgos para TecnoCom

Uno de los grandes mecanismos empleados en las operaciones de compraventa de empresas son los seguros de manifestaciones y garantías.

Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas constituyen el principal mecanismo contractual para paliar el riesgo de la operación y poder ofrecer al comprador una adecuada cobertura contractual. A través de las manifestaciones y garantías o *representation and warranties* (en adelante, “*reps and warranties*”), Aeroespaciales declara a TecnoCom la situación real de la sociedad Target de tal forma que se supera la asimetría de información que existe entre las partes. Además, el vendedor respondería frente al comprador en el caso de que las manifestaciones y garantías sean falsas, incorrectas o incompletas, en virtud del régimen de incumplimiento contractual y de vicios del consentimiento (San Pedro, 2023). Finalmente, el régimen indemnizatorio contribuye a limitar el riesgo de sobrevaloración de la empresa Target.

En el seguro de manifestaciones y garantías del comprador o *buyer-side*, la póliza funciona para cubrir los daños propios por cumplimiento de las *reps and warranties* por parte del comprador. Es decir, TecnoCom quedaría cubierto ante el posible incumplimiento de la empresa vendedora en las manifestaciones y garantías. Como indica San Pedro, uno de los atractivos de los seguros de manifestaciones y garantías es la posibilidad de ofrecer al comprador una mejora en su cobertura y obtener un régimen mucho más protector que el pactado en el contrato de compraventa (2023). De esta forma, si hubiese un incumplimiento por parte de Aeroespaciales, TecnoCom estaría legitimado para reclamar a la aseguradora el pago de la indemnización por el incumplimiento de las manifestaciones y garantías sin tener que interponer la correspondiente reclamación a la parte vendedora. A partir de entonces, y una vez abonada la indemnización, la aseguradora se subrogaría en los derechos que tuviese TecnoCom para reclamar frente a Aeroespaciales por incumplimiento contractual.

C. Qué aspectos podrían retrasar la operación o hacerla depender de terceros

Hay varias cuestiones que pueden retrasar la operación de compraventa y que se tendrán que gestionar a través de condiciones suspensivas o *condition precedent* dentro del contrato de tal

forma que el contrato quede firmado pero se supedita la eficacia del mismo a la obtención de todos los trámites que se exponen a continuación.

En primer lugar, desde un punto de vista de control de concentraciones económicas, aquellas operaciones consideradas concentraciones económicas, por cumplir con los umbrales previstos en la normativa de defensa de la competencia, deberán ser notificados a las autoridades de defensa de la competencia y su ejecución deberá suspenderse hasta que se obtenga la correspondiente autorización. El régimen de control de concentraciones empresariales viene regulado dentro de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (en adelante, “LDC”) y el Reglamento de Defensa de la Competencia, aprobado por el Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero. La autoridad encargada de la supervisión del control de concentraciones es la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC). Desde la dimensión europea, la Comisión Europea es la responsable de analizar posibles operaciones de concentración a nivel europeo y todo ello, viene regulado por el Reglamento (UE) núm. 139/2004 de control de concentraciones (en adelante, “**Reglamento Europeo de Concentraciones**”).

El artículo 7 LDC establece el concepto de concentración económica a los efectos del régimen de control de concentraciones. Este mismo concepto viene recogido en el artículo 3 Reglamento Europeo de Concentraciones. Dentro de esta definición, se produce una concentración económica como consecuencia de una fusión de dos o más empresas que antes eran independientes o en la adquisición de una empresa del control sobre la totalidad, o parte de una o varias empresas. Dentro del artículo 8 LDC se establecen una serie de umbrales de concentraciones económicas en virtud de los cuales, las empresa adquirente deberá notificar a la CNMC. Es decir, si desde un punto de vista de volumen de negocio o de cuota de mercado la compraventa de Aerosat supera los umbrales, TecnoCom deberá notificar de forma previa a la CNMC y la eficacia de la operación queda suspendida hasta obtener la correspondiente autorización. Si la operación, sin embargo, alcanzase los umbrales europeos, el procedimiento de notificación y de control se seguirá frente a la Comisión Europea.

