

MÁSTER DE DERECHO DE LA EMPRESA



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

TRABAJO FINAL DE MÁSTER

PABLO FUSTER DELGADO

CURSO 2023-2024

Índice Dictamen

I.	Breve presentación sobre el modo de enfocar la operación	3
-	Sobre la pertinencia de constituir una sociedad vehículo a través de la cual articular la operación	3
-	Articulación de la operación desde el punto de vista mercantil, contrato de compraventa de acciones (SPA).....	8
-	Articulación de la operación desde el punto de vista financiero (fondeo de la SPV)	20
	Vías de financiación interna	20
	Vías de financiación externa	22
II.	Cuestiones preliminares.....	27
-	Sobre la posibilidad de sujetar el contrato de compraventa (SPA) a derecho de Nueva York	27
-	Sobre las cuestiones relativas a las filiales	28
-	Sobre el sometimiento del SPA a la CCI o a los tribunales españoles.....	29
-	Sobre el sometimiento de las disputas a arbitraje o a tribunales ordinarios.	31
-	Sobre la condición de entidad cotizada del vendedor	32
-	Sobre la perspectiva penal de la compraventa de la totalidad de las acciones de la Target.	34
III.	Modificaciones en el pacto de socios	35
-	Imponer al socio minoritario Holding Familiar DXVL, S.L. la obligación de no transmitir sus participaciones durante un determinado plazo.	35
-	Sobre la introducción de un derecho de arrastre o drag along.....	37
-	Eliminación de los derechos de veto en la Junta y el Consejo que con la actual redacción corresponden a ABNEST BV.	38
IV.	Sobre la operación de compraventa de activos y pasivos	40
-	Información deberíamos pedir a la Target para asegurarnos de que el conjunto de activos y pasivos a adquirir constituye una unidad autónoma de negocio	40
-	Implicaciones principales tiene una compra de activos desde un punto de vista fiscal, laboral, penal o de cualquier otro tipo	41
-	Cautelas conviene tener en cuenta de cara a realizar una adquisición de unidad autónoma de negocio.....	43
-	Carta de intangibles (patentes y know how) de la Target, principales cuestiones sobre las que tendríamos llamar la atención de Tecnom	46
V.	BIBLIOGRAFÍA	50

I. Breve presentación sobre el modo de enfocar la operación

La primera parte del presente informe tiene como objeto exponer de forma detallada las características y especialidades de la articulación de la operación de compraventa, por parte de la sociedad americana TecnoCom Aerospace Corporation (TecnoCom), de las acciones que la sociedad Desarrollos Aeroespaciales S.A. (Desarrollos Aeroespaciales) ostenta respecto de la Target, Aerosat S.A. (Aerosat).

Esta operación consistirá en la adquisición del 65% de las participaciones de Aerosat, empresa española puntera en el sector aeroespacial que cuenta con una propiedad industrial de alto valor así como instalaciones potentes en tres grandes ciudades españolas y filiales en distintos países. El vendedor, TecnoCom Aerospace Corporation, una sociedad domiciliada en Florida acude a este despacho para que le asesoremos en el procedimiento de compraventa a través del presente dictamen.

- Sobre la pertinencia de constituir una sociedad vehículo a través de la cual articular la operación

En estos casos, supuesto en el que una compañía extranjera pretende ejecutar una compra de las acciones de una sociedad española, una estrategia extendida y eficiente pasa por la constitución de una sociedad vehículo o SPV (special purpose vehicle), una entidad de nueva creación (o una ya constituida de forma que se adquiriera previamente por TecnoCom) que estará participada al 100% por la compradora TecnoCom de tal forma que será esta sociedad vehículo la que sea parte en el contrato de compraventa de acciones y no la sociedad americana, que se encargará de gestionar su financiación para efectuar la operación.

Las razones que justifican este mecanismo de adquisición son muchas, trataremos de realizar una aproximación a las más relevantes.

Las sociedades vehículo, también conocidas como Entidades de Propósito Especial (SPE o SPV en su nomenclatura anglosajona), son estructuras jurídicas diseñadas para cumplir un objetivo específico y delimitado, generalmente relacionado con la inversión. Estas entidades son creadas por un patrocinador (sponsor) o matriz (TecnoCom), quien transfiere bienes o derechos a la sociedad para la realización de su propósito. Se caracterizan por su autonomía jurídica y patrimonial respecto de la entidad que las crea, limitando su actividad a fines claramente definidos y financiándolas conforme a las necesidades del proyecto que tienen por objeto.

Uno de los principales beneficios de las sociedades vehículo para los inversores es la separación de riesgos. Al estructurar una operación a través de una SPV, los activos y pasivos asociados al proyecto quedan aislados del balance de la entidad matriz (tecnoCom). Ello comporta que cualquier posible insolvencia del patrocinador no afectará directamente a los activos del vehículo ni a las operaciones asociadas a éste. De igual manera, los problemas

financieros del vehículo no comprometen el patrimonio del sponsor, brindando una protección mutua ante eventuales crisis económicas o incumplimientos.

Además, las SPV ofrecen una mayor flexibilidad y eficiencia en la gestión de proyectos como el presente. Pues permiten anclar una administración específica y orientada a este tipo de operaciones, con estructuras de capital y gobierno (que a continuación describiremos) adaptadas a las necesidades particulares de la inversión.

Así, de acuerdo con los expuestos atractivos de articular la operación a través de una SPV, podemos concluir que la operación de adquisición de las acciones de la sociedad Aerosat precisará la constitución previa de esta SPV que será la que posteriormente formará parte de la compraventa mediante la articulación de un contrato de compraventa de acciones (SPA) que más adelante explicaremos debidamente.

- **Sobre la constitución de la sociedad vehículo.**

Los principales requerimientos de TecnoCom respecto de la constitución de la SPV son los siguientes, buscan una constitución rápida y eficiente y una estructura y administración ágiles. A continuación, repasaremos las que, bajo nuestro punto de vista deben ser las dos opciones a considerar como tipología societaria para la constitución de la SPV, la sociedad de responsabilidad limitada y la sociedad anónima, ello por cuanto estas son, de acuerdo con lo establecido en nuestro ordenamiento jurídico, dos figuras societarias en las que la responsabilidad de los socios por las deudas sociales está limitada a las aportaciones a capital realizadas.

o **La elección del tipo societario de la Sociedad Anónima.**

Respecto de la constitución de una Sociedad Anónima, bajo nuestro punto vista, no es la tipología societaria más recomendable. Ello por cuanto, como expondremos a continuación, los requisitos de constitución y funcionamiento de la sociedad de responsabilidad limitada son más atractivos pues ofrecen una mayor flexibilidad y sencillez.

Sin embargo, cabe traer al informe la figura societaria de la sociedad anónima, pues existen dos escenarios que podrían resultar interesantes para la compañía TecnoCom en los que ésta podría aportar mayores ventajas que la sociedad de responsabilidad limitada.

- o Sociedad anónima si el objetivo fuese comprar para desinvertir en el corto o medio plazo.

Si el propósito de la compañía TecnoCom fuese diseñar una estrategia de adquisición para desinvertir en el corto o medio plazo, la elección de la sociedad anónima podría resultar más beneficiosa que la sociedad de responsabilidad limitada. Ello se debe, en primer lugar, a la mayor libertad de transmisión de las acciones que caracteriza a la sociedad anónima, lo que

agiliza la entrada de nuevos inversores y facilita la salida ordenada de quienes decidan desvincularse. Las acciones en una sociedad anónima, a diferencia de las participaciones de la sociedad de responsabilidad limitada cuya naturaleza es la de ser una “sociedad cerrada”, tienen un régimen de libre transmisibilidad mucho más flexible.

Además, la sociedad anónima, por su propia naturaleza, se adapta mejor a la posibilidad de acceder a mercados de capitales, al contar con una regulación que facilita su admisión a cotización en Bolsa.

- Sociedad anónima para el caso de que el objetivo fuese fondar la SPV mediante la emisión de obligaciones.

La LSC no excluye a la sociedad de responsabilidad limitada de la posibilidad de emitir obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda, pero sí establece una regulación más restrictiva que la prevista para la sociedad anónima. De conformidad con el artículo 401 LSC, todas las sociedades de capital pueden recurrir a este tipo de financiación, si bien la sociedad limitada se encuentra sujeta a ciertos límites. En concreto, el importe total de las emisiones de la S.L. no podrá superar el doble de sus recursos propios, salvo que dichas emisiones estén garantizadas por hipoteca, prenda de valores, garantía pública o aval solidario de una entidad de crédito. Además, a diferencia de la sociedad anónima, la sociedad limitada no puede emitir ni garantizar obligaciones convertibles en participaciones sociales.

Estas limitaciones restringen la flexibilidad relativa a la capacidad de endeudamiento de la sociedad y es un factor que conviene poner de manifiesto por si estas cuestiones fueran de interés para la ejecución de la operación por la compañía TecnoCom.

- **La elección del tipo societario de la Sociedad de Responsabilidad Limitada**

Respecto de la sociedad de responsabilidad limitada, la elección de este tipo societario es, bajo nuestro punto de vista, el más recomendable. Como se apuntaba anteriormente existen ciertas características de funcionamiento y constitución que hacen esta sociedad muy atractiva.

Respecto de su constitución, el capital social mínimo previsto para la sociedad de responsabilidad limitada de acuerdo con la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas es de un euro, esta cuestión deviene fundamental si el objetivo de la operación es la compra de las participaciones sociales mediante financiación totalmente ajena, esto es, tal y como trataremos más adelante, mediante los mecanismos de leverage by-out y préstamos sindicados con el establecimiento de los pertinentes paquetes de garantías. De optarse por la sociedad anónima, el capital mínimo previsto legalmente será de 60.000 euros.

Por otro lado, respecto a la organización de la sociedad, mientras que en la sociedad anónima la LSC establece en su artículo 221 que los administradores ejercerán su cargo durante

el plazo máximo de 6 años (si bien pueden ser reelegidos) en la sociedad de responsabilidad limitada los administradores podrán ejercer su cargo de forma indefinida.

Los trámites para la modificación estatutaria requieren mayor burocracia en las sociedades anónimas, exigiendo el artículo 286 LSC que los administradores o socios autores de la propuesta deben redactar un informe escrito con justificación de la modificación, lo cual no es exigible en la sociedad anónima.

Adicionalmente, respecto a la toma de decisiones, el artículo 176 de la LSC exige respecto de la sociedad anónima el transcurso del plazo mínimo de un mes entre la convocatoria y la fecha celebración de la junta general, mientras que para la sociedad de responsabilidad limitada será de 15 días, lo cual acelera la toma de decisiones.

- **Pasos a seguir para la constitución de la sociedad.**

La constitución de una sociedad de responsabilidad limitada comienza con la obtención de la certificación negativa de denominación expedida por el Registro Mercantil Central, documento que garantiza la exclusividad del nombre. A continuación, se deberá solicitar el NIF provisional de la sociedad, trámite que se realiza ante la Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT). Con la denominación reservada y el NIF provisional, podrá ingresarse el capital social en una cuenta bancaria a nombre de la futura sociedad, obteniendo así un certificado de depósito que acredite su efectiva aportación. Estos pasos previos son necesarios para acudir después al notario, quien formalizará la escritura pública de constitución, incorporando estatutos, justificante del capital, la certificación negativa de denominación y la identificación de los socios.

Una vez otorgada la escritura, es preciso proceder a la autoliquidación del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITP y AJD), siguiendo los plazos y formas que corresponda en la comunidad autónoma donde se establezca el domicilio social. A continuación, con la escritura y el justificante de pago del ITP y AJD, se inscribe la sociedad en el Registro Mercantil correspondiente, trámite que confiere personalidad jurídica plena. Se trata de un paso imprescindible, tras el cual la nueva sociedad podrá solicitar su NIF definitivo ante la AEAT, sustituyendo así el provisional.

En este caso, en el que la constitución se lleve a cabo por una sociedad extranjera, deberán presentarse documentos adicionales que acrediten su existencia en el país de origen, la representación legal y la legitimación de sus poderes. En este punto cabe destacar que estos documentos otorgados por entidad extranjera serán reconocidos en España siempre que estén debidamente legalizados. Este proceso de legalización puede llevarse a cabo a través de la Apostilla de La Haya. Dado que tanto Estados Unidos como España son países signatarios del Convenio de La Haya, será necesario que estos documentos estén acompañados de la apostilla

correspondiente. Esta certificación permite que el documento tenga validez directa ante cualquier autoridad en España, simplificando su reconocimiento legal.

Finalmente, una vez completados todos los trámites anteriores, es necesario darse de alta en el Impuesto sobre Actividades Económicas (IAE) para poder iniciar la actividad empresarial.

Paso	Acción	Detalles/Documentación	Plazo/Observaciones
1	Certificación negativa de denominación	Solicitud al Registro Mercantil Central	Aproximadamente 3 días para su obtención
2	Solicitud del NIF provisional	Ante la AEAT	Requisito previo a la apertura de cuenta bancaria
3	Depósito del capital social	Ingreso en cuenta a nombre de la futura sociedad	Certificado bancario acreditando el capital mínimo
4	Escritura pública de constitución	Ante notario (con estatutos, certificación negativa, certificado bancario, NIF provisional, identificación de socios)	Constituye el contrato social y acredita la fundación
5	Autoliquidación ITP y AJD	Pago del impuesto según normativa autonómica	Trámite fiscal previo a la inscripción registral
6	Inscripción en el Registro Mercantil	Presentación de escritura, justificante ITP/AJD, NIF provisional, provisión de fondos	Otorga personalidad jurídica plena
7	Solicitud NIF definitivo	Ante la AEAT, tras la inscripción	Suele tardar hasta 10 días aprox.
8	Alta en el IAE	Declaración ante la AEAT u órgano competente	Paso previo al inicio de la actividad

- **Alternativa a la constitución, la compra de una SPV ya constituida**

Como se apuntaba anteriormente, también cabe la posibilidad de adquirir una sociedad vehículo ya constituida, lo que ahorraría los costes burocráticos mencionados anteriormente que se sustituirían por un contrato de compraventa de las participaciones de la vehículo ya existente. Sin embargo, aunque esta forma de actuar ahorra trámites y tiempo, sería prudencial cerciorarse de que esta sociedad no ha tenido actividad alguna desde su creación o, de haber tenido, cual ha sido. Ello por cuenta no interesa que surjan con posterioridad operaciones que hayan podido afectar al capital social de la vehículo ya constituida (entendemos que no deben constar partidas ni de activo ni de pasivo).

- **Sobre la forma de administración elegida de acuerdo con los requerimientos del cliente y las opciones contempladas en nuestro ordenamiento jurídico.**

La opción más eficiente de las previstas en nuestro ordenamiento jurídico, atendiendo a la rapidez, la simplicidad y el menor coste administrativo, suele ser el nombramiento de un

administrador único. Esta fórmula, contemplada en el artículo 233 de la LSC, garantiza que el poder de representación social recaiga de forma inmediata en una sola persona, sin necesidad de la acción conjunta de varios administradores ni la constitución de órganos colegiados más complejos. La figura del administrador único agiliza la toma de decisiones diarias y la ejecución de aquellas actuaciones necesarias para la puesta en marcha del vehículo de inversión, por ello resulta sumamente atractiva.

