

España

INVERSIÓN DE FONDOS DE *PRIVATE EQUITY* EN EL SECTOR DE LA DEFENSA: CLAVES JURÍDICAS Y EVOLUCIÓN REGULATORIA

Javier Tortuero

Abogado del Área de M&A y Private Equity de Uría Menéndez (Madrid)

Inversión de fondos de *private equity* en el sector de la defensa: claves jurídicas y evolución regulatoria

El creciente interés de los fondos de private equity por el sector de la defensa responde a un cambio estructural del entorno geopolítico, regulatorio y económico, que ha situado a esta industria en una posición de centralidad estratégica dentro de la Unión Europea. En este artículo se analizan las principales claves jurídicas que condicionan la inversión privada en defensa, poniendo el foco en el perímetro regulatorio y de autorizaciones, el régimen de control de inversiones extranjeras, el compliance sectorial y el control de la información, la contratación pública y los programas estratégicos, así como en las consideraciones ESG, reputacionales y de desinversión. Asimismo, se examina la evolución reciente de las operaciones de M&A en el sector, destacando la distinción entre compañías de defensa puras y de doble uso, el refuerzo de los procesos de due diligence, el desarrollo de enfoques contractuales específicos y la necesidad de estructurar las transacciones pensando desde el inicio en la desinversión. El trabajo concluye con un análisis del nuevo marco europeo y de los retos de financiación, y pone de relieve el papel del Derecho como elemento central para canalizar capital privado hacia un sector estratégico y altamente regulado.

PALABRAS CLAVE:

Private equity; Sector de la defensa; Control de inversiones extranjeras; Dual use; Compliance; ESG; M&A; Financiación.

Private equity investment in the defence sector: key legal issues and regulatory developments

The growing interest of private equity funds in the defence sector reflects a structural shift in the geopolitical, regulatory and economic environment, placing this industry at the core of the European Union's strategic agenda. This article examines the main legal factors shaping private investment in defence, focusing on regulatory and authorisation frameworks, foreign direct investment control regimes, sector-specific compliance and information control, public procurement and strategic programmes, as well as ESG, reputational and exit considerations. It also analyses the recent evolution of M&A transactions in the sector, highlighting the distinction between pure defence companies and dual-use assets, the increasing robustness of due diligence processes, the development of tailored contractual approaches and the need to structure transactions with exit constraints in mind from the outset. Finally, the article provides an overview of the new European framework and financing challenges, underlining the pivotal role of law in channelling private capital into this strategic and highly regulated sector.

KEYWORDS:

private equity; defence sector; foreign direct investment control; dual-use; compliance; ESG; M&A; financing.

FECHA DE RECEPCIÓN: 11-12-2025

FECHA DE ACEPTACIÓN: 13-12-2025

Tortuero, Javier (2025). Inversión de fondos *private equity* en el sector de la defensa: claves jurídicas y evolución regulatoria. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 69, pp. 192-208 (ISSN: 1578-956X).

1. Introducción

El sector de la defensa atraviesa un momento de renovada centralidad económica, industrial y regulatoria. El deterioro del entorno geopolítico, el refuerzo de las políticas europeas de seguridad y autonomía estratégica, y el incremento sostenido del gasto público en defensa han configurado un escenario de crecimiento estructural y elevada visibilidad de la demanda. A ello se suma la creciente relevancia de tecnologías de doble uso —como la ciberseguridad, la inteligencia artificial, el espacio o la electrónica avanzada— que diluyen la frontera entre lo civil y lo militar y amplían de forma significativa el perímetro tradicional del sector. En este contexto, la defensa ha pasado de ser un ámbito marginal o excluido por amplias capas del capital privado a convertirse en un foco de atracción para fondos de *private equity*, que identifican oportunidades claras de creación de valor en un sector con barreras de entrada elevadas, fuerte respaldo institucional y dinámicas de consolidación incipientes. Sin embargo, esta atracción inversora convive con un marco jurídico especialmente exigente, en el que la regulación, el control administrativo y las consideraciones reputacionales condicionan de manera decisiva la estructuración y ejecución de las operaciones.

Desde esta perspectiva, la inversión de fondos de *private equity* en el sector de la defensa exige un análisis jurídico particularmente sofisticado. La entrada de capital privado se ve condicionada por un conjunto de vectores normativos que operan de forma acumulativa y transversal: (i) el perímetro regulatorio y de autorizaciones, que sujeta la inversión en activos vinculados a defensa a regímenes de seguridad nacional y control de inversiones, con filtros específicos cuando existe cambio de control o influencia significativa; (ii) el *compliance* sectorial y el control de la información, dado que las compañías del sector operan bajo marcos estrictos en materia de exportaciones, tecnologías de doble uso y protección de información clasificada; (iii) la contratación pública

y los programas estratégicos, en la medida en que una parte sustancial del valor de estas compañías se ancla en contratos con Administraciones públicas y en iniciativas europeas de carácter estructural; y, finalmente, (iv) las consideraciones ESG, reputacionales y de salida, en un sector que ha experimentado un giro desde la exclusión hacia una noción de legitimidad responsable, sin que ello elimine por completo los riesgos asociados.