Sobre los contratos de Aerosat con otras empresas, habría que estudiar que no existe ninguna cláusula de cambio de control. La empresa Target tiene contratos con EADS y con fabricantes de motores y compañías aeronáuticas. Esos contratos son un activo fundamental de la empresa y la pérdida de los mismos, puede suponer una gran pérdida de valor. Por tanto, uno de los

trámites durante de la Due Diligence será comprobar que no existe ninguna cláusula de cambio de control en los contratos y de existir, habría que proceder a su renegociación con cada una de las partes.

Desde un punto de vista administrativo, hay una serie de bienes y contratos que pueden estar limitados en la transmisibilidad de tal forma que TecnoCom deba solicitar ante la administración correspondiente el cambio de control.

En primer lugar, la empresa Target tiene varios contratos firmados con los ministerios de defensa de varios países. La operación de compraventa deberá ser notificada a las distintas administraciones para que autoricen el cambio de control pues de lo contrario, si se procediese a la adquisición de la Target sin una previa autorización, la administración podría llegar a resolver los contratos públicos. Además, la empresa Target deberá informar también al gobierno mexicano en relación con el satélite de comunicaciones y de defensa mexicano, para que así autorice el cambio de control. Junto a ello, la empresa Target también deberá informar a las universidades correspondientes en relación con la información confidencial licenciada de la que dispone para que autoricen la operación y que el cambio de control no suponga una barrera de acceso en un futuro a esa información.

Todas las autorizaciones administrativas se incluirán dentro del contrato de compraventa o SPA como condiciones suspensivas o *condition precedent*. De esta forma, la eficacia del contrato estará suspendida hasta que se alcancen todas las autorizaciones necesarias y de esta forma, TecnoCom se asegura que no pierde ningún contrato relevante tras su adquisición.

Finalmente, las inversiones extranjeras en España pueden requerir autorización previa en virtud del Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre inversiones exteriores que modifica el régimen de control de las inversiones extranjeras directas. Este mecanismo de control de las inversiones extranjeras directas en España afecta a las actividades de producción, mantenimiento o el comercio de material de defensa general. Como la empresa Target provee servicios de industria aeronáutica, aeroespacial y de defensa y más concretamente, tiene contratos con el Ministerio de Defensa, la operación estará sometida a la previa autorización y de no solicitarla, la sanción podría materializarse en la ineficacia de la operación, la imposición de una multa e incluso la amonestación de forma pública a TecnoCom.

D. Sumisión a arbitraje o a los tribunales españoles:

En caso de surgir algún conflicto en el seno de la operación de compraventa, las partes pueden pactar previamente en el contrato una cláusula en virtud de la cual se establecerá el método a través del cual se resolverá el conflicto. Una buena opción como estadio previo a la resolución judicial o arbitral es someter el conflicto a un proceso de mediación, de esta forma, las partes aumentan las posibilidades de llegar a un acuerdo amistoso y poder mantener en vigor toda la negociación. En caso de no llegar a un acuerdo, las partes pasarían a la resolución del conflicto. Sin embargo, este nuevo proceso judicial o arbitral sería menos hostil pues las partes ya han hecho un primer intento de acercar posturas en la mediación.

Para determinar la vía de resolución de conflictos más acorde con el caso, cabe destacar tres posibles estadios en los que puede surgir un conflicto.

En primer lugar, una disputa de forma previa a la celebración del contrato. El incumplimiento de las cartas de intención junto con la obligación de exclusividad o de confidencialidad suele dar pie a una conflicto entre las partes. En estas situaciones, lo más adecuado será incluir una cláusula penal en el contrato de tal forma que las partes hayan preacordado el pago de una indemnización para el caso de incumplimiento.