Por contraposición, la figura del consejo de administración añadiría un mayor número de formalidades, requisitos de convocatoria y celebración de reuniones, de acuerdo con la LSC, además de una operativa interna más densa. Ello podría generar dilaciones en la toma de decisiones diarias, lo que no concuerda con la eficiencia buscada.

Adicionalmente cabe destacar que la designación de administradores solidarios o la administración mancomunada tampoco resultan aconsejables para el caso concreto. Ambas fórmulas añaden una complejidad innecesaria al funcionamiento de la sociedad y ralentizan la toma de decisiones. Los administradores solidarios, al conferir a cada uno una representación plena, pueden experimentar problemas de coordinación existe riesgo de actuaciones contradictorias; por otro lado, la administración mancomunada, al exigir el concurso conjunto de varios administradores para cualquier actuación, de nuevo puede acarrear problemas de lentitud en la toma de decisiones.

- **Articulación de la operación desde el punto de vista mercantil, contrato de compraventa de acciones (SPA)**

Una vez constituida la vehículo a través de cual articularemos la operación de compra, es conveniente determinar el tipo de operación ante la que nos encontramos. El presente caso representa un supuesto de compraventa de acciones, concretamente, el objetivo será la adquisición del 65% de la sociedad Aerosat a través de la compra de la participación que tiene en esta la sociedad Desarrollos Aeroespaciales. Este contrato de compraventa de acciones, tal y como anunciábamos lo ejecutaremos a través de la SPV constituida en España, a continuación, repasaremos cada una de las fases que suelen constituir este tipo de operaciones con el objetivo de que Tecnocom sea consciente de las implicaciones de cada una de ellas.

1. Los tratos preliminares y la carta de intenciones en el contexto de una operación de adquisición de acciones.

La redacción de una oferta no vinculante es uno de los puntos más importantes en el camino que conduce a una adquisición exitosa, sin embargo, hay ciertas cuestiones que deben tenerse en cuenta en su elaboración para tratar de evitar posibles contratiempos futuros. Así, la redacción de la Letter of Intent (Carta de intenciones, LOI) debe constituir un documento en el que se declare la intención, el deseo o, incluso, el compromiso de Tecnocom (comprador) de

comenzar una negociación que finalice con un acuerdo definitivo de adquisición de las acciones de Aerosat a la sociedad Desarrollos Aeroespaciales.

Este documento debe quedar firmado por las dos partes ya que contendrá ciertas declaraciones o “compromisos” que deben ser asumidos por ambas. La idea principal de esta carta es abrir un procedimiento de negociación entre las partes en el que medie la elaboración de una auditoría legal (Due Diligence), a través de la cual el vendedor revelará la información necesaria al comprador para que conozca la realidad de la sociedad objeto de compra y realizar así, una oferta vinculante. Respecto al contenido específico de la misma, resulta conveniente incluir los siguientes puntos.

a) Un acuerdo de exclusividad que disponga que durante el tiempo que dure la negociación para la adquisición del Grupo Tragaluz España, vendedor y comprador se comprometen a únicamente entablar negociaciones respecto del mencionado objeto de compraventa.

b) Un pacto de confidencialidad.

Durante la negociación deberá ser revelada al comprador información privada del vendedor a fin de que pueda estudiarla y valorarla. Esta información servirá posteriormente al comprador para realizar una oferta final vinculante, una vez conozca la realidad de las sociedades que pretende adquirir. Toda esta información que será revelada se encuentra protegida bajo este pacto de confidencialidad suscrito entre las partes en la LOI de tal forma que el posible comprador llegue a puerto o no la operación, no podrá revelarla a terceros bajo ningún concepto. Este acuerdo dará confianza al vendedor y favorecerá la negociación.

c) Un término temporal de negociación. En el que se marque debidamente el tiempo de que dispondrán las partes para revelar la información que corresponda y negociar, que deberá quedar acotado debidamente.

Siempre que sea necesario de acuerdo con sus intereses, podría incluirse un acuerdo relativo a la gestión de la empresa mientras se cumple el periodo de negociación. La idea de este acuerdo es que durante la negociación no se tomen ciertas decisiones por la sociedad objeto de compraventa que puedan afectar a la intención de negociar y llegar a un acuerdo para la adquisición de ésta.

d) Una cláusula que regula una posible ruptura de negociaciones entre las partes.

e) Cláusula que regule el proceso de due diligence, esto es, el proceso de revelación y revisión de la información relativa a las sociedades objeto de compraventa, para que el comprador conozca la realidad empresarial de las mismas. Esta cláusula dispondrá una obligación al vendedor de facilitar la información y colaborar en el procedimiento de due diligence.

f) Una declaración respecto al precio. Resulta muy conveniente dejar estrictamente claro que el precio que se trate en esta LOI no es real ni definitivo, por las causas que veremos a continuación, nuestra recomendación será la de establecer una horquilla sobre la que se negociará un determinado precio exacto. Esto les dará una mayor flexibilidad en la negociación y afectará de forma significativa a la posible vinculatoriedad de la presente LOI.

- **Sobre la posibilidad de exigir el cumplimiento de la LOI**

Lo común en una carta de intenciones es que por todos lados se incluyan lo que se conocen como cláusulas de no vinculación, estas cláusulas tienen como objetivo principal establecer que las manifestaciones declaradas y los términos presentados en la LOI no constituyen un compromiso legalmente obligatorio para ninguna de las partes. Sin embargo, incluso si este tipo de cláusulas están bien redactadas, tienen limitaciones inherentes. En este sentido, esta cláusula de no vinculación no puede prevenir que las partes, a través de su conducta durante las negociaciones, actúen de tal manera que entiendan que los términos que se pactaron como no vinculantes se consideren obligatorios, es decir, que incluso si se declara que el documento no es vinculante, la práctica y la actitud de las partes pueden desvirtuar esa intención original y generar expectativas o responsabilidad.

Para poder determinar si realmente nos encontramos ante un documento vinculante, debemos atender a la propia naturaleza de éste para determinar si cumple los requisitos para poder ser considerado un contrato vinculante.

Nos encontramos ante un documento en el que hay dos consentimientos con dos expectativas, una por cada parte. La naturaleza del documento que redactemos como LOI es la que determinará las armas con las que puede contar la parte vendedora para poder instar una indemnización o incluso, el cumplimiento del documento. En este sentido, y como es lógico, esta naturaleza variará en atención a lo estipulado en el mismo, sin embargo, existe una línea que puede llegar a ser fina entre un tipo de documento y otro y que puede conllevar ciertas consecuencias. Por tanto, conviene ser muy cuidadoso respecto al contenido que se incluya en el mismo, pues podríamos llegar a encontrarnos ante los siguientes cuatro escenarios dependiendo del contenido que se finalmente se plasme.

En primer lugar, y el mejor de los escenarios ante el que podríamos encontrarnos, puesto que otorgaría armas muy débiles a los vendedores, es que nos encontremos ante un documento que bajo ningún concepto pueda entenderse como un acuerdo vinculante de compraventa. Esto es, aquel del que únicamente pueda entender que las partes han estipulado la celebración de un procedimiento de intercambiando información en un periodo de “noviazgo”

En segundo lugar, puede que nos encontremos ante un escrito de tratos preliminares, esto es, un documento que comprador y vendedor suscriben con el fin de discutir y preparar un futuro contrato, pero que siempre tendrá un denominador común, este es, no suponer acto

jurídico alguno. En este escenario lo que sí se exige es la buena fe, es decir, no solicitar un intercambio de información cuando realmente no existe una intención de comprar o de vender. Durante las negociaciones las partes incurren en muchos gastos (asesores, auditores, trabajo previo...) si existe mala fe este documento ha servido únicamente para perder tiempo y dinero y, además, ha podido concurrir el acceso a cierta información reservada de un competidor, por tanto, dará lugar a indemnización.

De lo expuesto se desprende que, si TecnoCom carece de una verdadera intención de concluir la compraventa y únicamente persigue acceder a la información sensible y al know-how tecnológico de la Target, su conducta podría ser considerada de mala fe en el ámbito de los tratos preliminares. El resultado de esta actuación sería el surgimiento de una responsabilidad precontractual, amparada la responsabilidad extracontractual del artículo 1.902 del Código Civil, en la figura de la culpa in contrahendo, que se traduciría en la obligación de indemnizar los daños y perjuicios causados a la contraparte. El límite de esta indemnización alcanzaría a colocar a la otra parte en la situación en que se habría encontrado de no haberse iniciado las negociaciones, sin posibilidad de exigir el cumplimiento efectivo del contrato no perfeccionado.

Podemos encontrarnos también ante un precontrato, que va más allá de los tratos preliminares. El precontrato genera una obligación que es la de firmar un contrato futuro, un acuerdo posterior con determinadas variaciones. Así ha sido determinado por el Tribunal Supremo que considera que las negociaciones iniciales mantienen su carácter de tratos preliminares mientras en estas no se determinen los elementos esenciales del contrato, de forma que resulte preciso alcanzar un nuevo pacto para concretarlos (Sentencia de la Sala Primera núm. 175/2012, de 21 de marzo).

Por último, y el peor escenario posible, es que nos encontremos ante un verdadero contrato de compraventa de acciones. En este caso, en caso de incumplir alguna de las partes, podrá reclamarse el cumplimiento judicialmente por la otra. El Tribunal Supremo ha determinado que, si dichos elementos esenciales ya han sido fijados y sólo restan aspectos que pueden ser completados "por el uso, la práctica, los acuerdos o tratos previos, o, en suma, por la buena fe contractual, que proclama el artículo 1.258 del Código civil", se entenderá que el contrato ha quedado perfeccionado (Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo núm. 459/2010, de 1 de julio).

Es importante matizar que el hecho de que el documento recoja que no es vinculante puede ser peligroso pues en derecho español las cosas son las que son y no lo que las partes digan, es decir, la mera denominación que las partes den a un documento no es determinante; sino que la calificación dependerá de su contenido y de las circunstancias del caso. Así, la integración del documento en alguna de las categorías señaladas, como se anticipaba en los párrafos anteriores, dependerá de la concurrencia o no en el mismo de los elementos esenciales del contrato.

- **Consentimiento.** La firma de quien ostente la representación legal de una sociedad vincula a la misma.

Cuando se trata de personas jurídicas, como es el caso, la firma del apoderado o del órgano de administración bastará para expresar el consentimiento, siempre que se acredite la validez y suficiencia de las facultades representativas mediante la documentación correspondiente. Asimismo, antes de la firma, convendrá verificar que las acciones objeto de la compraventa no se califica como activo esencial para la sociedad vendedora o compradora. De ser así, conforme a lo dispuesto en el art. 160.f) de la Ley de Sociedades de Capital, el contrato requerirá la aprobación previa de la Junta General de Accionistas.

- **Objeto.** El objeto del contrato, elemento esencial para la validez del mismo, lo constituyen las acciones de la sociedad Aerosat, que TecnoCom pretende adquirir a la compañía Desarrollos Aeroespaciales. Este objeto debe especificarse con precisión en el contrato, identificando detalladamente las acciones que se transmiten y describiendo su numeración, clase, serie, valor nominal, así como el modo en que estén representadas.
- **Causa.** Que no será la razón por la que se firma el documento, esto forma parte de la esfera del consentimiento. Sino si nos encontramos ante obligaciones sinalagmáticas, obligaciones para ambas partes, por lo que la causa es que exista una contraprestación asumida por ambas partes. En el caso de una compraventa de acciones, la causa se traduce en la voluntad del vendedor de transmitir las participaciones representativas del capital social de la empresa objetivo y la del comprador de adquirirlas, a cambio de un precio que compense el valor que se pretende adquirir. Así, cuando el contrato prevé una entrega de acciones a cambio del abono de una cantidad de dinero, queda clara la concurrencia de una causa válida y eficaz.

Así pues, es importante que el documento no cumpla a la hora de redactarlo con los elementos básicos para poder ser considerado un contrato vinculante, además deben incluirse cláusulas de no vinculación cuya redacción sea clara y precisa.

2. Sobre el contrato de compraventa, sus consecuencias y posibles contingencias derivadas de la operación. Due Diligence

A continuación, procede que nos adentremos en el concepto de due diligence. Lejos de ser un mero ejercicio de recopilación de información para descubrir riesgos, se concibe como un proceso complejo dirigido a asignar y equilibrar la distribución de riesgos entre comprador y vendedor. En el contexto de la adquisición de las acciones de la sociedad Aerosat, esta due diligence legal nos permitirá entender con precisión la estructura, situación jurídica y contractual de la empresa, incluyendo sus patentes, licencias, contratos relevantes, filiales y pasivos potenciales.

Como apuntábamos, la finalidad no se limita a generar un listado de riesgos, se trata de comprenderlos y, en consecuencia, establecer las cláusulas, garantías y ajustes necesarios en el contrato de compraventa. Así, TecnoCom podrá tomar una decisión informada, negociar con mayor claridad las condiciones del contrato y, si resultara necesario, limitar o reasignar la responsabilidad por las contingencias detectadas.

En este caso, optaremos por elaborar un informe de due diligence del tipo denominado “red-flag report”, el contenido consistirá en la identificación de aquellas cuestiones que supongan potenciales obstáculos, avisos o “red flags” para la compraventa y se enfocará únicamente al estudio de la información aportada por la parte vendedora, dejando constancia del contenido de la «*due diligence request list*» o listado en el que se identifica la información necesaria para la elaboración del informe.

En un proceso de Due Diligence se distinguen varias etapas: primero, la fase preparatoria, plasmada en la LOI. Luego se elabora la lista de documentos, se organiza el “data room” con reglas de acceso y se establece el régimen de preguntas y respuestas. A continuación, se revisa la información (incluyendo posibles reuniones con directivos, asesores y visitas a instalaciones) para, finalmente, emitir el informe de due diligence.

Sobre las posibles contingencias a identificar, el posible retraso de la operación y su dependencia de terceros¹

Respecto de la presente operación, resulta conveniente prestar atención en el proceso de due diligence a los siguientes aspectos pues su tratamiento condicionará el curso de la misma.

- Acreditación de títulos de propiedad

La acreditación de la propiedad de las acciones de Aerosat es un aspecto clave del proceso de due diligence. Debemos exigir al vendedor que acredite su titularidad, lo que implicará revisar los documentos que confirman su propiedad. Entre las principales fuentes se encuentran el libro-registro de acciones nominativas (en caso de que las acciones estén representadas de este modo) o los registros contables electrónicos donde consten las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. En el supuesto de acciones nominativas, podría suceder que no exista un libro-registro debidamente actualizado, por lo que será esencial solicitar la siguiente documentación:

- Escritura de constitución: permite verificar el título inicial de las acciones y el capital social inicialmente desembolsado.

¹ Pregunta 3.3 del caso práctico

- Escrituras de compraventa de acciones: Acreditan la adquisición por parte del vendedor de las acciones objeto de la transmisión.²
- Escrituras de ampliaciones de capital: Permiten comprobar si la participación accionarial del vendedor varió a lo largo del tiempo como consecuencia de ampliaciones de capital.