El marco europeo reciente está contribuyendo a facilitar la canalización de capital hacia la industria de la defensa, mediante un mayor apoyo institucional, instrumentos financieros específicos y fórmulas de colaboración público-privada. En la práctica, las operaciones se cierran cuando el inversor es capaz de alinear su tesis de inversión con tres anclajes jurídicos fundamentales: la seguridad de suministro, un cumplimiento normativo demostrable y una gobernanza compatible con las exigencias soberanas del sector. Ello se traduce, habitualmente, en estructuras de inversión basadas en ampliaciones de capital para dotar de músculo financiero a las compañías, pactos de gobernanza adaptados a requisitos de seguridad y un clausulado de M&A diseñado para internalizar el riesgo regulatorio. A estos elementos se suma un aspecto cada vez más relevante: la financiación, tanto a nivel de sociedades participadas como del propio ecosistema industrial de la defensa, que plantea retos específicos y exige soluciones jurídicas y financieras a medida.

2. Perímetro regulatorio y de autorizaciones

La inversión en compañías vinculadas al sector de la defensa se enfrenta, como primera barrera de entrada, a un perímetro regulatorio particularmente denso y fragmentado, en el que confluyen normas de seguridad nacional, control de inversiones extranjeras y regulación sectorial específica. A diferencia de otros sectores estratégicos, estas reglas no operan como un mero requisito formal previo al cierre de la operación, sino que inciden directamente en la viabilidad, el calendario y, en ocasiones, en el propio diseño de la transacción. El análisis del perfil del inversor, del grado de control o influencia que pretende adquirir y de la naturaleza presente o potencial de la actividad de la sociedad objetivo resulta determinante para identificar si la operación queda sujeta a autorización previa, qué condiciones pueden imponerse y cómo deben reflejarse contractualmente. En este contexto, el régimen de control de inversiones extranjeras ha pasado a ser un elemento estructural del proceso de M&A en defensa, condicionando desde la fase inicial de estructuración hasta la ejecución y la posterior vida de la inversión.

2.1. El test de “españolidad” y su aplicación a fondos de inversión

En las operaciones protagonizadas por fondos de inversión, el análisis del régimen de control de inversiones extranjeras no se centra tanto en la sociedad vehículo que adquiere la participación como en la identificación del perfil real del inversor desde la óptica de la seguridad nacional. En este contexto, uno de los elementos clave es el denominado test de *españolidad*, cuya superación determina si la inversión queda sujeta o no a autorización previa y condiciona de forma decisiva la estructuración de la operación.

En sede de fondos de inversión, el foco del análisis se sitúa, con carácter general, en la sociedad gestora y no en los inversores del fondo (*limited partners* o LP). No obstante, esta regla admite

excepciones relevantes: cuando los LP no tienen un carácter puramente pasivo o cuando están en posesión de información sensible, confidencial o privilegiada sobre la compañía objetivo, el análisis puede extenderse también a dichos inversores, ampliando de manera significativa el perímetro de revisión por parte de la autoridad competente.

El test de *españolidad* se construye sobre criterios de residencia y nacionalidad, aplicados con unos presupuestos especialmente exigentes en la práctica administrativa. Así, no basta con que la gestora esté constituida en España o tenga formalmente su sede en territorio nacional, sino que resulta determinante la residencia y nacionalidad de los titulares reales de la gestora. A modo de ejemplo, un fondo con gestora española y una base de inversores muy atomizada no superará el test si los titulares reales de la gestora residen en Londres, mientras que un fondo con una estructura similar cuyos titulares reales sean españoles y residan en España, en principio, no plantea problemas desde la óptica del control de inversiones.

En el caso español, el régimen de inversión extranjera directa exige, por tanto, analizar la *españolidad* del inversor atendiendo a la residencia y nacionalidad de los titulares reales de la gestora. Cuando no se supera este test, la operación queda sujeta a autorización administrativa previa, con las consecuencias que ello conlleva en términos de plazos, incertidumbre y necesidad de incorporar el riesgo regulatorio como un elemento central de la transacción.

Este análisis convierte al test de *españolidad* en una cuestión estructural en las operaciones de *private equity* en defensa: no se trata de un examen meramente formal, sino de un elemento que puede determinar desde el diseño inicial de la estructura de adquisición hasta la definición del calendario, con firma y cierre diferidos, así como la asignación de riesgos en la documentación contractual.

2.2. El régimen de control de inversiones extranjeras como *gating item*

El régimen de control de inversiones extranjeras ha dejado de operar como un requisito accesorio para convertirse en un auténtico *gating item* en las operaciones de M&A en el sector de la defensa. Como ya se apuntaba al comienzo de este apartado, lejos de ser un trámite formal, este régimen condiciona de manera directa la viabilidad de la transacción, su calendario y, en determinados supuestos, el propio perímetro del activo objeto de adquisición.

Aunque la normativa prevé, en términos teóricos, un plazo de resolución que no debería exceder de tres meses, la experiencia práctica demuestra que estos procedimientos suelen prolongarse de forma significativa. Es habitual que la autoridad competente exija contactos informales o *pre-filings* previos a la presentación formal de la solicitud, en procesos caracterizados por una notable opacidad y una elevada carga de interacción administrativa. No es infrecuente, además, que los plazos inicialmente previstos se dupliquen, especialmente cuando la operación presenta elementos de complejidad estructural, tecnológica o de gobernanza.