En segundo lugar, los conflictos que surjan tras la celebración del contrato de compraventa y el cierre de la operación. Las disputas aquí recogidas son todas aquellas referentes al incumplimiento por las partes de las condiciones suspensivas previas al cierre de la operación.

En tercer lugar, las controversias que aparezcan tras el cierre de la operación. Los incumplimientos más graves que suelen acarrear conflicto entre las partes suelen ser los incumplimientos de las representaciones y garantías otorgadas por la parte vendedora o cualquier ajuste en relación con el precio.

De cara a poder resolver los dos últimos conflictos planteados, las partes han de acordar una cláusula de sumisión bien a jurisdicción o bien a arbitraje.

a) Sumisión a jurisdicción

- Ventajas

Resolver los conflictos en sede judicial para operaciones de compraventa no suele ser lo más común. No obstante, hay ciertas ventajas de este método de resolución de conflictos.

Por un lado, los tribunales españoles gozan de una independencia garantizada por la propia Constitución Española. Esto permite que la resolución sea lo más justa entre las partes, sin que pueda haber lugar a ningún tipo de imparcialidad. Es por ello que existen mecanismos de recusación y abstención de los jueces por los que las partes se pueden asegurar que el fallo del juez no se vea influenciado por algún tipo de relación que pueda mantener con alguno.

Por otro lado, el procedimiento en sede judicial está completamente reglado y sujeto a un elevado grado de previsibilidad. Esto permite que haya seguridad jurídica en todo momento durante el procedimiento y no exista ningún tipo de indefensión para las partes. Además, la jurisprudencia permite prever una posible resolución por parte del juez, dando un precedente que permita a las partes diseñar una estrategia procesal ajustada e incluso intentar desistir del procedimiento y llegar a una novación del contrato para evitar cualquier tipo de solución judicial. Junto a todo lo anterior, el procedimiento judicial contempla la posibilidad de revisión de sentencias a través de los recursos judiciales. Esto permite que en cualquier momento cuando se adopte una decisión que se considere errónea, la instancia superior pueda revisarlo. Finalmente, los fallos judiciales, entre los que se encuentran tanto las sentencias como las medidas cautelares, pueden ser directamente ejecutadas por los tribunales.

Una de las grandes ventajas del procedimiento judicial son sus bajos costes en relación con el procedimiento arbitral.

- Inconvenientes

El procedimiento judicial tiene algunas desventajas que lo puede hacer un método de resolución de conflictos mucho menos competitivo y atractivo para las operaciones de compraventa.

En primer lugar, los procedimientos judiciales son mucho más lentos que el procedimiento arbitral. Esta realidad puede ser un gran inconveniente para las partes ya que el tráfico mercantil y fondo de la operación de compraventa no puede soportar un desacuerdo y un dilatado procedimiento para resolver un desacuerdo entre el vendedor y el adquirente. Además, los jueces no suelen tener un conocimiento en ciertas materias técnicas y en ciertos conflictos requieren un alto grado de especialización. Muy relacionado con lo anterior, los tribunales tienen un carácter local por lo que disputas en las que intervienen partes de carácter internacional suelen ser menos apropiadas.

Por otro lado, los procedimientos judiciales suelen ser mucho menos flexibles y a diferencia del procedimiento arbitral donde prima el acuerdo entre las partes, el procedimiento judicial está limitado por la Ley de Enjuiciamiento Civil.

- **Conveniencia**

El procedimiento judicial suele ser una gran vía de resolución de conflictos en las fases negociales previas del contrato de compraventa pues permite a las partes, entre otras, solicitar fácilmente la adopción de medidas cautelares con un bajo coste y sin necesitar de un alto grado de especialización por parte del juez.

b) Sumisión a arbitraje

- **Ventajas**

Como se ha recogido anteriormente, una de las grandes ventajas de la sumisión al arbitraje es que los árbitros tienen un alto grado de especialización en la materia que se está disputando. Las partes podrán elegir a uno o varios árbitros, en función de su formación y experiencia técnica en el sector exigida por el mismo conflicto.