Además de revisar estos documentos, resultará aconsejable exigir al vendedor una declaración expresa (representation, las cuales explicaremos más adelante) que garantice su legítima titularidad sobre las acciones, sin limitaciones temporales ni cuantitativas. De este modo, si en el futuro se descubriera alguna irregularidad en la titularidad, el comprador contaría con una base contractual sólida para exigir las responsabilidades correspondientes.

- **Cláusulas de cambio de control**

En el contexto de la adquisición del 65% del capital de Aerosat, uno de los aspectos que debemos tener en cuenta, es la posible presencia de cláusulas de cambio de control en los contratos de financiación de la sociedad (o en cualquier otro, pero suelen ser recurrentes en este tipo de contratos). Estas cláusulas suelen prever que, si se produce un cambio sustancial en la estructura accionarial, el prestamista pueda exigir el reembolso anticipado del préstamo o incluso resolver el contrato. En una operación de compraventa de acciones, este riesgo puede suponer un auténtico “deal breaker”, ya que, si se activa la cláusula y no puede afrontarse el pago anticipado, la sociedad podría verse abocada a una situación de falta de liquidez o, en el peor de los casos, a un concurso de acreedores por su insolvencia.

Por ello, desde un primer momento, resulta esencial identificar y revisar con detenimiento todos los contratos de financiación a largo plazo existentes en la Target, comprobando si contienen cláusulas de cambio de control. En caso de que las detectemos, y si la operación de adquisición pudiera activarlas, será preciso anticiparse a este escenario. La solución más común consiste en negociar una autorización previa con el agente del préstamo o con la entidad financiera principal (por escrito), que evite la aplicación de las cláusulas de amortización anticipada por el cambio de control.

La obtención de dicha autorización requiere de una negociación a la que habrá que prestar la debida atención y deberá estar encaminada a demostrar a la entidad financiera que el cambio de titularidad no solo no menoscaba su posición como acreedora, sino que puede mejorar las perspectivas de cobro gracias a la llegada de TecnoCom al capital social pues esta supone un refuerzo patrimonial, financiero o de gestión que la nueva situación societaria

² Para comprender plenamente la cadena de titularidad y la evolución de la participación del vendedor en el capital, será necesario contrastar estas escrituras con la escritura de constitución, verificando el número de acciones adquiridas y su distribución tras las distintas operaciones societarias

comporte. En algunos casos, podría resultar necesario ofrecer una compensación económica a cambio de la autorización.

Por último, a efectos de asegurar el éxito de la operación de compraventa, es fundamental establecer una condición suspensiva (las cuales explicamos más adelante) en el contrato de adquisición que obligue a obtener esta autorización antes del cierre (closing) de la transacción.

- **Permanencia de trabajadores 6 ingenieros, departamento de I+D+I**

La retención de estos seis ingenieros es de suma importancia para garantizar el éxito y la continuidad del desarrollo tecnológico de Aerosat. Estos profesionales son factores clave en el departamento de I+D+I, responsables de innovaciones cruciales para la competitividad y el crecimiento futuro de la empresa. Su permanencia asegura que los conocimientos y habilidades adquiridos no se pierdan, lo cual es vital para mantener la ventaja tecnológica de Aerosat en el sector aeroespacial.

Es por ello que, en el contexto de esta operación de compraventa de Aerosat será crucial establecer una condición suspensiva en el contrato de compraventa (SPA) que asegure su retención a través de la suscripción de un acuerdo con estos. Las condiciones suspensivas son cláusulas contractuales que condicionan la efectividad del contrato a la ocurrencia de un evento futuro. Estas se pactan en el contrato de compraventa de forma que, en el periodo que media entre la firma (signing) y el cierre (closing) de la operación (periodo interino), deben cumplirse las circunstancias recogidas como condiciones suspensivas, de lo contrario no se perfeccionará el contrato. En este caso, la compraventa quedaría condicionada a que se firme un contrato con los seis ingenieros.

En el contrato de compraventa (SPA), esta condición suspensiva se abordará mediante la inclusión de cláusulas específicas que detallan los términos y requisitos para la firma de los contratos laborales con los ingenieros (período razonable dentro del cual se debe cumplir esta condición, criterios claros para evaluar la efectividad de los contratos de permanencia, posible mecanismo de verificación y supervisión durante el período interino...).

Finalmente, resulta crucial establecer una fecha límite (long stop date) para el cumplimiento de la condición suspensiva, tras la cual, si no se ha logrado firmar los contratos con los ingenieros, el contrato de compraventa se considerará resuelto.

- **Ley antitrust**

El control de concentraciones es un mecanismo regulatorio esencial que asegura que las fusiones y adquisiciones de empresas no distorsionen la competencia en el mercado. Las concentraciones de empresas pueden incrementar la competitividad y fomentar el crecimiento

económico, sin embargo, cuando estas operaciones afectan de manera significativa a las condiciones de competencia, pueden perjudicar a los consumidores y a otros actores del mercado. Es por ello por lo que ha sido diseñada una regulación específica en el marco del derecho europeo y español que obliga a las empresas a notificar y someter sus operaciones de concentración a una evaluación detallada y en su caso autorización por parte de las autoridades competentes, como la Comisión Europea o la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) en España. Este proceso incluye la verificación de posibles efectos anticompetitivos y, en caso necesario, la imposición de condiciones para mitigar dichos impactos.

Para el caso de la presente compraventa, es crucial determinar si la operación supera los umbrales de notificación establecidos por la normativa de competencia aplicable, pues si la operación requiere notificación, Tecnocom deberá preparar una solicitud detallada que incluya información sobre la estructura del grupo, el mercado objetivo y los efectos potenciales de la adquisición sobre la competencia. Por ello, será fundamental incluir una condición suspensiva en el contrato de compraventa (SPA) para que su perfeccionamiento dependa del cumplimiento de la normativa antitrust y de la obtención de las notificaciones y autorizaciones necesarias por parte de las autoridades competentes.

En este sentido, según el Artículo 8 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (LDC), se debe notificar a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) cualquier operación de concentración que resulte en la adquisición o incremento de una cuota igual o superior al 30% del mercado relevante en España, o que el volumen de negocios global de los partícipes supere los 240 millones de euros, entre otros criterios. Para operaciones que, aunque cumplen los umbrales de notificación, no afectan significativamente la competencia debido a la falta de solapamiento entre las partes o cuotas de mercado reducidas, la ley permite la notificación mediante un formulario abreviado según el Artículo 56 de la LDC.

- **Warranties and representations e indemnity clauses**

Las representaciones y garantías (R&Ws) son cláusulas contractuales muy comunes en los contratos de compraventa de empresas que establecen las bases sobre las cuales el comprador decide adquirir la sociedad objetivo. Son declaraciones de hechos (representaciones) y promesas sobre la exactitud de esos hechos (garantías) realizadas por el vendedor al comprador que se suscriben como consecuencia del estudio de las contingencias en el procedimiento de due diligence.

Por un lado, las representaciones son afirmaciones específicas sobre diversos aspectos de la empresa, como su situación financiera, cumplimiento legal, propiedad intelectual, estado de los contratos... tienen como objetivo declarar que todo está en orden, es decir, que respecto

de aquello que no se ha encontrado contingencia alguna en el proceso de due diligence, el vendedor asegura mediante esta representación que en un futuro el comprador no se encontrará con ningún tipo de contratiempo que pudiera dar lugar a indemnizaciones o cumplimientos forzosos.

Por otro lado, las garantías son promesas de que las representaciones son verdaderas y que, en caso de que alguna de ellas resulte ser falsa, el vendedor compensará al comprador por los daños ocasionados. Es decir, estas garantías vienen a proteger al comprador de posibles incumplimientos que podrían afectar negativamente a la inversión realizada.

Respecto de la inclusión de las cláusulas de indemnización en un contrato de compraventa de acciones, estas se corresponden con un mecanismo legal por el que una de las partes se compromete a resarcir a la otra por determinados daños o perjuicios que puedan surgir con posterioridad a la transmisión. Estas pérdidas pueden ser de diversa índole, como sanciones administrativas, costes legales, daños reputacionales o cualquier otra consecuencia perjudicial derivada de hechos ocurridos con anterioridad a la operación de compraventa. La finalidad de esta cláusula es mantener indemne a la parte compradora frente a contingencias específicas que pudieran afectar al valor real de la sociedad adquirida o a su posición legal, garantizando así que el comprador no asuma por sorpresa costos inesperados.

- **Medidas específicas de protección de las contingencias identificadas y distribución del riesgo.**

En un proceso de Due Diligence como el presente tratan de identificarse posibles contingencias que podrían en un futuro afectar al patrimonio de la sociedad adquirida. Respecto de las contingencias que se identifiquen, resulta conveniente exponer un apunte sobre los posibles tratamientos que podrían contemplarse, con la intención de prevenir la afectación de estos posibles riesgos futuros (de mayor a menor aseguramiento de la indemnidad).

- Retención de parte del precio. El comprador retiene una parte del precio total destinado a la adquisición empresarial. Esta retención actúa como una salvaguarda financiera, de tal forma que, el comprador no satisfará el precio retenido hasta que no esté seguro de que la contingencia identificada no llegará a materializarse.
- Cuenta de Depósito en Garantía (Escrow). Este método de seguridad es ampliamente empleado en las transacciones de fusiones y adquisiciones. Consiste en asignar una parte del precio acordado para la adquisición de la empresa a una cuenta gestionada por un tercero neutral e independiente, como una entidad financiera o un fiduciario. La finalidad principal es asegurar que los fondos estén protegidos hasta que se cumplan ciertas condiciones previamente establecidas

- **Provisión de Garantías Específicas.** El objetivo será garantizar la disponibilidad de los recursos financieros necesarios en caso de que se materialice el riesgo identificado. Fundamentalmente, este tipo de garantía implica un compromiso que puede ser asumido directamente por el vendedor, un tercero relacionado (como una empresa matriz o subsidiaria) o una institución financiera que actúe como garante. Estas garantías pueden presentarse en diversas modalidades, siendo los avales bancarios especialmente relevantes en este contexto.
- **Sobre la naturaleza de la inversión extranjera directa.**

La estructura accionarial de TecnoCom, tal y como se ha descrito, pone de manifiesto por las razones que exponemos a continuación, que nos encontramos ante un inversor extranjero directamente interesado en adquirir una participación significativa en una empresa española del sector aeroespacial. Esta sociedad estadounidense, con su capital dividido entre un inversor domiciliado en las Islas Vírgenes Británicas, una sociedad panameña y una entidad estadounidense, tiene su centro de intereses fuera del territorio de la Unión Europea. Esta circunstancia adquiere especial relevancia a la luz del Reglamento (UE) 2019/452 del Parlamento Europeo y del Consejo, que establece el marco jurídico para el control de las inversiones extranjeras directas en la UE.

En el caso que nos ocupa, esta operación, por su naturaleza implica la creación de vínculos duraderos y el control efectivo de la gestión del negocio. Esta realidad determina la consideración de la inversión como una inversión extranjera directa a efectos del citado Reglamento.

Dado que Aerosat opera en un ámbito directamente relacionado con un sector estratégico de carácter sensible, se activa en este contexto el mecanismo de supervisión y control que el Reglamento (UE) 2019/452 ha incorporado al ordenamiento interno de los Estados miembros. Respecto de esta inversión extranjera directa dado que pone el foco en un área específica de las contempladas como sensibles, entre otras, la seguridad pública, la defensa o la salud, el proceso de adquisición no se encuentra totalmente liberalizado, sino que exige la obtención de una autorización previa por parte de las autoridades competentes.

El marco legal español prevé que, en función del importe de la transacción, la autorización puede corresponder a la Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones o, muy probablemente, al Consejo de Ministros, especialmente si el valor de la operación supera el umbral de cinco millones de euros, siempre que medie previo informe de la Junta de Inversiones Extranjeras. Aunque no disponemos por el momento de datos concretos sobre el valor nominal de las acciones de Aerosat que TecnoCom se propone adquirir, las características de la operación sugieren que esta cifra será fácilmente superada, condicionando así el cauce procedimental al que deberá someterse la transacción.

Por tanto, antes de proceder al cierre de la adquisición y de formalizar definitivamente el contrato de compraventa, resultará imprescindible verificar la necesidad de obtener y, en su caso, tramitar la preceptiva autorización administrativa.

- **Sobre la cuestión relativa a la jurisdicción no cooperativa**

Como ya se había señalado, la estructura accionarial de TecnoCom, pese a su domicilio en Estados Unidos, se configura de modo que el 95% de su capital recae en dos sujetos ubicados en jurisdicciones que, a efectos legales españoles, se consideran no cooperativas, estas son Panamá y, sobre todo, las Islas Vírgenes Británicas (BVI). Esta situación conlleva relevancia jurídica y fiscal en el ordenamiento español y resulta determinante en el contexto de la compraventa de acciones.

La Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, fija un criterio claro para la determinación de la titularidad real. A tenor de su artículo 4.b), se consideran titulares reales a las personas físicas que, en último término, posean o controlen, de forma directa o indirecta, más del 25% del capital o de los derechos de voto, o ejerzan el control por otros medios. En el caso de TecnoCom, la persona física domiciliada en BVI supera con holgura ese umbral, pues ostenta el 70% del capital. Este factor desvía la consideración estadounidense del comprador y la desplaza hacia la jurisdicción de las BVI.

Las BVI figuran entre los destinos predilectos para la constitución de sociedades opacas sin actividad económica real, frecuentemente utilizadas con fines de elusión o fraude fiscal. Un caso notable se reveló con “los papeles de Panamá”, en un momento en el que las BVI se situaron como la segunda jurisdicción más empleada por ciudadanos españoles para la intermediación de sus inversiones. Esta realidad ha motivado al legislador español a adoptar una postura firme frente a las denominadas jurisdicciones no cooperativas, es decir, aquellos territorios sin un intercambio de información tributaria efectivo o con sistemas de tributación nula o simbólica. La disposición adicional primera de la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, habilita al Ministerio de Hacienda a listar estos países, y la Orden HFP/115/2023 confirma a las BVI como una jurisdicción no cooperativa.

Tener la consideración de jurisdicción no cooperativa tiene efectos fiscales de gran calado, en particular sobre la doble imposición internacional. Habitualmente, si una misma renta tributa en dos Estados, el ordenamiento español prevé mecanismos para paliar esa duplicidad, permitiendo deducir el impuesto efectivamente pagado en el extranjero, siempre que se cumplan los requisitos legales. Sin embargo, cuando se trata de jurisdicciones no cooperativas, esta deducción por doble imposición deja de ser aplicable. Así, las inversiones desde las BVI, como en el caso de TecnoCom, se enfrentan a una fiscalidad más gravosa, sin la opción de neutralizar la doble imposición.

La repercusión afecta asimismo al Impuesto sobre Sociedades (IS). Según el artículo 15 g) de la Ley del IS, no serán deducibles las operaciones realizadas, directa o indirectamente, con personas o entidades residentes en jurisdicciones no cooperativas. Además, el artículo 19.2 de la propia Ley del IS establece que estas operaciones deben valorarse necesariamente a su valor de mercado. De esta forma, si normalmente el valor de mercado es un parámetro que la Administración puede verificar y corregir en caso de que no se ajuste a los precios normales de mercado, en el caso de jurisdicciones no cooperativas el legislador invierte el orden lógico, desde un inicio se debe aplicar el valor de mercado sin posibilidad de emplear otras valoraciones.