Esta realidad convierte al control de inversiones en un factor crítico desde las fases más tempranas de la operación. La viabilidad y el calendario de la transacción dependen de la capacidad de identificar y anticipar *ex ante* qué autorizaciones resultan exigibles, en qué secuencia deben

tramitarse y qué condiciones o limitaciones puede imponer la autoridad. En determinados casos, dichas condiciones se traducen en la exigencia de remedios estructurales o de gobernanza, que pueden afectar al grado de control del inversor, a los flujos de información o a la organización interna del grupo.

Desde la óptica contractual, este riesgo regulatorio debe ser internalizado de manera expresa en la documentación de la operación. Ello exige articular condiciones suspensivas específicas, cláusulas de *long-stop* adaptadas a procedimientos administrativos que pueden extenderse más allá de lo previsto, así como mecanismos de ajuste del perímetro o del precio si se imponen restricciones relevantes a la propiedad o al ejercicio de derechos políticos. En este sentido, el control de inversiones no solo impacta en el calendario de firma y cierre, sino que incide de forma directa en la asignación de riesgos entre las partes.

En definitiva, el régimen de control de inversiones extranjeras no se limita a condicionar la entrada en el sector de la defensa, sino que se proyecta sobre toda la arquitectura jurídica de la operación y sobre la propia vida de la inversión, reapareciendo potencialmente en fases posteriores y conectando de forma transversal con los requisitos de *compliance*, gobernanza y estructuración de la desinversión.

2.3. Actividad de defensa “sobrevenida” en una *portfolio company*

El análisis del régimen de control de inversiones y de la regulación sectorial no se limita al momento de la adquisición de la compañía objetivo, sino que debe extenderse a toda la vida de la inversión. En el sector de la defensa, uno de los riesgos menos evidentes, pero con impacto potencial significativo, es el de la denominada actividad de defensa “sobrevenida”, esto es, la situación en la que una sociedad que inicialmente no operaba en el ámbito de la defensa pasa a quedar integrada, total o parcialmente, en su perímetro regulatorio con posterioridad a la entrada del inversor.

Este escenario puede materializarse de diversas formas. Es relativamente frecuente que compañías inicialmente ajenas al sector ganen, en un momento posterior, una licitación para suministrar bienes o servicios al Ministerio de Defensa, o que comiencen a desarrollar productos o tecnologías con aplicaciones militares específicas. La creciente relevancia de tecnologías de doble uso —como la inteligencia artificial, la ciberseguridad o determinados desarrollos electrónicos— ha ampliado de manera notable estos supuestos, haciendo que empresas tradicionalmente “civiles” queden súbitamente sujetas a regímenes de control propios del sector de la defensa.

La aparición de una actividad de defensa sobrevenida puede activar, de manera no siempre coordinada, distintos procedimientos administrativos con impacto directo en la gobernanza y en los plazos operativos. En particular, puede resultar necesaria la inscripción en el Registro Especial de Operadores de Comercio Exterior (REOCE) o en el Registro de la Industria de Defensa (RID), tanto para la sociedad como para sus accionistas, y, en determinados casos, la obtención de una autorización en materia de inversión extranjera directa. Estos procedimientos no siempre se tramitan de forma paralela ni con calendarios armonizados, lo que incrementa la complejidad regulatoria y el riesgo de fricción administrativa.

Desde la perspectiva del inversor, esta circunstancia pone de relieve que el riesgo regulatorio no se agota con la firma de la operación ni con su consumación, sino que puede reactivarse durante toda la vida de la inversión. Ello obliga a anticipar contractualmente estos escenarios, incorporando compromisos de información, *covenants* de cumplimiento y mecanismos de adaptación de la gobernanza que permitan absorber el impacto de una eventual entrada sobrevenida en el perímetro regulado del sector de la defensa, sin comprometer la operatividad ni la tesis de inversión.

3. *Compliance* sectorial y control de información

La inversión en compañías del sector de la defensa exige asumir que el cumplimiento normativo y el control de la información no son elementos accesorios del negocio, sino condiciones estructurales para operar. A diferencia de otros sectores regulados, el *compliance* en defensa se proyecta directamente sobre el modelo de gobierno corporativo, la organización interna de la compañía y la capacidad del inversor para ejercer derechos económicos y políticos, convirtiéndose en un factor determinante, tanto para el cierre de la operación como para la gestión posterior de la participación.

Desde la perspectiva del inversor financiero, esta realidad se traduce, en primer lugar, en la necesidad de una *due diligence* reforzada en materia de licencias, autorizaciones y cumplimiento sancionador. La simplificación de determinadas transferencias intra-UE y la existencia de certificaciones comunes no eliminan la exigencia de controles robustos en materia de exportaciones, uso final (*end-use*) y trazabilidad de productos y tecnologías. Los fondos deben integrar en su análisis matrices detalladas de licencias, revisión de históricos de cumplimiento y evaluación de riesgos derivados de la exposición a mercados sensibles, especialmente en compañías que desarrollan tecnologías críticas o de doble uso.

En segundo lugar, el cumplimiento sectorial impone la adopción de estructuras específicas de control de la información. Cuando la sociedad objetivo tiene acceso a información clasificada o participa en programas sensibles, resulta imprescindible articular mecanismos de *ring-fencing* y barreras internas de información, que pueden afectar tanto a la organización operativa como a la composición de los órganos de administración. En el caso de fondos extranjeros, estas limitaciones pueden traducirse en restricciones al acceso a determinada información, exigencias de nacionalidad para determinados cargos o la necesidad de incorporar perfiles con habilitación de seguridad, condicionando de facto el ejercicio de los derechos de gobernanza habituales en estructuras de *private equity*.