Otra de las grandes ventajas del procedimiento arbitral es su flexibilidad y la capacidad de las partes de poder diseñarlo en función de sus necesidades.

- **Desventajas**

Dentro de las desventajas más destacables dentro del arbitraje es el alto coste que supone. No obstante, si se está haciendo una gran inversión económica en la operación, proporcionalmente el coste no tiene esa importancia.

En conclusión, gracias a su agilidad en el procedimiento y a su flexibilidad, la opción más beneficiosa para la operación de compraventa sería la sumisión a arbitraje.

E. Accionista mayoritario sea una entidad cotizada

El hecho de que el accionista mayoritario sea una sociedad cotizada supone un tratamiento y procedimiento especial en relación con la información privilegiada. Tras la reforma introducida por el Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado (Reglamento sobre Abuso de Mercado en adelante, “**MAR**”) y en los artículos 226 a 229 de la Ley del Mercado de Valores (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre) modificados en 2018, se introduce un nuevo procedimiento en materia de difusión pública de información privilegiada.

El MAR define la información privilegiada como toda información de carácter concreto, no pública, referida a un emisor o instrumento financiero, que de hacerse pública, pueda influir de manera apreciable al precio. Es decir, el hecho de Desarrollos Aeroespaciales, S.A. vaya a vender sus acciones de Target es una información privilegiada ya que puede afectar al precio de sus acciones.

Esta información privilegiada ha de difundirse tan pronto como sea posible de acuerdo con los criterios del artículo 17 MAR. Ahora bien, se permite una serie de excepciones a su publicación: que la difusión inmediata perjudique los intereses legítimos del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión; que el retraso en la difusión no pueda inducir al público a confusión o engaño y, que el emisor o participante esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la información.

Si se cumplieren estos tres requisitos y TecnoCom decidiese no publicar la información privilegiada que pueda afectar al precio de las acciones de Desarrollos Aeroespaciales, S.A.,

deberá registrar la fecha y la hora en que nace la información privilegiada y que se decide retrasar su difusión. Además, se tiene que guardar un registro con la identidad de las personas que deciden demorar la publicación de la información.

F. Posibles riesgos desde una perspectiva penal

El riesgo fundamental desde una óptica penal es que exista un procedimiento abierto contra la empresa adquirida y que una vez formalizada la compraventa, el riesgo se materialice en una condena. Si la transmisión empresarial se estructura de tal forma que haya una sucesión de empresa, la empresa adquirente sería responsable penalmente. Incluso si no hubiese sucesión universal de la empresa adquirente, la empresa adquirida seguiría estando condenada a la obligación de cumplir con una de las penas imputables a las personas jurídicas según el artículo 33.7 CP.

Si el riesgo de condena se acaba materializando, la empresa adquirida podría ser condenada al pago de una multa, a la disolución de la persona jurídica, a la suspensión de sus actividades, a la clausura de sus locales o establecimientos, a la prohibición de realizar en el futuro actividades o inhabilitación para obtener en el futuro subvenciones o ayudas públicas (artículo 33.7 CP). Todo ello, con independencia de la responsabilidad civil por delito a la que esté condenado.

Por otro lado, el juez también podría imponer ciertas consecuencias accesorias a la pena en virtud del artículo 129 CP. E incluso, aquellos delitos que no puedan ser cometidos por una persona jurídica, el juez podrá atribuir a la persona jurídica la responsabilidad civil de forma subsidiaria aun cuando no haya responsabilidad penal de la empresa.