Finalmente, se debe destacar la incidencia que esta circunstancia tiene en la calificación de los dividendos. Por defecto, los dividendos pueden quedar exentos de tributación en España si se cumplen ciertos requisitos. Uno de ellos es el requisito de la tributación mínima en el extranjero (que la entidad pague en origen un impuesto que alcance, al menos, un tipo nominal del 10%). No obstante, cuando la entidad pagadora del dividendo es residente en una jurisdicción no cooperativa, se entiende incumplido este requisito, salvo que dicha jurisdicción se encuentre situada en un Estado miembro de la UE. Al no cumplirse esta exigencia, la exención por dividendos no opera.

Este entramado normativo coloca a un inversor como Tecnocom en una posición significativamente delicada al verse vinculado a una jurisdicción no cooperativa por su titularidad real. La realidad del accionariado de Tecnocom en BVI conlleva en principio un régimen fiscal más oneroso y vigilado de cerca por las autoridades tributarias españolas.

- **Articulación de la operación desde el punto de vista financiero (fondeo de la SPV)**

Surge en este punto la cuestión acerca de cómo aportar capital para que la SPC constituida o previamente adquirida pueda pagar el precio derivado de la compraventa. La financiación de la sociedad vehículo puede articularse a través de dos vías.

- Financiación interna
- Financiación externa

A continuación, explicaremos las particularidades relativas a cada una de estas vías de tal forma que Tecnocom pueda tomar una decisión en virtud de la opción que mejor se ajuste a sus necesidades.

Vías de financiación interna

- **Ampliaciones de capital**

Respecto de la posible aportación de capital que debiese realizarse al momento de la constitución de la SPV, si es que se opta por constituir y no adquirir una ya existente,

recomendamos aportar el mínimo de capital social exigible legalmente (1 euros para S.L.) y realizar las aportaciones de capital a través de las figuras expuestas a continuación.

Ello por cuanto la estrategia de desinversión posterior en caso de constituir un capital social muy elevado puede ser más costosa y, además, aunque pudiera ser rentable una primera aportación sustancial a través de esta vía, tener que recurrir cada vez que se requiera de nueva financiación interna al aumento de capital es una estrategia poco recomendable por los costosos trámites formales que acarrea.

- **Aportaciones a la cuenta 118**

La Aportación a la Cuenta 118 es una figura contable-fiscal que permite a los socios de una sociedad, como TecnoCom, realizar aportaciones dinerarias o en especie a los fondos propios de la empresa sin necesidad de emitir nuevas acciones o aumentar el capital social. Es un negocio jurídico muy recomendable a los efectos de esta operación, pues permite alcanzar una finalidad práctica, la cual puede adaptarse o modificarse según las circunstancias. Esta operación se registra en la contabilidad de la empresa bajo la cuenta 118, denominada "Aportaciones de socios o propietarios" y desde el punto de vista jurídico la Agencia Tributaria ha reconocido que la simple presentación del documento de constitución de la aportación, incluso si es privado, les otorga personalidad jurídica a efectos fiscales. Esto facilita que las aportaciones a través de la cuenta 118 sean consideradas como aportaciones definitivas y no reintegrables, siguiendo el principio de irrevocabilidad del capital social. Además, esta modalidad de financiación es considerada una operación low cost, ya que no requiere de trámites notariales o registrales complejos, además al no requerir una formalización pública.

Desde el punto de vista fiscal, las aportaciones realizadas a través de la cuenta 118 han sido reconocidas por la Consulta Vinculante V1978-16 de la Dirección General de Tributos (DGT) que ha confirmado que estas aportaciones pueden destinarse a dotar de liquidez a la empresa y mejorar su patrimonio neto, lo que facilita su utilización en operaciones estratégicas como la adquisición de Aerosat. Además, en la sociedad receptora, las aportaciones realizadas a la Cuenta 118 no tributan como ingresos y, dado que la normativa fiscal no contempla disposiciones específicas adicionales sobre este tipo de aportaciones, estas no generan renta alguna que deba incluirse en la base imponible del Impuesto sobre Sociedades.

Para su formalización, basta con un acuerdo de la Junta General de la sociedad, sin necesidad de certificación adicional por parte de administradores o constancia en el Libro de Actas, sin embargo, fiscalmente, la aportación debe figurar en la partida del Balance y en la Memoria de las cuentas anuales, que deben ser aprobadas por la Junta General. Aunque no se requiere una formalización pública, es obligatorio que las aportaciones se registren adecuadamente conforme al Plan General de Contabilidad (PGC) y a las normativas del Impuesto

sobre Sociedades. Este esquema es beneficioso no solo para aportar capital para la compraventa de participaciones sino para una posible inyección de capital en la target

- **Préstamos participativos intragrupo**

El préstamo participativo intragrupo se presenta como una opción atractiva para inyectar financiación en la SPV destinada a la operación de compraventa. Este instrumento ofrece múltiples ventajas en comparación con una ampliación de capital tradicional, destacándose por sus requisitos formales más flexibles y su capacidad para adaptarse a los beneficios generados por la sociedad adquirida. A diferencia de una operación de aumento de capital, el préstamo participativo puede formalizarse mediante un documento privado, sin la necesidad de elevarlo a escritura pública ni cumplir con otros requisitos formales asociados a una ampliación de capital.

Además, el préstamo participativo incorpora un interés variable que depende del desempeño económico de la empresa, permitiendo que la retribución al prestamista se ajuste en función de los resultados obtenidos por Aerosat. Sin embargo, es esencial que esta retribución cumpla con los requisitos establecidos en el Real Decreto-Ley 7/1996, que regula esta figura y asegura su correcta aplicación dentro del marco legal vigente.

En cuanto al tratamiento fiscal, cabe destacar su no deducibilidad, pues los préstamos participativos presentan particularidades cuando tanto la entidad prestamista como la prestataria forman parte de un mismo grupo mercantil. En caso de un préstamo participativo concedido por una entidad cuya titularidad real es la estadounidense (extranjera) a una entidad española perteneciendo ambas al mismo grupo mercantil, la retribución satisfecha por la prestataria española se considera una remuneración a los fondos propios. En consecuencia, aunque contablemente figure como un gasto financiero, no es deducible fiscalmente en el Impuesto sobre Sociedades español.

Cabe poner de manifiesto que el otorgamiento de los préstamos participativos concede un crédito de carácter subordinado a quien lo otorga, es decir, este tipo de préstamo se ubica en un rango inferior de prioridad en caso de liquidación. Si bien es cierto que esta circunstancia mejora la percepción de solvencia financiera del prestatario frente a otros acreedores ordinarios, como podrían ser bancos en caso de que se combine la financiación interna con la externa. De nuevo un esquema beneficioso no solo para aportar capital para la compraventa de participaciones sino para una posible inyección de capital en la target.

Vías de financiación externa

- **Financiación a través de préstamos bancarios sindicados, operación de Leveraged Buyout (LBO)**

Una operación LBO (leveraged buyout) consiste en la adquisición de una empresa utilizando un alto nivel de endeudamiento, de modo que una parte significativa del precio de compra se financia mediante deuda. En la práctica, el comprador aporta una proporción relativamente pequeña de capital propio y obtiene el resto mediante préstamos que deberán estar debidamente garantizados en los términos que exponemos a continuación, de tal forma que los intereses de los mismos serán satisfechos a través de la capacidad de generar flujos de caja de la propia empresa adquirida.

Esta operación se materializará a través de préstamos bancarios sindicados donde múltiples entidades financieras participan conjuntamente para proporcionar los fondos necesarios así, en este modelo participará al menos un banco agente, que coordinará al conjunto de prestamistas involucrados. Lo normal, es que el préstamo se estructure en dos tramos: uno senior, de mayor calidad crediticia, y otro mezzanine, con un perfil de riesgo superior y, por tanto, condiciones más onerosas. Cabe apuntar que la estructura de la operación que se ve a poner de manifiesto a continuación es moldeable, pues asimismo cabe la posibilidad de acudir a una estructura de financiación bancaria más sencilla, en la que se suscriba un préstamo sindicado otorgando otro tipo de garantías respecto de los bienes de que es titular la holding americana o en combinación con la financiación interna ya expuesta. Existen muchas formas de dar forma a la financiación de la operación, pero en este informe vamos a tratar de exponer de forma extendida la que consideramos puede ser atractiva en atención a las circunstancias del caso concreto.

Realmente para la ejecución de esta operación lo ideal sería la constitución de una cadena de SPVs que podrán incluso domiciliarse en países extranjeros (como Luxemburgo, muy empleado para este tipo de operaciones) con ventajas fiscales significativas con relación al pago de los impuestos derivados de los beneficios obtenidos, aplicando de esta forma los convenios de doble imposición suscritos entre España y estos países. La idea sería tratar de anclar la financiación del tramo senior, encaminado a satisfacer el pago del precio de compraventa de las acciones, en la SPV situada en lo más arriba de la cadena y preferiblemente en un país con las ventajas fiscales descritas. La idea es que desde esta primera SPV se traslada el capital financiado hacia la última SPV (situada ya en España), que es la que finalmente paga el precio de la compraventa, mediante una cadena de préstamos participativos internos. Esta técnica genera una sucesión de créditos subordinados entre las distintas sociedades vehículo, dificultando el ejercicio de recursos contractuales eficaces por parte del prestamista si se produjese un incumplimiento, puesto que la deuda bancaria queda, en la práctica, subordinada a varios niveles de deuda interna.

En consecuencia, esta forma de estructurar el tramo senior permite al comprador (en este caso, Tecnom) minimizar el riesgo de una acción directa y eficaz por parte del banco financiador frente a la sociedad que ejecuta la compra de Aerosat. Al fragmentar la cadena de

responsabilidad y subordinar la deuda, el prestamista se encuentra con mayores obstáculos para recuperar su crédito en caso de impago.

En el tramo senior, la financiación estaría destinada a la SPV que compra las acciones, una entidad sin un historial operativo propio ni generación de flujos de caja por sí misma. Esta circunstancia hace que el riesgo asumido por el banco en el tramo senior sea mayor, ya que en principio y al margen de las garantías otorgadas, su cobro depende del dividendo que se pueda extraer en el futuro de Aerosat o de la posterior venta de la participación. Por ello, las condiciones del tramo senior suelen incluir plazos de amortización gradual y tipos de interés ajustados al riesgo.

Por el contrario, el tramo mezzanine iría anclado directamente a las sociedades con actividad económica real dentro del grupo, esto es, a la propia Aerosat, que tiene una mucha mayor capacidad de generar flujos de caja suficientes y su objetivo sería la financiación de la actividad empresarial de estas sociedades operativas. Este tipo de financiación, con mayor riesgo para el prestamista, habitualmente contempla amortizaciones tipo bullet (al vencimiento) y tipos de interés más elevados, que pueden incluir fórmulas PIK (payment in kind), capitalizando intereses y posponiendo su pago a la fecha final de vencimiento.

Como se apuntaba anteriormente, la realidad es que para que pueda acontecer la mencionada operación de financiación la entidad bancaria requerirá ciertas garantías de pago de las líneas de préstamo (senior) y de crédito (mezzanine) concedidas. Es por ello por lo que debemos tratar diseñar un paquete de garantías atractivo para el banco financiador. Lo ideal para el fondo sería poder ofrecer como garantía de pago de la operación una serie de activos con los que pueda obtenerse de su realización la liquidez suficiente para la cobertura de la deuda, sin embargo, aquí suceden dos singularidades a tener en cuenta.

En primer lugar, que, en principio, no estamos dispuestos a conceder garantías personales para el cumplimiento del contrato de financiación, esto es, conferir un aval o una fianza al banco mediante las cuales en caso de impago responder personalmente de la deuda impagada, si bien, es probable que, como se apunta más adelante esta sea una medida a tener en cuenta aunque sea parcialmente.

En segundo lugar, que las sociedades constituidas para la realización de la operación son sociedades carcasa que no cuentan con ningún tipo de activo ni patrimonio ejecutable (SPVs), y es que este hecho se mantiene en la estructura de la operación hasta llegar hasta las últimas sociedades implicadas, aquellas capaces de producir flujos de caja y que cuentan con activos para el ejercicio de la actividad operativa. Es por ello por lo que TecnoCom podría verse tentado a ofrecer al banco una serie de garantías reales sobre los activos ubicados en estas sociedades operativas pero esta operación está expresamente prohibida por nuestro ordenamiento jurídico y se conoce como asistencia financiera prohibida (150 LSC).

Si pudieran concederse este tipo de garantías, entonces el comprador TecnoCom estaría financiando la operación de financiación con el capital de la sociedad objeto de compra, no existiría riesgo económico alguno. En este sentido, los elementos del tipo para que concurriese asistencia financiera prohibida serían:

- Elemento subjetivo: la propia compañía comprada es la que puede incurrir en el supuesto de asistencia financiera prohibida, en concreto para ello podrá utilizarse cualquier elemento del activo de la sociedad comprada.
- Elemento objetivo: facilitar financiación en un sentido amplio.
- Elemento finalista: tiene que ser para la adquisición de las acciones de la target o las de una sociedad dominante o del grupo.

La única forma de superar esta prohibición y poder establecer garantías sobre los activos de las sociedades compradas sería efectuando una fusión apalancada del artículo 42 del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio. Así, al fusionar el vehículo y la sociedad target (Aerosat) entonces la entidad resultante de esa fusión sí podría utilizar sus activos para asegurar el pago de sus propias deudas. Sin embargo, la ejecución de la fusión apalancada no se presenta como una opción clara si lo que se pretende obtener es solo el 65% del capital social de la target, pues la fusión precisaría de una compleja operación que pasaría por la determinación de un tipo de canje y la participación en el capital de los demás socios de Aerosat podrían complicarla.

Sin embargo, es posible, como apuntábamos antes combinar este tipo de operación con la financiación propia y compensar un paquete de garantías postfusión que no se llegaría a ofrecer con el otorgamiento de otras garantías que proviniesen directamente desde la holding a través de las instituciones ya comentadas (PPS o aportaciones a la cuenta 118).

Si bien sí es posible aportar también un paquete de garantías sin incurrir en la prohibición de asistencia financiera, sin afectar a los activos de los que es titular la propia target, estas pasarían por los siguientes.

- **Prenda sobre las acciones**

Una garantía muy interesante que podría conferirse al banco es la prenda sobre las participaciones de alguna de las sociedades que participan en la operación. Así, en caso de incumplimiento el banco podría ejecutar la prenda conferida para obtener liquidez de la realización de los bienes sobre los que recaiga la garantía.

- Prenda sobre las participaciones de las sociedades vehículo
- Prenda sobre el 65% de las acciones de la sociedad Aerosat de las que seríamos titulares en virtud de la compraventa efectuada por las vehículos.

Es posible pignorar las acciones de la sociedad Aerosat y no nos encontraríamos ante un supuesto de asistencia financiera prohibida pues las acciones de la sociedad no forman parte de su activo y por tanto esta operación no reuniría los elementos del tipo del artículo 150 LSC.