A ello se añade la necesidad de verificar la compatibilidad del cumplimiento normativo de la compañía con las restricciones impuestas por terceros países en el marco de programas internacionales o cadenas de suministro globales. La gestión jurídica de la información sensible, de la tecnología y de la cadena de valor no constituye un aspecto accesorio, sino una condición indispensable para operar, contratar y, en última instancia, preservar el valor del activo.

En este contexto, el *compliance* sectorial y el control de la información deben abordarse como elementos vivos y dinámicos, que acompañan a la inversión durante toda su vigencia. Su adecuada

integración en la estructura de la operación —mediante compromisos contractuales, *covenants* de cumplimiento continuo y mecanismos de supervisión— resulta esencial para garantizar no solo el cierre de la transacción, sino también la estabilidad regulatoria y la viabilidad de la desinversión en un sector especialmente sensible a riesgos legales y reputacionales.

4. Contratación pública y programas estratégicos

La contratación pública constituye uno de los principales vectores de creación de valor en el sector de la defensa y, al mismo tiempo, uno de los elementos que más condicionan la inversión desde la óptica jurídica. Una parte sustancial de los ingresos y de la posición competitiva de las compañías del sector se articula a través de contratos con Administraciones públicas —en particular, con los ministerios de defensa— y de su participación en programas estratégicos nacionales o europeos, lo que introduce un conjunto de reglas y riesgos específicos que deben ser analizados con especial detenimiento en cualquier operación de M&A.

Desde el punto de vista del negocio, los clientes de las empresas de defensa son, fundamentalmente, otras compañías del propio sector —por ejemplo, grandes integradoras o *prime contractors*— y los ministerios de defensa de los distintos Estados. Por razón del tamaño de los contratos, de la complejidad técnica de los programas o de los requisitos de elegibilidad, es habitual que la contratación con las Administraciones se articule a través de estructuras de colaboración, como consorcios, agrupaciones de interés económico (AIE), uniones temporales de empresas (UTE) o *joint ventures*. Estas estructuras exigen un análisis detallado de los acuerdos suscritos entre los socios y con la sociedad objetivo —pactos de socios, acuerdos de colaboración o subcontratación—, así como del régimen de responsabilidad, que en muchos casos es solidario entre los participantes y la sociedad contratante.

La relevancia de la contratación pública trasciende el plano puramente jurídico y se proyecta directamente sobre la valoración del activo. En el sector de la defensa, la reputación de una compañía se mide, en gran medida, por su capacidad para suministrar productos o servicios a su propio Ministerio de Defensa. La existencia de contratos en vigor o de experiencia acreditada con Administraciones públicas constituye un elemento clave del *equity story* y un factor determinante a la hora de evaluar la sostenibilidad del negocio, en un entorno competitivo caracterizado por una menor transparencia que en otros sectores, derivada, entre otros factores, de la aplicación de adjudicaciones directas o de excepciones al régimen general de contratación pública.

Desde la óptica de M&A, esta realidad obliga a revisar contrato a contrato aspectos críticos como las cláusulas de cambio de control, confidencialidad, terminación por razones de interés público o seguridad nacional, así como los requisitos de elegibilidad, origen y mantenimiento de capacidades exigidos en las convocatorias. La pérdida, suspensión o “relicitación” de un contrato estratégico puede tener un impacto directo en el valor de la compañía, lo que exige trasladar estos riesgos al precio y a las garantías de la operación, e incorporar en la documentación contractual mecanismos de protección adecuados.

En este sentido, resulta habitual incluir en los acuerdos de adquisición *covenants* específicos de mantenimiento de capacidades industriales y tecnológicas, obligaciones de trazabilidad y auditoría, y compromisos de cumplimiento continuado de los requisitos exigidos por la administración contratante, tanto para la sociedad objetivo como para su grupo. La correcta identificación y gestión de estos elementos resulta esencial no solo para el cierre de la operación, sino también para preservar la elegibilidad de la compañía en programas estratégicos y garantizar la estabilidad del negocio durante toda la vida de la inversión.

5. Evolución en las operaciones de M&A en el sector

El conjunto de elementos analizados —perímetro regulatorio, control de inversiones, *compliance* sectorial, gestión de la información y dependencia de la contratación pública— ha tenido un impacto directo en la forma en que se estructuran y ejecutan las operaciones de M&A en el sector de la defensa. En los últimos años se ha producido una evolución clara tanto en la aproximación de los inversores como en las técnicas contractuales empleadas, con un énfasis creciente en la anticipación del riesgo regulatorio, la profundización de los procesos de *due diligence* y el diseño de estructuras jurídicas capaces de absorber restricciones presentes y futuras. La adquisición de activos en defensa exige hoy pensar la operación de manera integral no solo desde la perspectiva de la entrada, sino también de la gestión de la inversión y de la eventual desinversión, en un sector caracterizado por una elevada intervención administrativa y un universo de compradores potenciales más limitado.