Por todo ello, y en vista de una posible exención, en el proceso de due diligence, TecnoCom deberá pedir toda la documentación que no tenga sobre un posible procedimiento penal abierto y deberá solicitar el modelo de compliance. Si la empresa adquirida tuviese el modelo de compliance de acuerdo con el artículo 31 bis CP, habría una eximente de la responsabilidad penal de la persona jurídica y por tanto, aunque se condene a la persona física al delito, la responsabilidad penal no se extendería a la persona jurídica y se habría mitigado la contingencia.

4. Pacto de Socios

(A) Posibilidad de imponer al socio minoritario la obligación de no transmitir sus participaciones

A través del pacto de socios, no se puede imponer la obligación a la Holding Familiar DXVL, S.L. de no transmitir sus participaciones durante un plazo de un tiempo. Según la STS 120/2020, de 20 de febrero de 2020, los pactos parasociales no pueden suponer una vinculación permanente, real o personal, ya que ello está prohibido por nuestro derecho civil. Por lo tanto, no cabe convertir a los socios sindicados en socios perpetuos de la sociedad de tal suerte que no puedan retirarse de la misma. Sí podrían, sin embargo, pactar con el socio un acuerdo de no transmisión por un plazo de tiempo. Ahora bien, este acuerdo parasocial es un acuerdo entre las partes y por tanto, solo vincula a quien lo suscribe. Por tanto, TecnoCom no podrá imponer el acuerdo a la Holding Familiar DXVL sino que deberá pactar con ella la no transmisión de sus participaciones durante un periodo temporal.

Cabe recordar que el pacto de socios es un acuerdo extrasocietario o parasocial y generalmente no es oponible a la sociedad de acuerdo con el artículo 29.1 LSC, sino que la eficacia sólo es vinculante para quienes lo suscriben. Esto significa que en caso de incumplimiento del pacto de socios por parte de la Holding Familiar DXVL, éste no puede servir como fundamento exclusivo para una impugnación de la transmisión de las participaciones (STS 25 de Febrero de 2016).

(B) Forzar a los socios minoritarios a vender sus acciones en el momento en el que reciba una oferta

El resto de los socios no podrían obligar a los socios minoritarios a vender sus acciones sin su previo consentimiento.

En primer lugar, si se quisiese forzar a los socios minoritarios a vender sus acciones a través de un pacto de socios, se necesitará el acuerdo expreso de los socios afectados. De lo contrario, no quedarían vinculados. Esto responde a que el pacto de socios es un contrato entre los socios y en virtud del principio de relatividad de los contratos, el efecto derivado del pacto se limita a los contratantes (artículo 1257 CC).

En segundo lugar, si se buscara incluir dentro de los estatutos la obligación de transmisión de las acciones del accionista minoritario como una prestación accesorias, el artículo 89 de LSC establece que para la creación o modificación de obligaciones de realizar prestaciones accesorias se deberá prestar el consentimiento individual de los obligados.

Por tanto, en ninguna de las dos opciones, salvo que se obtenga el consentimiento de los socios afectados, podrán ser forzados a vender sus acciones.

Si los socios minoritarios aceptasen, TecnoCom podrá pactar con ellos una cláusula de arrastre. Las cláusulas de arrastre vienen recogidas dentro del artículo 188.3 RRM, que establece que serán inscribibles las cláusulas estatutarias que impongan al socio la obligación de transmitir sus participaciones a los demás socios o a terceras personas determinadas cuando concurren circunstancias expresadas de forma clara y precisa en los estatutos. En virtud de la cláusula de arrastre, TecnoCom podría obligar al resto de los accionistas minoritarios a vender sus participaciones a Satellite WYC cuando realice la oferta de compra del cien por cien del capital de Target. Los accionistas no se podrían oponer a la venta y la cláusula permitiría evitar cualquier bloqueo que pueda afectar negativamente a la operación.

(C) Eliminar los derechos de veto en la Junta y el Consejo que corresponden a ABNEST BV.