- **Prenda sobre el crédito futuro de las reps and warranties**

En una operación LBO son consustanciales los contratos de financiación y compraventa de la target, ambas operaciones se efectúan en unidad de acto. En la mencionada operación de adquisición, como ya ha quedado expuesto anteriormente, se realizará un proceso minucioso conocido como due diligence en el que el comprador realizará un examen exhaustivo del objeto de la compraventa para tratar de identificar posibles futuras contingencias que puedan acontecer y producir un perjuicio al comprador.

Respecto de las warranties and representations ya señaladas, esas declaraciones y garantías que el vendedor suscribe con relación a las contingencias identificadas disponiendo que no ocurrirá ningún tipo de perjuicio al comprador con relación a estos hechos. De esta forma en caso de que finalmente suceda lo que el vendedor asegura que no va a suceder, surgirá un derecho a una indemnización por parte del vendedor. Pues bien este derecho aunque estamos ante una posible indemnización futura y condicional, lo cierto es que es un posible crédito líquido futuro y puede ser otorgado como garantía a través de la constitución de una prenda sobre crédito futuro en favor de la entidad bancaria que concede el préstamo.

- **Confort letter**

Por último, a modo de garantía podríamos elaborar una confort letter, esto es, una carta de patrocinio que emita la sociedad matriz, es decir, la sociedad americana TECONCOM dirigida a la entidad bancaria financiadora expresando el apoyo financiero de la matriz a la filial en caso de que esta no pueda pagar el crédito. Existen dos tipos de confort letter: las débiles, que son meras declaraciones de intenciones, y las fuertes, que son auténticas garantías con efectos jurídicos.

II. Cuestiones preliminares

- **Sobre la posibilidad de sujetar el contrato de compraventa (SPA) a derecho de Nueva York**

El contrato de compraventa de acciones tiene por objeto la adquisición del 65% del capital social de Aerosat. La pregunta central es si dicho contrato puede regirse por el derecho de Nueva York sin afectar la transmisión efectiva de las acciones. A pesar de que las acciones pertenezcan a una sociedad española.

Para responder a esta cuestión es necesario realizar las siguientes consideraciones. En primer lugar, que de acuerdo con el REGLAMENTO (CE) No 593/2008, más conocido como Reglamento Roma I, artículo tercero, “el contrato se regirá por la ley elegida por las partes”, por tanto, es perfectamente válida la cláusula que someta el contrato de compraventa de acciones a derecho de Nueva York, en lo que refiere a las normas sustantivas que regulen el contrato.

o **Posible inconveniente, las normas imperativas de perfeccionamiento y consumación del contrato de compraventa de acciones en España**

Si bien, como se apuntaba anteriormente y en virtud de lo recogido en el Reglamento Roma I, las partes podrán elegir las normas sustantivas que regularán las cuestiones materiales del contrato de compraventa, cuestión distinta son las normas imperativas relativas al perfeccionamiento y consumación del contrato conforme a derecho español. En este sentido, tanto aquellas cuestiones que directamente afectan a la suscripción del contrato de compraventa (la elevación a público del contrato ante notario, inscripción en libros-registro, la aplicación de las normas contenidas en los artículos 120 a 124 de la LSC, , anotaciones en los títulos de propiedad, endoso de títulos o comunicación a la entidad encargada de la llevanza del registro contable, en el supuesto de acciones representadas por anotaciones en cuenta...) tanto las relativas a la constitución de una sociedad vehículo para la ejecución de la operación, deberán ser cumplidas por comprador y vendedor conforme a lo establecido en el derecho español.

El artículo 1091 del Código Civil determina que los contratos son ley entre las partes, y, en concordancia con el artículo 1255 del mismo texto, las partes podrán establecer los pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a las leyes, a la moral, ni al orden público. Es precisamente por ello, por lo que los acuerdos privados no pueden afectar las normas imperativas impuestas por la Ley, de tal forma que, aquellos pactos contrarios a las disposiciones de la LSC no serán válidos

Por este motivo recomendamos en este punto que, si el objetivo es someter el contrato a derecho de Nueva York, el estudio de estas normas de perfeccionamiento y consumación debe realizarse en coordinación de este despacho con otro especialista en derecho de Nueva York, de tal forma que en ningún caso puedan llegar a vulnerarse este tipo de normas imperativas. Por

tanto, el despacho se centrará en brindar un asesoramiento integral en materia societaria, asegurándose de que el contrato cumpla rigurosamente con las normas imperativas de la LSC y otras regulaciones aplicables, pero, dado el componente internacional de la operación, el asesoramiento incluirá un análisis exhaustivo del Derecho de Nueva York. Para ello, el despacho hará uso de su red de “Best Friends”, delegando las cuestiones relativas al derecho estadounidense a un despacho asociado en Nueva York que tenga vínculos con nuestra firma y cuente con un profundo conocimiento de dicha normativa.

- **Diferencia entre normas sustantivas y normas procedimentales, cuestión en la que entra en juego la elección del foro aplicable.**

En atención a un posible conflicto que pudiera derivarse respecto del contrato de compraventa, resulta conveniente también realizar una distinción clara entre el sometimiento del contrato a ley extranjera y el tribunal que conocerá del asunto o foro aplicable. Las partes podrán (tal y como se expondrá más adelante) decidir también acerca del tribunal que conocerá del asunto o incluso su sometimiento a arbitraje. Esta es una cuestión que debe abordarse con cautela si se decide someter el contrato a derecho de Nueva York, pues es perfectamente viable la posibilidad de que los tribunales españoles conozcan del litigio pero que a este le sea aplicable la ley sustantiva de otro Estado por haberlo pactado así las partes. En este caso, con relación a la aplicación del derecho extranjero por los tribunales españoles, rige el siguiente principio: el derecho extranjero hay que probarlo.

Por tanto, a modo de conclusión. Es posible la elección de la normativa aplicable al contrato en lo que refiere a las normas sustantivas, ello reportaría importantes ventajas a nuestro cliente TecnoCom al estar sumamente familiarizado con esta normativa, sin embargo, resulta imprescindible atender a las normas imperativas españolas que regulan el perfeccionamiento y consumación de la operación de compraventa de acciones emitidas en España conforme a derecho español, que no podrán soslayarse por un contrato privado entre partes.

- **Sobre las cuestiones relativas a las filiales**

Una cuestión fundamental a la hora de abordar la operación planteada es la relativa al análisis meticuloso de las filiales de la Target y de los riesgos que dichas filiales pueden conllevar. Aunque el estudio de esta cuestión deberá contemplar las tres filiales, existen algunas cuestiones muy relevantes que deben ser puestas de manifiesto respecto de la filial Aerosat México, debido tanto a la relevancia estratégica que ostenta como a las condiciones particulares que la rodean.

En especial referencia a Aerosat México, esta sociedad fue adquirida por la target en el año 2015, operación en la que resultó necesaria una autorización administrativa previa, pues esta compañía es titular del principal satélite de comunicaciones y defensa del país. En este

punto, de cara a este nuevo cambio de control indirecto respecto del capital social de la entidad matriz que controla Aerosat México, resulta esencial la incorporación de una cláusula suspensiva que vincule el cierre de la operación a la confirmación administrativa de que dicha autorización no se ve afectada por el señalado cambio de control. De esta manera, el cierre de la transacción no ocurrirá hasta que la validez de esa autorización esté plenamente garantizada, evitando el riesgo de que la compraventa pueda verse frustrada o que se genere una situación de inseguridad jurídica.

Asimismo, y dado que TecnoCom no tiene constancia de cómo se efectuó el proceso de compraventa de la sociedad Mexicana, resultaría aconsejable, en primer lugar, una revisión exhaustiva del contrato de compraventa suscrito en el año 2015 para entender y estudiar cómo se abordó la cuestión relativa a la distribución de los riesgos que en un futuro podrían resultar de la operación así como las distintas cláusulas de *resps and warranties* adoptadas, indemnizaciones previstas o medidas concretas adoptadas en el seno del mencionado proceso (*escrow*, garantías, avales, retención del precio...). De este estudio deberían extraerse ciertas conclusiones respecto de los riesgos asociados a esta filial y tomar decisiones que se reflejarían en el SPA. Por otro lado, resulta conveniente incluir determinadas cláusulas de indemnización específicas o “*specific indemnities*”. Estas cláusulas tendrían por objeto cubrir contingencias históricas no detectadas o no valoradas adecuadamente durante la *due diligence*, tales como irregularidades en la adquisición del satélite, litigios ocultos, pasivos tributarios o defectos en las autorizaciones vigentes.

Además, la existencia de una acción minoritaria no perteneciente a la Target obliga a requerir claridad absoluta sobre su titularidad y los derechos que pudiera conllevar. Resulta imprescindible que el Vendedor asuma la obligación de declarar con absoluta precisión quién es el titular de esa acción, qué derechos le corresponden y bajo qué condiciones. De esta forma, se evitaría el surgimiento de terceros con derechos latentes que pudieran obstaculizar el control mayoritario o el normal desarrollo futuro de la filial en México.

- **Sobre el sometimiento del SPA a la CCI o a los tribunales españoles.**

o **Cláusulas alternativas comunes en los contratos de compraventa de acciones**

La compañía TecnoCom considera como una opción atractiva el incluir en el SPA una cláusula de sometimiento de cualquier disputa que pudiera surgir de su relación contractual al arbitraje de la Cámara Internacional de Comercio (CCI). Si bien a continuación abordaremos las ventajas e inconvenientes que pueden resultar de la elección del arbitraje y por tanto la exclusión de los tribunales españoles, cabe poner de manifiesto otra alternativa que podría resultar atractiva.

1. Las Split dispute resolution clauses.

La posibilidad de incluir una cláusula híbrida (“split dispute resolution clause”) en el SPA de las acciones de Aerosat surge, esencialmente, de la incertidumbre que, en este momento inicial, puede existir en torno al método de resolución de eventuales controversias. Esta cláusula permitiría a las partes posponer la decisión acerca de si acudir a arbitraje o a los tribunales nacionales hasta el momento mismo en el que surja el conflicto, cuando la naturaleza y complejidad de las reclamaciones, el lugar previsto de ejecución de la resolución, e incluso el grado de sofisticación técnica que se requiera resulten más evidentes.

La ventaja principal de estas cláusulas radica en su flexibilidad. Mientras que la sumisión exclusiva a un determinado foro aporta certeza desde el inicio, la cláusula híbrida evita comprometerse prematuramente con un sistema de resolución que posteriormente pueda resultar menos idóneo. En un sector tan complejo como el aeroespacial, en el que pueden plantearse disputas de muy diversa índole y alcance, esta adaptabilidad puede ser decisiva, sobre todo ante posibles escenarios en los que convenga acudir a un árbitro con experiencia técnica o, por el contrario, resulte preferible someter la cuestión a la jurisdicción ordinaria.

Sin embargo, su inclusión no está exenta de riesgos. Las cláusulas híbridas, especialmente si son asimétricas (es decir, cuando la facultad de optar entre arbitraje o tribunales se concede solo a una de las partes), han sido objeto de interpretaciones jurídicas divergentes en distintas jurisdicciones, generando dudas respecto a su validez y eficacia.

2. Las cláusulas escalonadas o multi-tier clauses.

Las cláusulas escalonadas o multi-tier son pactos contractuales que obligan a las partes, antes de acudir a la vía judicial o arbitral, a atravesar una serie de fases previas destinadas a resolver amistosamente la controversia. Estas fases suelen comenzar con una negociación directa y confidencial entre las partes y, si no se alcanza un acuerdo, continuar con procedimientos intermedios como la mediación o la intervención de un experto neutral. Sólo si estos pasos iniciales resultan infructuosos, podrá el conflicto someterse finalmente a un tribunal o a un panel arbitral. De este modo, la disputa se “escala” de una etapa a otra, aumentando gradualmente su complejidad y formalidad, mientras que se incentiva a las partes a explorar soluciones más rápidas, sencillas y menos onerosas.

Sin embargo, la eficacia de estas cláusulas depende tanto de su redacción como de la voluntad de las partes para cumplir con las etapas previas. Su incumplimiento puede generar incertidumbre sobre si el árbitro o el juez debe continuar con el procedimiento, archivarlo o suspenderlo, obligando a las partes a regresar a la fase inicial (como una negociación o mediación) antes de conocer una decisión sobre el fondo. Asimismo, si las condiciones no se expresan con claridad, podrían surgir disputas añadidas sobre qué pasos se deben dar, en qué orden y durante cuánto tiempo, entorpeciendo el objetivo original de simplificar y agilizar la resolución amistosa de la controversia.

- **Sobre el sometimiento de las disputas a arbitraje o a tribunales ordinarios.**

a. Ventajas e inconvenientes de la sumisión a la jurisdicción española

Someter las posibles disputas derivadas de la compraventa de acciones de Aerosat a los tribunales ordinarios españoles ofrece un marco legal previsible y ajustado a derecho, y garantiza la independencia de los jueces y un procedimiento regido por las normas contenidas en la Ley de Enjuiciamiento Civil. Esta vía proporciona, además, una jurisprudencia consolidada que permite prever razonablemente el desenlace de un conflicto, menores costes frente a un arbitraje y la existencia de instancias superiores que puedan corregir una decisión inicial errónea. Por otro lado, el poder coactivo del Estado facilita la ejecución inmediata de las resoluciones, incluyendo las que otorgan medidas cautelares destinadas a preservar la eficacia del futuro pronunciamiento.

No obstante, la sumisión a la jurisdicción ordinaria presenta también algunos inconvenientes. La lentitud que caracteriza a los procedimientos judiciales en España puede ser un obstáculo, máxime si se consideran las distintas instancias y el potencial recurso ante el Tribunal Supremo. A ello se suma la falta de especialización del juez en materias sumamente técnicas en comparación al arbitraje, la rigidez del proceso y las limitaciones en cuanto a los medios de prueba. La falta de confidencialidad del procedimiento judicial podría llegar a suponer daños reputacionales o de imagen a las empresas y el carácter más local e interno de la mayoría de los tribunales españoles puede suponer una desventaja en disputas internacionales, que podrían requerir una perspectiva más amplia o especializada.

Pese a estas limitaciones, los tribunales ordinarios resultan especialmente adecuados en fases iniciales de la operación, por ejemplo, ante una ruptura injustificada de la exclusividad o el incumplimiento de acuerdos de confidencialidad antes mencionados, donde la complejidad técnica es menor y la rapidez en la obtención de medidas cautelares puede ser determinante. Por el contrario, en etapas posteriores, cuando las controversias versan sobre materias más complejas, las ventajas de la jurisdicción ordinaria se ven disminuidas, siendo en esos casos más aconsejable recurrir a un arbitraje experto y flexible.

b. Ventajas e inconvenientes de la sumisión a la jurisdicción a arbitraje

En este método de resolución de conflictos intervendrán como órgano decisor los árbitros que acostumbran a tener mayor experiencia y especialización en materias empresariales complejas (entre las que se incluye especialmente la compraventa de empresas). Además, las partes cuentan con la posibilidad de intervenir en la designación de estos profesionales y diseñar con ellos un procedimiento más flexible y adaptado a las circunstancias específicas del caso. La agilidad del arbitraje se refleja en que no existen varias instancias ni recursos amplios, lo que permite alcanzar con mayor celeridad un laudo definitivo y altamente

ejecutable en el ámbito internacional a través del Convenio de Nueva York sobre el Reconocimiento y Ejecución de las Sentencias Arbitrales, un convenio en el que tanto España como Estados Unidos son parte y que posibilita el reconocimiento de laudos arbitrales en más de 160 países. Asimismo, este procedimiento se caracteriza por su alto grado de confidencialidad, la tramitación del mismo se dará de forma privada, así se evita el conocimiento público de esta clase de disputas que puede llegar a suponer daños de imagen y reputación.