5.1. Distinción entre compañías de defensa puras y de doble uso

En el análisis previo de una operación de M&A en el sector de la defensa, una de las primeras distinciones que debe realizar el inversor es la existente entre compañías de defensa puras y aquellas que desarrollan activos o tecnologías de doble uso. Esta clasificación no es meramente conceptual, sino que tiene consecuencias directas sobre el perfil de riesgo regulatorio, la elegibilidad desde la óptica ESG, la percepción reputacional y, en última instancia, la estructuración de la operación y las opciones de salida.

Se consideran compañías de defensa puras aquellas cuyo modelo de negocio está directamente vinculado a la producción, desarrollo o suministro de sistemas, plataformas o servicios destinados principalmente al uso militar. Este tipo de activos se encuentra expuesto de forma más intensa a los regímenes de control propios del sector, tanto en materia de inversiones extranjeras como de exportaciones, acceso a información clasificada y contratación pública. Desde la perspectiva del inversor financiero, estas compañías presentan un perfil de riesgo más concentrado, un universo de potenciales compradores más reducido y mayores exigencias de gobernanza y *compliance*, lo que se traduce en una aproximación más selectiva y, en muchos casos, en restricciones internas de inversión.

Por el contrario, las compañías de doble uso son aquellas que desarrollan productos o tecnologías con aplicaciones tanto civiles como militares. Este segmento se ha convertido en uno de los principales puntos de entrada para fondos generalistas o con políticas ESG más restrictivas, al

presentar, en términos generales, menores barreras éticas, mayor diversificación de ingresos y mejores perspectivas de salida. No obstante, esta aparente menor exposición no elimina el riesgo regulatorio: la normativa europea en materia de productos de doble uso configura un perímetro de control amplio, que alcanza no solo a bienes físicos, sino también a *software*, tecnología y transmisión de conocimiento, lo que exige un análisis detallado del modelo de negocio y de los mercados de destino.

La distinción entre compañías de defensa puras y compañías de doble uso resulta especialmente relevante desde la óptica de las exclusiones ESG, en la medida en que buena parte de los marcos normativos y políticas de inversión responsable no operan sobre el sector de la defensa en abstracto, sino sobre la naturaleza concreta de los productos y actividades desarrollados. Mientras que determinadas actividades vinculadas a la fabricación o comercialización de armamento prohibido o severamente restringido por el derecho internacional —habitualmente englobadas bajo el concepto de *controversial weapons*— se encuentran excluidas de forma estructural de los *benchmarks* climáticos de la Unión Europea y, por extensión, de los productos financieros con etiqueta ESG, las compañías que desarrollan tecnologías de doble uso no quedan automáticamente sujetas a dichas exclusiones, al combinar aplicaciones civiles y militares y depender su elegibilidad de un análisis más granular de conducta, destino y uso final.

A efectos de este análisis, el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* o SFDR), constituye el marco normativo de referencia que, sin regular directamente la elegibilidad de los activos subyacentes, condiciona de manera determinante las políticas de inversión al exigir coherencia entre las características sostenibles del producto financiero, la conducta de las empresas participadas y la información divulgada al mercado, bajo el principio de prevención del *greenwashing*. Esta arquitectura normativa explica por qué la distinción entre defensa pura y activos de doble uso tiene un impacto directo en el acceso a determinadas fuentes de capital.

En consecuencia, la correcta identificación de si la sociedad objetivo opera como compañía de defensa pura o como desarrollador de activos de doble uso, además de condicionar la decisión de inversión, incide directamente en la configuración de la *due diligence*, en el enfoque contractual y en el diseño de la estrategia de salida. En un entorno en el que las fronteras entre lo civil y lo militar son cada vez más difusas, esta distinción se ha convertido en un elemento estructural de cualquier tesis de inversión en el sector de la defensa.

5.2. Robustez de la *due diligence*

La creciente complejidad regulatoria del sector de la defensa ha llevado a una clara evolución en la profundidad y alcance de los procesos de *due diligence* en las operaciones de M&A. Frente a enfoques más tradicionales centrados en aspectos corporativos o financieros, el análisis previo de activos vinculados a defensa exige hoy una revisión técnica y jurídica reforzada, orientada a identificar riesgos regulatorios, operativos y reputacionales que pueden materializarse no solo en el momento de la adquisición, sino durante toda la vida de la inversión.

En este contexto, la *due diligence* se extiende de manera prioritaria al análisis de licencias, autorizaciones y arquitectura contractual que sustentan la actividad de la compañía. Resulta imprescindible revisar la trazabilidad de la tecnología, la exposición a mercados sensibles y la capacidad de la sociedad para cumplir con regímenes de exportación particularmente estrictos. El Reglamento (UE) 2021/821, con su definición amplia del concepto de *exportación*, ha ampliado de forma significativa el perímetro de riesgo, al incluir no solo la salida física de bienes, sino también la transmisión de *software*, el acceso remoto a datos, la transferencia de conocimiento técnico e incluso determinadas comunicaciones orales.

Esta ampliación del perímetro regulatorio obliga a evaluar, además del producto, el *know-how*, los flujos de información y los sistemas internos de control. En particular, deben analizarse los riesgos derivados de eventuales infracciones del régimen de control de exportaciones, que pueden dar lugar a sanciones administrativas de elevada cuantía e incluso a responsabilidades penales, como las previstas en la normativa española en materia de contrabando. La *due diligence* debe identificar, por tanto, posibles contingencias históricas y evaluar la solidez de los mecanismos internos de prevención y detección de incumplimientos.