TecnoCom junto con la Holding Familiar DXVL podrían eliminar el derecho de veto de Junta y del Consejo que tiene al alcanzar entre los dos una participación superior al 80%. Para la eliminación del derecho, no necesitarán un acuerdo expreso de ABNEST BV pues lo que se está modificando es el pacto de socios que se rige por las normas de los contratos del Código Civil. Además, ABNEST BV no podrá alegar un abuso de la mayoría pues nuevamente, lo que se modifica es un contrato y no un acuerdo social.

Ahora bien, uno de los grandes riesgos de la eliminación del derecho de veto es que ABNEST BV no esté dispuesto a suscribir el nuevo pacto de socios. Para ello, el resto de los socios tendrán que negociar con él y deberán ofrecerle algún tipo de recompensa de carácter económico que compensar la pérdida de su derecho. Un ejemplo podría ser un derecho al cobro de un dividendo preferente o el nombramiento de un consejero dentro de la nueva empresa.

(D) Cómo vincular al vendedor contractualmente cuanto antes, dejando la operación pendiente únicamente de la novación del Pacto de Socios.

En este caso, se puede firmar el contrato de compraventa o SPA e incluir una condición suspensiva o *condition precedent* de tal forma que la eficacia del contrato quede supeditada a que se nove el pacto de socios en los términos que acuerden. De esta forma, el vendedor ya quedaría vinculado por el contrato y TecnoCom podría continuar con las negociaciones oportunas para poder alcanzar el pacto de socios y así conseguir que el contrato tenga plena eficacia.

5. Uso de los conocimientos e información tecnológica de la Target por parte de TecnoCom.

Una de las prácticas más usuales en la compraventa de empresas con derechos de propiedad industrial de gran valor son las cláusulas earn-out.

Estas cláusulas contractuales son una forma en las que el vendedor garantiza a la empresa compradora un resultado económico de explotación como consecuencia de la cesión de los conocimientos e información tecnológica de la que dispone. Las cláusulas de earn-out o de pago adicional permiten que una parte del precio dependa de la explotación de los conocimientos e información tecnológica que se está adquiriendo. De esa forma, el TecnoCom puede asegurar que hay un reparto en el riesgo con la empresa vendedora de la inversión que ha realizado en todo ese activo inmaterial.

Las cláusulas earn out pueden ser de dos tipos: por un lado, las *performance earn-outs* y por otro, las *economic earn-outs*. En el primer caso, TecnoCom subordinaría el pago de una parte del precio a la consecución por parte de la sociedad, en un determinado período de tiempo, de una serie de objetivos pactados dentro del contrato. Sería por tanto una condición suspensiva de la que se hace depender el pago de una parte del precio.

En segundo lugar, las *economic earn-outs* son cláusulas contractuales que hacen que el precio de las acciones se divida en una parte fija que se paga al perfeccionar el contrato, en el *closing*, y en una parte variable que va determinada por un porcentaje de facturación o de los beneficios de la empresa Target.

En el caso de la *economic earn-out*, TecnoCom podría realizar la operación de compra de la empresa Target repartiendo el riesgo con Aeroespaciales por los resultados que pueda haber por la explotación de los activos inmateriales de propiedad industrial ya que tendría que hacer frente únicamente al precio fijo en el momento del *closing* y no tendrá que satisfacer la parte variable hasta que no se de un porcentaje de facturación o de beneficios establecidos por la empresa Target. De esta forma, TecnoCom pudiendo así satisfacer sus objetivos financieros y asumir menos riesgo en la compraventa de los activos inmateriales de la empresa Target.

6. Compraventa de activos y pasivos

A. Información necesaria para comprobar que constituyen una unidad autónoma de negocio

Para definir el concepto de unidad autónoma de negocio, hay que acudir al artículo 7 Ley del IVA. Este artículo establece que no están sujetas al impuesto las transmisiones de elementos corporales que sean susceptibles de constituir una unidad económica autónoma, es decir aquellos bienes que sean capaces de desarrollar una actividad empresarial o profesional por sus propios medios. Por tanto, siempre que el conjunto de bienes que se transmitan sean capaces de continuar con la actividad empresarial de forma independiente sin necesitar del resto de bienes no transmitidos, se entenderá que se está transmitiendo una unidad económica autónoma.