Sin embargo, el arbitraje presenta también algunos aspectos menos favorables. Su naturaleza flexible y la ausencia de un conjunto cerrado de normas procesales pueden introducir cierta imprevisibilidad sobre el curso del procedimiento, y la inexistencia de jurisprudencia vinculante dificulta prever el desenlace de la disputa. Asimismo, la imposibilidad de recurrir el laudo sobre el fondo y el mayor coste económico asociado a los honorarios arbitrales son factores a tener en cuenta, al igual que la necesidad de recurrir a la jurisdicción estatal para ejecutar efectivamente las resoluciones dictadas por el tribunal arbitral. El reconocimiento de laudos en el ordenamiento jurídico español puede verse condicionado por el artículo 41 de la Ley de Arbitraje, que contempla aquellas causas que pueden llevar a la consideración de un laudo arbitral como nulo lo cual lo dejaría sin efecto.

- **Sobre la condición de entidad cotizada del vendedor**

La obligación de revelar información privilegiada en el marco normativo del RAM y el TRLMV

La circunstancia de que el accionista mayoritario de la sociedad Aerosat sea una entidad cotizada (Desarrollos Aeroespaciales) introduce importantes implicaciones desde el punto de vista de la normativa sobre información privilegiada y abuso de mercado. TecnoCom, que evalúa la posibilidad de adquirir el 65% de Aerosat, debe ser consciente de que toda negociación o acuerdo con un vendedor sujeto al Reglamento (UE) nº 596/2014 sobre abuso de mercado (RAM) y a la Ley del Mercado de Valores española (TRLMV) está rodeada de cautelas adicionales. Ello obedece, en gran medida, a que una operación de estas características puede constituir información privilegiada, la cual, de hacerse pública, podría influir de manera significativa en la cotización de las acciones de la sociedad cotizada vendedora.

La noción de información privilegiada, recogida en el artículo 7 del RAM, abarca cualquier información concreta que no sea pública, que se refiera a un emisor o a sus valores, y que, de ser divulgada, pueda tener un efecto significativo sobre su precio. En el caso que nos ocupa, el Vendedor, por su propia condición de entidad cotizada, se encuentra sometido a la obligación de difundir al mercado, tan pronto como sea posible, la información privilegiada que le concierna, a fin de evitar desequilibrios informativos que perjudiquen a los inversores. Respecto de la consideración de información privilegiada, no es preciso esperar al acuerdo definitivo, sino que una etapa intermedia o la negociación avanzada pueden también constituir esta categoría.

Dado que esta clase de operaciones frecuentemente se negocian en secreto, la normativa determina, no obstante, la posibilidad de retrasar la difusión de la información privilegiada, siempre bajo estrictas condiciones. El emisor podrá optar por aplazar su publicación si se cumplen los siguientes tres requisitos

1. La difusión inmediata debe perjudicar intereses legítimos del emisor;
2. El retraso no debe inducir a confusión o engaño al público inversor;
3. El emisor debe garantizar la confidencialidad de la información durante todo el periodo de demora. Si la publicación prematura de los avances pudiera frustrar el acuerdo o alterar injustificadamente la cotización, el emisor cotizado puede posponer la comunicación, siempre y cuando extreme las cautelas para preservar el secreto y evitar filtraciones.

Así, la sociedad que retrase la publicación no queda liberada de sus obligaciones, debe, desde el primer momento, documentar por escrito las circunstancias que motivan el retraso, el momento en que surge la información privilegiada, la identidad de las personas involucradas en la toma de decisiones, así como las medidas adoptadas para preservar la confidencialidad. Esta labor de documentación permitirá acreditar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en caso de ser requerido, que el retraso estaba justificado y que se cumplieron escrupulosamente las condiciones exigidas por el RAM.

Además, el RAM exige que, una vez que la información privilegiada retenida se haga finalmente pública, el emisor comunique “inmediatamente después” a la autoridad supervisora el retraso que se produjo.

El incumplimiento de las consideraciones expuestas podría llevar a la sociedad cotizada a enfrentarse a sanciones y otras repercusiones negativas, impuestas por la CNMC, que dañarían no sólo la operación, sino también su imagen y credibilidad.

Por tanto, respecto de la presente operación, aunque TecnoCom no asume por sí misma las obligaciones de difusión, ya que no es la sociedad emisora de valores cotizados, debe ser consciente de que su contraparte, el Vendedor, sí está sujeta a estas normas. Esto significa que TecnoCom podría verse implicada, indirectamente, en la implementación de medidas de confidencialidad intensas como la exigencia a TecnoCom de la suscripción de estrictos acuerdos de confidencialidad, así como garantizar que el número de personas con acceso a la información sea reducido al mínimo necesario. Además, si en algún momento se produce una filtración informativa cuyo origen proceda de TecnoCom, habría que estudiar las posibles consecuencias económicas de la filtración y, en consecuencia, su posible repercusión respecto del sujeto revelador.

- **Sobre la perspectiva penal de la compraventa de la totalidad de las acciones de la Target.**

La sucesión universal en el ámbito societario opera cuando se produce una modificación estructural, como una fusión, absorción o escisión, y conduce a la transmisión íntegra de derechos, obligaciones y posibles responsabilidades de una sociedad a otra. Conforme al artículo 34 del Real Decreto-ley 5/2023, la entidad resultante asume el patrimonio, cargas y pasivos de la preexistente, abarcando, en su caso, responsabilidad penal. Esto significa que, si la sociedad originaria hubiese incurrido en ilícitos, la sucesora heredaría sus consecuencias jurídicas, incluidas las sanciones administrativas o penales.

Sin embargo, en la compraventa de acciones esta sucesión universal no tiene lugar. No existe una operación como las contempladas en el artículo 130.2 del Código Penal, que dispone la extensión de la responsabilidad penal a las entidades resultantes de transformaciones, fusiones o escisiones. La sociedad adquirida permanece idéntica a sí misma, conservando su personalidad, denominación y forma jurídica. Lo único que cambia es la titularidad del capital social, sin que ello suponga, por sí solo, el traslado de responsabilidad penal al comprador. Aun así, quien adquiere la totalidad de las acciones debe ser cauto. Si la sociedad objetivo se encuentra inmersa en procedimientos penales o incumplimientos graves, su valor y reputación pueden verse perjudicados, afectando a los intereses del nuevo titular.

Por ello, el adquirente debe realizar una due diligence penal y de compliance antes de cerrar la operación. El artículo 31 bis del Código Penal permite imputar responsabilidad penal a la empresa cuando el delito se haya facilitado por falta de controles adecuados. Analizar el programa de compliance, las políticas contra la corrupción o el blanqueo de capitales, los sistemas de control interno, el canal de denuncias internas (whistleblowing) y las formaciones impartidas al personal constituye una medida de prudencia esencial. De igual modo, puede solicitarse la certificación de antecedentes penales, informes internos o actas de auditoría, y verificar el seguimiento de las pautas marcadas en la Circular 1/2016 de la Fiscalía General del Estado. Todo ello aporta una información fundamental con relación al sistema de prevención de riesgos penales en la sociedad adquirida.

Asimismo, el despacho en su asesoramiento en la operación debe cumplir con la normativa de prevención de blanqueo de capitales contemplada en la Ley 10/2010. Esta ley obliga a aplicar un procedimiento Know Your Client (KYC) que implica recabar información exhaustiva sobre el cliente: escritura de constitución, CIF, estructura societaria, datos del órgano de administración, auditores y notas simples del Registro Mercantil, así como un formulario KYC. Según la complejidad de la operación y el perfil del cliente, se adoptarán medidas de diligencia debida normales, simplificadas o reforzadas, de forma proporcional al riesgo existente.

III. Modificaciones en el pacto de socios

- **Imponer al socio minoritario Holding Familiar DXVL, S.L. la obligación de no transmitir sus participaciones durante un determinado plazo.**

La prohibición de no transmitir las acciones en una sociedad anónima es una figura muy utilizada en el ámbito societario, sin embargo, no se encuentra desprovista de polémica. Es perfectamente posible establecer una restricción a la venta de las acciones, sin embargo, cabe poner de manifiesto la cuestión acerca de cómo y por cuanto tiempo puede hacerse. Pues bien, realmente la pregunta puede resolverse desde dos primas, por un lado desde la regulación estatutaria y, por otro, desde la estatutaria, esta última es, la que se nos propone que estudiemos.

No cabe ninguna duda de que, desde el punto de vista estatutario, la restricción a la transmisión de acciones ofrece una mayor seguridad jurídica, pues su validez y eficacia pueden determinarse a la luz de la normativa que regula expresamente esta figura. Así, el artículo 123.2 del Reglamento del Registro Mercantil admite la inscripción de cláusulas estatutarias que prohíban la transmisión voluntaria de las acciones por un plazo no superior a dos años desde la constitución de la sociedad, imponiendo una severa limitación temporal. Esta introducción en los estatutos, una vez inscrita, genera un efecto erga omnes que obliga a cualquier potencial adquirente a consultar el Registro, impidiéndole alegar ignorancia de la restricción. Incluso el comprador de buena fe que presuponía la libre transmisibilidad de las acciones verá frustrada su intención de adquirirlas o de legitimarse como socio, ya que la sociedad podrá oponerle la limitación estatutaria.

Si bien, la modificación estatutaria, con base en lo dispuesto en el artículo 123 de la Ley de Sociedades de Capital, exige el cumplimiento de condiciones adicionales: las acciones afectadas deben ser nominativas, la restricción ha de aparecer claramente en los estatutos y éstos deben detallar su contenido y el valor razonable de las acciones no puede verse impedido por la limitación (conforme a lo previsto en el artículo 125 LSC y en el artículo 123.6 y 7 RRM).

Respecto de la vía estatutaria, si un socio se opone a la modificación, no quedará vinculado durante los tres meses posteriores a la publicación en el BORME, lo que permitiría a Holding Familiar vender antes de que la restricción le afecte. Además, la limitación temporal que impone el propio artículo 123 RRM (dos años desde la constitución de la sociedad) puede resultar en un obstáculo prácticamente insalvable si, como es probable, la sociedad ya supera con creces esa antigüedad. Por último, la modificación estatutaria exige el acuerdo de la junta general y la conformidad específica de la clase de acciones afectadas.

Fijada ya la cuestión respecto de la regulación estatutaria, debemos atender a la extraestatutaria. En este caso las diferencias son significativas, pues las limitaciones a este tipo de cláusulas introducidas en acuerdos privados ya no se rigen por las limitaciones que las reglas

societarias puedan imponerles, sino que quedarán restringidas por lo contemplado en el artículo 1255 del Código Civil, en este sentido, los acuerdos serán válidos siempre que no sean contrarios a las leyes, a la moral ni al orden público. Así lo determinó el Tribunal Supremo en su sentencia 616/2012 de 23 de octubre de 2012:

el examen de licitud de los pactos parasociales, en cuanto convenios celebrados por varios o incluso todos los socios, a fin de regular sus relaciones internas, como afirma la sentencia 371/2010, de 4 de junio, no están constreñidos por los límites que a los acuerdos sociales y a los estatutos imponen las reglas societarias -de ahí gran parte de su utilidad-, sino a los límites previstos en el artículo 1255 del Código Civil

Por tanto, si la decisión pasa por establecer esta limitación a través de un pacto parasocial puede superarse el límite de los dos años, sin embargo, surgen en este punto dos dudas importantes

a. Que rango temporal puede establecerse

¿Cuántos años de prohibición podrán establecerse? El Tribunal Supremo se ha pronunciado en repetidas ocasiones sobre la naturaleza de la sociedad anónima determinado su carácter de sociedad abierta (Sentencia del Tribunal Supremo 3678/2011 de 10 de enero de 2011)

una sociedad anónima no puede tener una regulación estatutaria que la configure como esencialmente personalista o absolutamente cerrada por estar ello en contradicción con los principios configuradores de la sociedad anónima

Por tanto, a la hora de establecer el ámbito temporal de esta restricción ha de tenerse en cuenta el carácter de sociedad abierta de esta tipología societaria, así, desde nuestro punto de vista consideramos, que la restricción no debería superar los cinco años, ello en atención a las diferentes estrategias que se utilizan en ámbitos empresariales relacionados como son el private equity o las joint ventures.

b. Que sucede en caso de incumplimiento

En este caso, tal y como apuntábamos, la protección es menor por cuanto el presente acuerdo no produce la eficacia erga omnes que se deriva de la inscripción de la regulación estatutaria. Por tanto, en caso de que Holding Familiar DXVL, S.L. incumpliera el acuerdo, no podría imponerse el mismo al tercero adquirente de buena fe que adquirió bajo la certeza de que quien transmitía era el verdadero titular de las acciones. En este caso podrá exigirse un indemnización por daños y perjuicios y, en su caso, recomendamos fijar en el propio pacto lo que se conoce como cláusulas penales, con la intención de regular las consecuencias del incumplimiento por el socio minoritario.

- **Sobre la introducción de un derecho de arrastre o drag along.**

El derecho de arrastre, también conocido como “drag-along”, constituye un mecanismo contractual de gran relevancia en el ámbito societario, por cuanto permite a un determinado socio, habitualmente el mayoritario, forzar a los demás socios, incluidos los minoritarios, a vender sus acciones en el momento en que aquella participación mayoritaria (Tecnocom) alcance un acuerdo con un tercero interesado en adquirir el control de la sociedad.

En cuanto a su fundamentación, el derecho de arrastre no solo se concibe como una herramienta para corregir situaciones de bloqueo derivadas del poder de veto o de la capacidad obstructiva de las minorías, sino también como un modo de asegurar la continuidad y viabilidad del proyecto empresarial. Si se permite que un minoritario bloquee una operación claramente beneficiosa para la sociedad en su conjunto, la consecuencia puede ser la pérdida de oportunidades atractivas de venta, la devaluación del negocio, e incluso un eventual deterioro patrimonial del conjunto de la sociedad.

Ahora bien, la configuración de este derecho presenta dos vías principales de articulación. Tal y como se explicaba respecto de la cuestión anterior, esta medida puede configurarse a través de vía la estatutaria y la parasocial. Si la cláusula se incorpora a los estatutos de la sociedad y se inscribe en el Registro Mercantil, adquiere una eficacia erga omnes que la convierte en plenamente oponible a terceros. En tal caso, el comprador eventual no podrá alegar desconocimiento de la restricción, y cualquier socio entrante quedará sometido a esa limitación, impidiéndose así su posición contraria a una eventual compraventa del conjunto social. Por el contrario, cuando el derecho de arrastre se establece por la vía parasocial, su eficacia queda circunscrita a las partes firmantes y no se proyecta frente a terceros adquirentes de buena fe que no hayan suscrito o consentido expresamente esas condiciones.