Junto con los aspectos estrictamente regulatorios, el análisis se ha ampliado a la capacidad de la compañía para sostener en el tiempo un marco de cumplimiento adecuado. La existencia y efectividad de un Programa Interno de Cumplimiento, exigido por la normativa europea en determinados supuestos, se ha convertido en un elemento central de valoración como mitigador de riesgo y como condición habilitante para operar en determinados mercados y participar en programas estratégicos.

En definitiva, la robustez de la *due diligence* en el sector de la defensa no responde a un incremento formalista de requisitos, sino a la necesidad de dotar al inversor de una visión completa y anticipada de los riesgos que deberán ser gestionados contractualmente. Este enfoque reforzado del análisis previo condiciona directamente el diseño de las manifestaciones y garantías, las condiciones suspensivas y los *covenants* de la operación, sirviendo de base para el tratamiento contractual específico que caracteriza a las transacciones en este sector.

5.3. Enfoque contractual específico

Las operaciones de M&A en el sector de la defensa —y, en particular, aquellas que recaen sobre compañías con tecnologías de doble uso— requieren un enfoque contractual claramente diferenciado del habitual en otros sectores. La complejidad y transversalidad del riesgo regulatorio obliga a trasladar de forma explícita a la documentación contractual los elementos identificados en la *due diligence*, de manera que el contrato de compraventa y los pactos asociados se conviertan en instrumentos activos de gestión del riesgo.

En este contexto, es habitual incorporar un régimen reforzado de manifestaciones y garantías en materia de licencias, autorizaciones administrativas y cumplimiento de la normativa de control de exportaciones. Estas declaraciones no se limitan a la existencia formal de licencias, sino que alcanzan al cumplimiento efectivo de sus condiciones, a la ausencia de desviaciones de producto o tecnología, y a la inexistencia de operaciones con destinos, usuarios finales o intermediarios suje-

tos a sanciones o restricciones. En compañías con actividad dual, estas garantías suelen extenderse a la correcta clasificación de productos y tecnologías, así como a la adecuación de los procesos internos para identificar operaciones sujetas a autorización.

Asimismo, resulta habitual articular condiciones suspensivas específicas vinculadas a la obtención de autorizaciones administrativas preceptivas, incluidas las derivadas del régimen de control de inversiones extranjeras, de cambios de control o de inscripciones en registros sectoriales. Dado que estos procedimientos pueden extenderse más allá de los plazos inicialmente previstos, las cláusulas de *long-stop* deben adaptarse a la realidad administrativa del sector, previendo mecanismos de extensión o de terminación ordenada si las autorizaciones se deniegan o se conceden con condiciones que alteren de forma sustancial la tesis de inversión.

Otro elemento característico es la previsión de mecanismos de adaptación del perímetro de la operación o del precio en caso de que la autoridad competente imponga restricciones a la propiedad, limitaciones al ejercicio de derechos políticos o exigencias de *ring-fencing* en materia de información. En este sentido, algunas operaciones comienzan a incorporar cláusulas que permiten ajustar la estructura o renegociar determinados términos si concurren restricciones regulatorias sobrevenidas que impactan de manera relevante en el valor del activo, configurando un tratamiento contractual específico del riesgo regulatorio.

Finalmente, el enfoque contractual se completa con la inclusión de *covenants* reforzados de cumplimiento continuado, que obligan a la sociedad objetivo y, en su caso, al grupo, a mantener sistemas de *compliance* adecuados, preservar certificaciones y capacidades críticas, y cumplir de forma permanente con los requisitos regulatorios aplicables. Estos compromisos no solo resultan esenciales para la gestión de la inversión, sino que condicionan de manera directa la preparación de la salida, en un sector en el que las mismas restricciones y autorizaciones que afectan a la entrada reaparecen, con frecuencia, en la fase de desinversión.

5.4. Estructuración pensando en la desinversión

En el sector de la defensa, la estructuración de una operación de M&A no puede abordarse únicamente desde la óptica de la adquisición, sino que debe diseñarse desde el inicio teniendo en cuenta las condiciones y restricciones que afectarán a una eventual desinversión. El universo de compradores potenciales es más reducido que en otros sectores —limitado, en términos generales, a *prime contractors*, industriales especializados o entidades con participación estatal— y la transmisión posterior de la participación puede quedar sujeta a los mismos regímenes de autorización administrativa que condicionaron la entrada del inversor.

Esta realidad obliga a anticipar, desde la fase de estructuración inicial, los posibles escenarios de salida y las limitaciones regulatorias que pueden aparecer en ese momento. Las autorizaciones administrativas, los requisitos de elegibilidad del comprador, las restricciones a la transmisión de participaciones o a los flujos de información y las exigencias de gobernanza pueden reaparecer con la misma intensidad —o incluso mayor— en la fase de desinversión, afectando de forma directa a los plazos del plan de negocio y a la capacidad de maximizar el valor del activo.

Desde el punto de vista contractual y societario, esta anticipación se traduce en la necesidad de diseñar pactos de socios y estructuras de control que sean compatibles con una futura transmisión. Resulta esencial evitar configuraciones que, si bien pueden resultar eficientes en la fase inicial, limiten innecesariamente el abanico de compradores o generen fricciones regulatorias en la salida. En este sentido, las cláusulas de transmisión, arrastre y acompañamiento, así como los derechos de veto y las limitaciones a la cesión, deben calibrarse teniendo en cuenta tanto el equilibrio entre socios como su encaje con el marco regulatorio aplicable.