Por lo tanto, para poder analizar si hay una serie de bienes que constituyen una unidad autónoma de negocio, se tiene que solicitar un inventario de todos los bienes que se pretenden transmitir y una relación en la que se incluya sus características de funcionamiento, de tal forma que se pueda determinar que pueden trabajar de forma autónoma.

B. Implicaciones a nivel fiscal, laboral, penal o de cualquier otro tipo y cautelas a tener en cuenta y cautelas.

Cuando hay una transmisión de una unidad autónoma de negocio a través de la compraventa de activos y pasivos hay una sucesión universal.

De acuerdo con el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores (en adelante, “**ET**”), cuando hay un cambio de titularidad de una empresa, centro de trabajo o unidad productiva autónoma, el nuevo titular queda subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de seguridad social. Esto incluye todas las obligaciones y compromisos por pensiones y cualquier protección social complementaria. Esta regla aplica cuando en la transmisión, lo que se transfiera sea una entidad económica que mantiene su identidad, es decir, un conjunto de medios organizados a fin de llevar a cabo una actividad económica o accesoria. Por tanto, a través de una compraventa de activos, el comprador no puede eliminar el riesgo de asumir cualquier tipo de pasivos ocultos relacionados con la Seguridad Social o de cualquier otra materia laboral.

Desde un punto de vista fiscal, de acuerdo con el artículo 42.1 c) de la Ley General Tributaria (en adelante, “**LGT**”), las personas que sucedan a otras por cualquier concepto en la titularidad o ejercicio de explotaciones o actividades económicas serán solidariamente responsables de las obligaciones tributarias contraídas por el anterior titular. Para evitar esa sucesión universal en el pasivo tributario, el artículo 175.2 LGT prevé que el futuro adquirente de la explotación puede solicitar ante la administración tributaria y siempre de conformidad con la autorización del actual titular, una certificación detallada de las deudas, sanciones y responsabilidades tributarias derivadas del ejercicio de la actividad económica. La administración tributaria deberá expedir el certificado en el plazo de tres meses y desde entonces, la responsabilidad del adquirente quedará limitada a las deudas, sanciones y responsabilidades contenidas en la certificación. Por tanto, si dentro de la certificación no se registrasen ningún tipo de deuda o no se expidiese en el plazo de tres meses, el solicitante quedará exento de toda responsabilidad solidaria contenida en el artículo 42.1c) LGT.

A nivel penal, tal y como se ha recogido anteriormente, de acuerdo con el artículo 130.2 CP, la transformación, fusión, absorción o escisión de una persona jurídica no extingue su responsabilidad penal, que se trasladará a la entidad o entidades en que se transforme, quede fusionada o absorbida y se extenderá a las entidades que resulten de la escisión. Como recoge

el artículo 60 Real Decreto 5/2023, de 28 de junio (en adelante, “**RD 5/2023**”), se entiende por escisión parcial el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica. Por tanto, si se transmitiesen un conjunto de bienes y derechos que formasen una unidad económica, habría una sucesión universal, subrogándose la sociedad adquirente en la responsabilidad penal de la adquirida. Además, junto a la posible sanción penal, habría que contemplar la posibilidad de responder por la responsabilidad civil subsidiaria del delito y de las consecuencias accesorias que pueda imponer el juez en virtud del artículo 129 CP.

De cara a mitigar el riesgo, según lo recogido *supra*, Tecnocom deberá solicitar el modelo de *compliance* de la empresa vendedora. Si la empresa vendedora tuviese un modelo de *compliance* de acuerdo con el artículo 31 bis CP, habría una eximente de la responsabilidad penal de la persona jurídica y no habría riesgo de subrogación por parte de Tecnocom.