Desde este punto de vista, la configuración a través del pacto parasocial, a raíz del artículo 1091 del Código Civil, el contrato sería ley entre las partes, pero no oponible frente a terceros, si bien es cierto que, como comentábamos anteriormente, sería posible, para el caso de inobservancia del acuerdo privado por los socios minoritarios reclamar una indemnización por daños y perjuicios o en su caso el cumplimiento de las cláusulas penales contempladas en el propio acuerdo.

Vamos a introducir algo más la cuestión desde el punto de vista de su previsión estatutaria, pues consideramos que debería ser la opción mas atractiva.

La incorporación de una cláusula de arrastre en los estatutos, como apuntábamos, conlleva efectos jurídicos significativamente más intensos que la mera suscripción de un pacto parasocial. En la línea de los “condicionamientos” a la transmisión de acciones previstos en el artículo 123 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), estas cláusulas condicionan la transmisión, de esta forma, estamos ante una figura que puede forzar al socio afectado a abandonar la

sociedad, integrando de este modo la propia posición jurídica del accionista. Su validez encuentra anclaje en la posibilidad de prever estatutariamente la exclusión del socio, reconocida en el artículo 351 LSC, y en la incorporación de nuevas obligaciones a cargo de los socios, contemplada en el artículo 291 LSC, siempre que se cuente con el consentimiento individual de todos los afectados.

Esta naturaleza societaria permite la inscripción de la cláusula en el Registro Mercantil, lo que la hace oponible erga omnes. No obstante, su admisión no es incondicional. Por un lado, la exigencia de unanimidad en su adopción garantiza que ningún socio se vea vinculado a la obligación de vender contra su voluntad sin haber otorgado su consentimiento expreso. Por otro, la conformación estatutaria de este instrumento obliga a respetar el principio de valor razonable del precio que debe percibir el socio obligado a transmitir. El legislador exige que el reembolso o contraprestación no resulte arbitraria ni conculque el derecho esencial del socio a obtener un valor acorde a la verdadera dimensión de su participación.

- **Condición suspensiva respecto de las modificaciones (i) y (ii)**

Las modificaciones expuestas resultan fundamentales de acuerdo con las exigencias de Tecnocom como comprador, es por ello que, en este tipo de operaciones lo que se suele hacer es establecer una serie de condiciones, que ya han sido mencionadas anteriormente en este informe. La idea en este punto es establecer una condición suspensiva en virtud de la cual para que el contrato quede perfeccionado será necesario que se cumplan las modificaciones expuestas respecto del pacto parasocial existente.

- **Eliminación de los derechos de veto en la Junta y el Consejo que con la actual redacción corresponden a ABNEST BV.**

Con relación a la eliminación de los derechos de veto que actualmente posee ABNEST BV en la Junta y el Consejo, resulta factible llevarla a cabo siempre que se alcance el acuerdo exigido por la cláusula 13 del Pacto de Socios. Dado que la redacción vigente del pacto prevé su modificación mediante el voto favorable de al menos el 80% del capital, y considerando que el Vendedor (con el 65%) y Holding Familiar DXVL, S.L. (con el 20%) suman ya el 85%, se dispone de la mayoría suficiente para revocar tales derechos. De este modo, podrá introducirse en el propio Pacto la supresión de las prerrogativas de ABNEST BV, privándola así de su poder de veto en los órganos sociales.

Conforme a la estrategia previamente delineada, el contrato de compraventa (SPA) deberá incorporar una condición suspensiva que exija la efectiva novación del Pacto de Socios, estableciendo que la compraventa no producirá efectos jurídicos hasta el cumplimiento de las modificaciones acordadas. Entre dichas modificaciones deberá incluirse expresamente la supresión de los derechos de veto de ABNEST BV, asegurando así la plena viabilidad del control y la gestión de la sociedad por parte de Tecnocom, una vez completada la operación.

Asimismo, se aconseja asegurar en el texto definitivo del Pacto la inclusión de una cláusula clara y precisa que, además de eliminar los derechos de veto, garantice que no se otorgarán nuevas facultades de esta índole a ABNEST BV.

IV. Sobre la operación de compraventa de activos y pasivos

- **Información deberíamos pedir a la Target para asegurarnos de que el conjunto de activos y pasivos a adquirir constituye una unidad autónoma de negocio**

1. Introducción a la figura del “asset deal” (compraventa de activos y pasivos)

La compraventa de activos y pasivos, conocida también como “asset deal”, constituye una modalidad de adquisición de empresas en la que, en lugar de adquirirse la totalidad del capital social de la entidad, se identifican y traspasan de forma individualizada los elementos que la componen, incluyendo bienes inmuebles, maquinaria, inventarios, derechos inmateriales e incluso determinadas obligaciones vinculadas al negocio. Este tipo de operación puede resultar especialmente útil cuando el comprador solo está interesado en determinados activos o líneas de negocio, evitando así asumir aquellos pasivos u obligaciones que considere indeseables o de riesgo excesivo, si bien, este principio de excepción deberá conjugarse con el deber de responsabilidad por los pasivos afectos a los activos adquiridos.

A diferencia de la compraventa de acciones, en la que el cambio de titularidad del capital social conlleva la transmisión indirecta de todos los activos y pasivos de la sociedad sin necesidad de individualizarlos, la compraventa de activos requiere una cuidadosa identificación de los elementos objeto de transmisión, además de la obtención de los consentimientos de terceros involucrados, como pueden ser clientes, proveedores o arrendadores. Esto hace que las operaciones basadas en la compraventa de activos y pasivos resulten a menudo más complejas, costosas y dilatadas en el tiempo.

2. La correcta identificación del objeto del contrato de compraventa de activos.

La pregunta relativa a qué información deberíamos solicitar a la Target para asegurarnos de que el conjunto de activos y pasivos objeto de la operación constituye una unidad autónoma de negocio se vincula directamente con la necesidad de identificar con claridad el objeto de la compraventa de activos. Uno de los desafíos de este tipo de transacción es cerciorarse de que la selección de bienes, derechos y obligaciones que se transmiten es suficientemente precisa y, además, adecuada para dar continuidad a la actividad económica que se pretende adquirir. Por ello, el comprador necesita un nivel de detalle muy alto en cuanto a las características, usos y sujeciones de cada uno de los elementos que conforman el negocio, incluidos los contratos clave y las relaciones con proveedores, clientes y acreedores.

En el marco de un proceso de due diligence asociado a este tipo de operación, será fundamental la identificación de todos aquellos elementos que permitan concebir el objeto de compraventa como una unidad autónoma de negocio. Así, resulta oportuno que se proporcione al adquirente todo lo necesario para el desenvolvimiento normal de la actividad, lo que incluye recursos humanos, contratos con terceros y cualquier otro elemento que, de modo conjunto,

permita que la actividad siga funcionando sin ningún tipo de sobresalto. Ello implicará, conocer con detalle la estructura organizativa asociada a la línea de negocio, la relación laboral con los empleados que la conforman, la titularidad y protección de los derechos de propiedad intelectual e industrial, la situación de los contratos de suministro y ventas, las autorizaciones administrativas y licencias necesarias para su operativa, así como cualquier obligación legal o reglamentaria que resulte inherente a la continuidad de la actividad. Adicionalmente, será necesario identificar la información financiera completa y segregada que permita determinar, con claridad, las partidas de ingresos, costes, gastos y pasivos asociados a la actividad que se pretende adquirir.

Asimismo, resulta fundamental acudir a una figura independiente con la intención de que se pronuncie sobre si el objeto de transmisión puede entenderse como el conjunto de activos y pasivos adscritos a la rama de actividad aeroespacial de Aerosat. En este sentido, resultará fundamental contar con un informe del auditor de la compañía que se pronuncie al respecto.

La inclusión en el contrato de compraventa de activos de una cláusula de cierre que prevea la transmisión de todos los bienes y derechos necesarios para el desarrollo de la actividad pretendida es una técnica común para evitar la fragmentación de la operación y asegurar la integridad funcional de la unidad económica adquirida.

- **Implicaciones principales tiene una compra de activos desde un punto de vista fiscal, laboral, penal o de cualquier otro tipo**

1. Principio de especialidad y excepción y el régimen de responsabilidad

En este tipo de operaciones opera lo que se conoce como el principio de especialidad y excepción respecto de los activos y pasivos que conforman el perímetro de la compraventa. En este sentido, comprador y vendedor pactan qué bienes, derechos y pasivos se adquieren, lo que brinda al comprador un mayor control sobre el perímetro de la operación, y, en teoría, debería facilitar la minimización de los riesgos asociados a pasivos no deseados. Sin embargo, este mismo instrumento no garantiza (como veremos en el siguiente punto con más detalle) que el adquirente quede a salvo de asumir obligaciones ocultas o inherentes a los activos adquiridos.

2. Sucesión en las obligaciones laborales y de la Seguridad Social

La cuestión de la sucesión en las obligaciones laborales y de la Seguridad Social constituye una excepción destacada al principio general de especialidad señalado que rige en las compraventas de activos y pasivos. A pesar de la ventaja teórica que ofrece este tipo de transacción a la hora de elegir qué bienes, derechos y pasivos se adquieren, lo cierto es que, si la operación implica la transmisión de una unidad productiva autónoma (y no simplemente un conjunto de activos aislados), el adquirente deberá asumir las obligaciones laborales y de la

Seguridad Social del anterior titular. Esta regla, establecida en el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores, garantiza la continuidad de las relaciones de trabajo y la protección de los empleados frente a cambios en la titularidad de la actividad que desarrollan.

3. Sucesión en las obligaciones tributarias

De igual forma, en sucesión de las obligaciones tributarias constituye una excepción a la que opera en materia laboral y de Seguridad Social. A pesar de que, en principio, la compraventa de activos ofrece la posibilidad de decidir qué pasivos se asumen, el artículo 42.1.c) de la Ley General Tributaria impone una responsabilidad solidaria sobre el adquirente de una actividad económica respecto de las deudas y obligaciones tributarias del transmitente. Esto supone que, al adquirir una unidad económica productiva, el comprador no puede desligarse sencillamente de las cargas fiscales que afectaban al anterior titular, ya que se ve obligado a responder solidariamente por las mismas.

No obstante, la Ley General Tributaria ofrece un mecanismo para atenuar o acotar esta asunción de riesgos. El futuro adquirente puede solicitar a la Administración tributaria, con la previa conformidad del actual titular, una certificación detallada de las deudas, sanciones y responsabilidades tributarias vigentes. Esta certificación, emitida en el plazo de tres meses, limita la responsabilidad del adquirente a las sumas allí recogidas; es decir, no responderá de obligaciones no incluidas en la misma.

4. Sobre la transmisión de la responsabilidad penal

Desde el punto de vista penal, resulta indispensable considerar la asunción de responsabilidades derivada de la sucesión de empresas conforme a lo indicado en el artículo 130.2 del Código Penal. Aunque esta disposición no regule de forma específica la compraventa de activos y pasivos, es factible equiparar dicha operación a una situación de continuidad empresarial. La jurisprudencia ha venido precisando que, en tales casos, la atribución de infracciones de índole administrativa o penal se producirá siempre que exista una clara identidad económica en los bienes que se traspasan o transforman, como, en principio parece darse en el caso concreto.

De este modo, TecnoCom deberá llevar a cabo un análisis minucioso durante la fase de due diligence, con el objeto de identificar cualquier infracción previa en la que pudiera haber incurrido la empresa objeto de adquisición.

5. Sobre la tributación de este tipo de operaciones, exención con relación al IVA.

En este contexto, es fundamental analizar la posible sujeción al Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA) de la estudiada operación. Conforme al artículo 19 de la Directiva 2006/112/CE y el artículo 7. 1º de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido

(LIVA), la transmisión de un conjunto de elementos corporales e incorporeales que, formando parte del patrimonio empresarial del transmitente, constituyan una unidad económica autónoma no está sujeta al IVA. Este concepto se conoce como "transmisión de negocio en marcha" y excluye específicamente la mera cesión de bienes aislados.

Para que la operación entre TecnoCom y Aerosat se considere una transmisión de negocio en marcha y, por ende, esté exenta de IVA, es necesario que el conjunto de activos y pasivos transmitidos permita al adquirente desarrollar una actividad económica de manera autónoma. Esto implica que se transmitan todos los elementos precisos para la continuidad del negocio, tales como inmuebles, maquinaria, contratos clave, licencias, personal y cualquier otro activo intangible relevante como patentes y know-how. La jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) en el asunto C-444/10 (Zita Modes Sàrl) y del Tribunal Supremo español en diversas sentencias (por ejemplo, TS 28-11-13, EDJ 256927) ha establecido que lo esencial es la transmisión de una unidad económica capaz de operar de forma independiente bajo la nueva titularidad, independientemente de si el adquirente continúa o no con la misma actividad que el transmitente, siempre que se acredite la intención de mantener los activos adquiridos afectados al desarrollo de una actividad económica.

Sin embargo, cabe tener en consideración que, con relación con la tributación en el Impuesto sobre Sociedades, la operación de compraventa de activos y pasivos presenta un tratamiento fiscal que generalmente resulta menos beneficioso para el titular actual. Conforme al artículo 6 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, en una compraventa de activos, las plusvalías generadas por la transmisión de los activos que superen su valor de adquisición estarán sujetas al Impuesto sobre Sociedades de la sociedad vendedora. Esto implica que Aerosat deberá tributar por las ganancias obtenidas de la venta de sus activos, lo cual puede llegar a influir considerablemente en el precio de la operación.

- **Cautelas conviene tener en cuenta de cara a realizar una adquisición de unidad autónoma de negocio**

1. Régimen de responsabilidad que opera en este tipo de operaciones

Como se apuntaba en la cuestión anterior, uno de los aspectos clave en la adquisición de una unidad autónoma de negocio mediante compraventa de activos es el régimen de responsabilidad que asume el comprador. A diferencia de la compraventa de acciones, en la que el adquirente afronta un riesgo limitado al importe invertido (principio general de limitación de la responsabilidad que rige en las sociedades capitalistas), en la compraventa de activos el adquirente puede verse expuesto a pasivos no previstos cuya cuantía puede superar el precio pagado. Esto se debe a que la transmisión no consiste en la adquisición de la sociedad, sino de los bienes y derechos que la conforman, junto con las potenciales obligaciones asociadas a dichos activos, ya sean de carácter medioambiental, laboral o de otra índole.

Por este motivo, resulta indispensable llevar a cabo un análisis previo exhaustivo que permita identificar posibles riesgos antes del cierre de la operación, así como negociar cuidadosamente las cláusulas del contrato para establecer representaciones, garantías y cláusulas de indemnización (“representations”, “warranties” e “indemnity clauses” ya mencionada anteriormente en el presente informe) y otros mecanismos que limiten la eventual asunción de responsabilidad por el comprador. Asimismo, resultará fundamental el estudio del establecimiento de medidas específicas respecto de las contingencias encontradas en el procedimiento de due diligence (escrow, garantías, avales, reducción del precio...).

De esta forma, TecnoCom podrá mitigar las consecuencias de enfrentarse a pasivos ocultos, que podrían comprometer gravemente la rentabilidad y la viabilidad del negocio adquirido.