La preparación de la salida exige, además, mantener durante toda la vida de la inversión un elevado estándar de cumplimiento normativo, trazabilidad y gobernanza. La conservación de autorizaciones, certificaciones y capacidades críticas, así como la existencia de un historial sólido de *compliance*, se convierten en activos esenciales en el momento de la desinversión, reduciendo el riesgo percibido por el comprador y facilitando la obtención de las autorizaciones necesarias.

En definitiva, en las inversiones en el sector de la defensa, la estrategia de salida no es un elemento accesorio, sino un componente estructural de la operación desde su diseño inicial. La capacidad de anticipar y gestionar las restricciones regulatorias que afectan a la desinversión resulta determinante para preservar el valor de la inversión y cerrar con éxito el ciclo completo de M&A en un sector especialmente sensible a la intervención administrativa.

6. Restricciones a la exportación de productos de doble uso

El interés creciente de los fondos de *private equity* por invertir en compañías que desarrollan tecnologías de doble uso obliga a prestar una atención específica al régimen jurídico aplicable a la exportación de estos productos. Aunque este tipo de activos presenta, en términos generales, menores barreras éticas y reputacionales que la defensa “pura”, su comercialización se encuentra sujeta a un marco regulatorio particularmente estricto, cuyo incumplimiento puede generar consecuencias administrativas, penales y reputacionales de elevada intensidad.

El marco normativo de referencia es el Reglamento (UE) 2021/821 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2021, que establece el régimen de control de la Unión para la exportación, el corretaje, la asistencia técnica, el tránsito y la transferencia de productos de doble uso. Este Reglamento introduce un concepto de *exportación* especialmente amplio, que no se limita a los movimientos físicos de mercancías, sino que incluye también la transmisión electrónica de *software* o tecnología —por ejemplo, a través de correo electrónico, servicios en la nube o acceso remoto— e incluso la comunicación oral de conocimientos técnicos. En consecuencia, el perímetro de control alcanza no solo al producto, sino también al *know-how* y a los flujos de información asociados.

La exportación de los productos incluidos en el Anexo I del Reglamento requiere autorización administrativa previa, dado que dicho anexo recoge categorías especialmente sensibles que abarcan, entre otras, la electrónica, las telecomunicaciones, la navegación, los materiales avanzados o determinadas tecnologías nucleares. Asimismo, el Reglamento prevé mecanismos de control adi-

cionales para productos no incluidos en el Anexo I cuando exista riesgo de que puedan contribuir a programas de armas de destrucción masiva, a usos militares en países sujetos a embargo o a material de defensa previamente desviado, imponiendo al exportador un deber activo de diligencia ante la detección de señales de riesgo.

El régimen de licencias —individuales, globales o generales— determina de forma estricta los productos, destinos y usuarios finales autorizados y se concede atendiendo a criterios exigentes relacionados con obligaciones internacionales, sanciones vigentes, riesgo de desvío y uso final. La concesión de licencias globales está condicionada, además, a la existencia de un Programa Interno de Cumplimiento eficaz, lo que refuerza la centralidad del *compliance* como requisito operativo. En el ordenamiento español, la realización de operaciones sujetas a autorización sin la licencia correspondiente puede dar lugar a la comisión de un delito de contrabando, con las consiguientes responsabilidades penales y administrativas.

Incluso en el ámbito intraeuropeo, donde rige un principio de mayor libertad de circulación, subsisten controles relevantes para determinadas categorías sensibles, como la criptografía. En estos supuestos, pueden exigirse autorizaciones o comunicaciones previas, así como obligaciones específicas de información en la documentación comercial, particularmente cuando existe la posibilidad de que el producto salga posteriormente del territorio aduanero de la Unión.

Desde la perspectiva del inversor, este marco normativo exige integrar el control de exportaciones de productos de doble uso como un elemento estructural de la *due diligence*, de la documentación contractual y de la gestión continuada de la compañía. La existencia de licencias vigentes, la trazabilidad de las operaciones, la robustez de los sistemas internos de cumplimiento y la capacidad de reaccionar ante cambios regulatorios se convierten en factores determinantes para preservar el valor del activo y garantizar la viabilidad de la inversión en un entorno de creciente escrutinio regulatorio.

7. ESG, reputación y salidas

Las consideraciones ESG y reputacionales han adquirido un papel central en la inversión en el sector de la defensa no solo como criterio de elegibilidad inicial, sino como un factor determinante para la sostenibilidad de la inversión y la viabilidad de la salida. En un sector históricamente asociado a políticas de exclusión por parte de inversores institucionales, el contexto geopolítico y regulatorio reciente ha impulsado una revisión profunda de los marcos de análisis, en los que la seguridad y la defensa comienzan a integrarse —con condiciones— en las agendas de inversión responsable. Este giro no elimina los riesgos reputacionales inherentes al sector, pero los reconfigura, desplazando el foco desde la mera pertenencia a la industria hacia la conducta de las compañías, la trazabilidad de sus actividades y la solidez de sus sistemas de gobernanza. Desde la perspectiva del *private equity*, la correcta gestión de los factores ESG se convierte así en un elemento estructural del *equity story* y en una condición clave para maximizar el universo de compradores potenciales y facilitar una desinversión ordenada en un entorno de creciente escrutinio público y regulatorio.