2. La asunción de deuda.

Como apuntábamos, cuando TecnoCom considera adquirir una unidad de negocio específica de Aerosat en España mediante una compraventa de activos y pasivos, se enfrenta no solo a la transmisión individualizada de bienes y derechos, sino también a la necesidad de asumir determinadas obligaciones, incluyendo las deudas relacionadas con la actividad que se adquiere, produciéndose así un cambio en la titularidad de la deuda asociada al activo adquirido.

La legislación civil española, concretamente el Código Civil (CC), reconoce la posibilidad de sustituir el sujeto pasivo de la obligación. Así, el art. 1203.2º del CC permite las modificaciones de las obligaciones, incluida la sustitución de la persona del deudor, siempre que se cumplan las condiciones legales pertinentes.

En el marco de la compraventa de una unidad de negocio, la asunción de deuda se configura típicamente como un acuerdo entre el deudor original (el vendedor, Aerosat) y el nuevo deudor (el comprador, TecnoCom), integrado en el contrato de compraventa de activos. Tras la firma de este contrato, el acreedor deberá prestar su consentimiento para liberar al deudor original. Esta liberación del anterior deudor solo se produce, por tanto, cuando el acreedor consiente expresamente (o tácitamente, en ausencia de prohibición legal), conforme a lo dispuesto en el art. 1205 del CC. Este requisito es esencial, ya que sin el consentimiento del acreedor no se produce una sustitución liberatoria, y el deudor original no se desvincula de la obligación. De ahí que, en el contrato de compraventa, sea aconsejable regular la obtención de ese consentimiento, las consecuencias de no lograrlo y los plazos para hacerlo.

La práctica habitual en operaciones de transmisión de unidades económicas es exigir contractualmente que el consentimiento del acreedor conste de forma expresa y que se obtenga con posterioridad a la firma del contrato. En otras palabras, el contrato de compraventa de activos se cierra con la previsión de que más tarde el acreedor, tras analizar las condiciones, otorgue su conformidad a la sustitución del deudor. Esto plantea la cuestión de qué sucede si,

Llegada la hora, el acreedor rehúsa prestar dicho consentimiento. En ausencia de regulación específica en el contrato, surge una situación jurídicamente compleja. El Tribunal Supremo, en dos sentencias del 5 de noviembre de 2015, abordó este asunto, inclinándose por la denominada “asunción cumulativa”. De acuerdo con esta interpretación, si el acreedor no presta su consentimiento, la asunción de deuda no es puramente ineficaz, sino que el nuevo deudor se incorpora a la relación obligatoria sin liberar al antiguo.

3. La cesión de la posición contractual.

Otro elemento clave será la cuestión relativa a la cesión de la posición contractual para asegurar la continuidad efectiva de los contratos que resulten esenciales para el desarrollo de la actividad. A diferencia de la mera cesión de créditos o de la asunción de deudas, la cesión de la posición contractual implica un traspaso global de la relación contractual subyacente, trasladando tanto las obligaciones como los derechos derivados del contrato a un nuevo sujeto.

La base legal de esta figura no se encuentra en una norma general expresa que la regule, pero no por ello se considera prohibida. La libertad de pactos reconocida en el artículo 1255 del Código Civil brinda el soporte normativo para que cedente y cesionario pacten la transmisión integral de una posición contractual siempre que no contravenga normas imperativas ni el orden público. La jurisprudencia y la doctrina han asumido con naturalidad este negocio atípico.

Esta operación exige, no obstante, ciertas condiciones. Para que exista una cesión de posición contractual, debe tratarse de un contrato con prestaciones recíprocas y con obligaciones aún pendientes de ejecución. Por ello, se aplica con frecuencia en contratos de larga duración o de tracto sucesivo, aplicación al caso:

- Contratos de arrendamiento de maquinaria
- Contratos principales con fabricantes de motores y compañías aeronáuticas
- Licencias de explotación de sus patentes a otras empresas, fundamentalmente la licencia exclusiva a favor de la sociedad holandesa ABNEST BV

Además, al igual que con la asunción de deuda, se requiere el consentimiento del contratante cedido, ya que este se verá obligado en lo sucesivo frente a un nuevo sujeto, el cesionario, Tecnocom, con el que no contrató en origen.

Desde la perspectiva de las partes involucradas, podemos distinguir tres relaciones: entre cedente y cesionario, entre cedente y contratante cedido, y entre cesionario y contratante cedido. Entre cedente y cesionario suele acordarse que el primero queda liberado de las obligaciones futuras, mientras se compromete a indemnizar y mantener indemne al cesionario por los incumplimientos anteriores a la cesión.

En la relación entre el cedente y el contratante cedido, la cesión consentida no exime al cedente de responsabilidad por hechos ocurridos con anterioridad al traspaso. Por su parte, en la relación entre el cesionario y el contratante cedido, tras el consentimiento de este último, la relación se desarrolla con normalidad, y ambos deberán cumplir las obligaciones pendientes, pudiendo oponer las excepciones propias del contrato.

4. Condiciones suspensivas necesarias.

En consideración a la importancia de la obtención de los consentimientos de acreedores y contratantes cedidos para que la cesión de la posición contractual y la asunción de la deuda surtan plenos efectos liberatorios, Tecnomcom deberá incluir en el contrato de compraventa de activos y pasivos una serie de condiciones suspensivas que condicionen la eficacia del acuerdo a la efectiva obtención de dichos consentimientos.

5. Condición de inversión extranjera de la operación.

Con relación al Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, sobre el régimen jurídico de las inversiones exteriores, es sin duda aplicable al caso y, por tanto, será obligatorio declarar la adquisición a la Dirección General de Comercio e Inversiones dentro de los plazos y siguiendo las formalidades estipuladas por la normativa sectorial correspondiente, por cuanto la normativa se aplica cuando la inversión proviene de un paraíso fiscal.

Adicionalmente, cabe poner de manifiesto que cualquier inversión que impacte o pueda impactar en actividades vinculadas al ejercicio del poder público, el orden público, la seguridad o la salud públicas, requerirá una autorización administrativa previa. Esta autorización se concede cuando así lo determine el Consejo de Ministros, asegurando que las inversiones no comprometan aspectos fundamentales del interés nacional. Asimismo, las adquisiciones que tengan como objetivo actividades directamente relacionadas con la defensa nacional también deben obtener una autorización administrativa.

6. Autorización por la Junta general en caso de activo esencial.

El artículo 160 f) del código civil establece la imposición de someter sobre la enajenación de activos esenciales a la junta general de la compañía, esta es una cuestión que deberá tenerse en cuenta puesto que muy probablemente la transmisión de la rama de actividad aeroespacial de Aerosat precise de un acuerdo de Junta General.

- Cartera de intangibles (patentes y know how) de la Target, principales cuestiones sobre las que tendríamos llamar la atención de Tecnomcom

En el marco de la operación que Tecnomcom esta valorando, resulta imprescindible detenerse con especial atención en la cartera de intangibles de la Target, compuesta por un conjunto de patentes, know how tecnológico de gran valor y determinadas licencias de

explotación otorgadas a terceros. Esta parcela del negocio es un activo estratégico capaz de condicionar de forma significativa la valoración económica de la compañía y, por ende, la negociación global del precio de compraventa. Desde esta perspectiva, a la hora de asesorar a TecnoCom, conviene subrayar una serie de cuestiones que deberán analizarse de forma exhaustiva tanto en la fase de due diligence previa a la operación como en la configuración posterior del SPA y en las garantías que el comprador exija al Vendedor.

La primera consideración ha de ser la necesidad de verificar la efectiva titularidad de las patentes, marcas, diseños y demás derechos de propiedad industrial que la Target ostenta en la actualidad. No basta con confiar en la buena fe del vendedor o en la información preliminar proporcionada, es preciso asegurarse de que las patentes se encuentren debidamente registradas a nombre de la Target y de esta forma tratar de asegurar la no concurrencia de terceros en reclamación de derechos sobre las mismas. La situación es similar en el caso de las marcas, que según su territorio de protección podrán estar registradas ante la Oficina Española de Patentes y Marcas o ante la Oficina de Propiedad Intelectual de la Unión Europea. Cuando una empresa que opera en el mercado internacional no cuenta con el nivel de protección adecuado en diferentes jurisdicciones, el riesgo de controversias y litigios aumentará de forma significativa, pudiendo afectar a la expansión o a la explotación de estos activos en otros países. Por tanto, el examen de la documentación registral y el alcance de la protección territorial es una cuestión esencial a tener en cuenta antes de determinar el precio y la conveniencia de la inversión.

A lo anterior se suma el análisis de la vigencia de las patentes y del resto de derechos, teniendo en cuenta que las patentes suelen contar con un plazo limitado de protección (habitualmente veinte años desde la fecha de su solicitud). Si la operación se sustenta en gran medida en el valor que aportan dichas patentes, resultará crítico conocer en qué momento expirará la protección. Asimismo, la presencia de secretos empresariales, configurados conforme a la ley de secretos empresariales, obliga a comprobar el grado de confidencialidad interna, las medidas adoptadas por la Target para mantenerlos en secreto, así como los eventuales acuerdos con terceras partes a las que se haya transmitido información sensible. Si no existe un marco robusto de protección interna, el “know how” podría diluirse rápidamente, perdiendo así su valor como activo diferencial.

Con referencia a la posible incidencia de estas cuestiones en el plano contractual, se hace necesario examinar con detalle las licencias de explotación que la Target ha concedido a otros operadores. El caso de la licencia exclusiva a favor de la sociedad holandesa ABNEST BV sobre la patente europea con mayores ingresos por royalties es un ejemplo claro. Antes de avanzar en la operación, TecnoCom debe conocer las condiciones de esa licencia, las facultades concedidas al licenciataria, la duración, las cláusulas de terminación anticipada y las restricciones que, en su caso, puedan condicionar el uso futuro de dicha patente por parte del nuevo accionista mayoritario. Si en la fase post-adquisición TecnoCom desea reorganizar la

cartera de intangibles, trasladar ciertas tecnologías a otras jurisdicciones o renegociar las condiciones, será relevante que el contrato con ABNEST no limite dicha capacidad de gestión. En este sentido, las licencias existentes deben analizarse con la misma minuciosidad que las patentes, marcas y demás derechos que integran el conjunto tecnológico de la Target.

Una vez concluida la due diligence, el contrato de compraventa (SPA) deberá reflejar adecuadamente las conclusiones y tratar de corregir las contingencias detectadas. Resulta aconsejable, por ejemplo, incluir declaraciones y garantías (reps and warranties) específicas relativas a la existencia, titularidad, protección y ausencia de gravámenes u otros derechos de terceros sobre las patentes y el know how, con el objetivo de obligar al vendedor a responder de cualquier inexactitud. Del mismo modo, se deberá articular una cláusula de indemnización que cubra los daños y perjuicios que Tecnocom pudiera sufrir si, tras la ejecución de la compraventa, se revelara la falta de protección jurídica de un activo clave o el incumplimiento de las condiciones establecidas en alguna licencia.

Por otro lado, las cláusulas de confidencialidad ya tratadas en la fase inicial del presente dictamen, deberán permitir a Tecnocom salvaguardar información confidencial y restringir su divulgación por parte del Vendedor, de los accionistas salientes, de los empleados clave y de terceros con acceso a datos sensibles. El ámbito de aplicación de estas cláusulas de confidencialidad no debe limitarse a las partes involucradas en la compraventa; en la medida de lo posible, han de abarcar a todos aquellos que, dentro del personal interno o de las relaciones con proveedores y socios tecnológicos, tengan conocimiento del know how. Esta protección se extiende también a las relaciones laborales, en las que normalmente el Estatuto de los Trabajadores y los contratos individuales prevén obligaciones de secreto. Tecnocom debe revisar estas cláusulas y, en caso de que no sean suficientes o estén ausentes, negociar pactos de no competencia post-contractual y acuerdos de confidencialidad más estrictos con los empleados clave, particularmente con los seis ingenieros de alto nivel cuya contribución intelectual es crítica para el mantenimiento del valor tecnológico de la Target.

La retención del talento y la preservación del know how no sólo se logra o puede lograrse mediante la protección contractual, también puede ser atractiva la vía de los incentivos laborales. Tras la adquisición, podría resultar conveniente diseñar planes que alienten a esos empleados clave a mantener su relación con la empresa, evitándose así la fuga de talento y el traslado implícito del conocimiento a la competencia. Una figura muy empleada en la práctica en la instauración de pactos de permanencia (ya expuestos anteriormente) y programas de retribución ligadas al éxito de la compañía ya sea a través de “stock options plans” o planes de incentivos basados en el incremento de valor de la compañía. Este enfoque preventivo es crucial para que, una vez perfeccionada la operación, Tecnocom no se encuentre ante la paradoja de haber adquirido una empresa con un alto valor tecnológico sobre el papel, pero sin el recurso humano capaz de sostener su ventaja competitiva.

V. BIBLIOGRAFÍA

- Ballester Colomer, J. E., & Ballester Azpitarte, L. (2019, 26 de febrero). Un negocio jurídico low cost. «Aportación a la 118». Diario La Ley, (9366), Sección Tribuna. Wolters Kluwer.
- Colino Mediavilla, J. L. (s.f.). El contrato de préstamo bancario. El préstamo participativo.
- Fernández del Pozo, L. (2017, julio-agosto). Las cláusulas estatutarias de «arrastre» («Drag-Along») o de «venta conjunta» a tercero como remedio contractual de las situaciones de bloqueo societario. LA LEY mercantil, (38), Sección Sociedades. Wolters Kluwer.
- Calvo Vérguez, J. (2023). Análisis de los distintos conceptos mercantiles sobre los que opera el régimen especial de fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una sociedad europea o una sociedad cooperativa europea de un estado miembro a otro de la Unión Europea. Especial referencia a la nueva regulación contenida en el RD Ley 5/2023, de 28 de junio. LA LEY, (4). LA LEY 9094/2023.
- Pérez López, Á., Álvarez Couso, I., & Contreras Bernier, B. (2016). La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales. En R. Sebastián Quetglas & M. Jordano Luna (Coords.), Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (3ª ed.). LA LEY.
- Serrano Acitores, A. (2017, mayo). La importancia de la due diligence en los procesos de compraventa de empresas. LA LEY mercantil, (36), Sección Praxis. Wolters Kluwer.
- García de Enterría, J. (2021, primer semestre). Las obligaciones de los emisores en materia de difusión de información privilegiada e información relevante. Comentario sistemático de los artículos 226 a 229 de la Ley del Mercado de Valores. Revista de Derecho del Mercado de Valores, (28). Wolters Kluwer.
- Tortuero Ortiz, J. (2021). El contrato de compraventa de acciones. En R. Sebastián Quetglas & M. Jordano Luna (Coords.), Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (3ª ed.). LA LEY.
- Ayllen Gil Seaton. (2020). El Derecho procesal como método para alcanzar un procedimiento eficiente y eficaz. En Arbitraje y Propiedad Industrial (1ª ed.). LA LEY.
- López de Argumedo, Á., & Balmaseda, C. (2014, 25 de febrero). La controvertida validez de las cláusulas híbridas y asimétricas en Europa (A propósito del auto de 18 de octubre de

2013 de la Audiencia Provincial de Madrid). Diario La Ley, (8258), Sección Tribuna. LA LEY.
También en La Ley Unión Europea (25 de marzo de 2014).