7.1. Cambio de paradigma en la inversión en defensa

Durante años, la inversión en el sector de la defensa estuvo marcada por un enfoque predominantemente excluyente desde la óptica ESG, en el que los riesgos reputacionales y las controversias asociadas a determinadas actividades prevalecían sobre cualquier consideración estratégica o de impacto. Este planteamiento se tradujo en políticas de inversión restrictivas por parte de numerosos inversores institucionales y fondos, que optaban por excluir de forma generalizada activos vinculados a la defensa, con independencia de su naturaleza concreta o de los marcos de control a los que estuvieran sujetos.

El contexto geopolítico y regulatorio reciente ha propiciado, no obstante, un cambio sustancial en este enfoque. La creciente conciencia sobre la necesidad de garantizar la seguridad, la resiliencia de las infraestructuras críticas y la autonomía estratégica ha llevado a replantear la relación entre defensa y sostenibilidad. En este nuevo marco, la seguridad comienza a concebirse como un elemento habilitante del desarrollo económico y social, y la actividad de defensa —cuando se desarrolla bajo mandatos democráticos y con respeto al Estado de derecho— pasa a ser susceptible de integración en estrategias de inversión responsable.

Este giro no implica una relajación de los estándares ESG, sino una redefinición de su aplicación al sector. El foco se desplaza desde la exclusión basada en la pertenencia sectorial hacia un análisis más granular de la conducta de las compañías, la naturaleza de los productos y servicios ofrecidos, el cumplimiento de los regímenes de control aplicables y la calidad de la gobernanza. En particular, se mantienen exclusiones claras respecto de armamento prohibido o severamente restringido por el derecho internacional, al tiempo que se abre la puerta a inversiones en capacidades defensivas, tecnologías duales y actividades alineadas con objetivos de seguridad colectiva.

Desde la perspectiva del *private equity*, este cambio de paradigma tiene consecuencias prácticas relevantes. Muchos *limited partners* han revisado sus políticas internas para permitir exposición selectiva al sector de la defensa, condicionada a procesos reforzados de *due diligence* ESG, a compromisos contractuales específicos y a estándares elevados de transparencia y control. Al mismo tiempo, la correcta articulación de esta narrativa resulta esencial para preservar la reputación del fondo y ampliar el universo de compradores potenciales en la fase de salida, en un entorno en el que la aceptación social y regulatoria de la inversión en defensa sigue siendo exigente y dinámica.

i. El nuevo marco europeo – el *Libro Blanco de la Industria de la Defensa*

La estrategia europea reciente en materia de defensa ha configurado un nuevo marco jurídico e institucional que incide de manera directa en las decisiones de inversión de los fondos de *private equity*. La publicación del *Libro Blanco de la Industria de la Defensa* y el despliegue de iniciativas asociadas reflejan una voluntad clara de reforzar la base industrial y tecnológica de defensa europea, canalizando capital público y privado hacia capacidades consideradas estratégicas, pero bajo criterios de elegibilidad y condicionalidad jurídica cada vez más definidos.

Desde la óptica del derecho de la Unión, este marco se articula, entre otros instrumentos, a través de la apertura de canales de financiación como InvestEU, la progresiva revisión

de la política del Banco Europeo de Inversiones y el refuerzo de programas de apoyo a la innovación y al desarrollo industrial en defensa. Estos mecanismos no operan de manera automática, sino que exigen a los fondos y a las compañías objetivo verificar su alineación con las prioridades europeas en materia de capacidades, autonomía estratégica y preferencia europea en la cadena de suministro, así como su compatibilidad con programas como el European Defence Fund (EDF) o el futuro European Defence Investment Programme (EDIP).

La mayor utilización de garantías públicas, instrumentos financieros mixtos y fórmulas de colaboración público-privada introduce, asimismo, nuevas capas de análisis jurídico. Las operaciones cofinanciadas pueden quedar sujetas a reglas específicas en materia de ayudas de Estado, obligaciones reforzadas de *reporting*, auditoría y control, así como a cláusulas de condicionalidad que inciden en la gobernanza, la localización de capacidades o el mantenimiento de determinadas actividades en territorio europeo. Estos elementos deben ser anticipados e integrados en la tesis de inversión y en la documentación contractual desde las fases iniciales de la operación.

Adicionalmente, la convergencia hacia estándares técnicos y esquemas de certificación comunes a nivel europeo tiene un impacto directo en el calendario y en el riesgo regulatorio de los proyectos industriales. Para los inversores, ello implica la necesidad de evaluar no solo la situación actual de la compañía, sino también su capacidad para adaptarse a futuros requisitos normativos y de certificación, incorporando en los contratos compromisos de desarrollo, inversión y cumplimiento alineados con la agenda europea.

En este contexto, el nuevo marco europeo no elimina la complejidad regulatoria inherente al sector de la defensa, pero sí redefine sus coordenadas. Para los fondos de *private equity*, ofrece oportunidades relevantes de canalización de capital hacia un sector estratégico, siempre que las estructuras de inversión, la gobernanza de las participadas y los contratos se diseñen de forma compatible con los criterios de elegibilidad, condicionalidad y control que caracterizan a la política industrial y de defensa de la Unión Europea.

ii. La financiación en el sector de la defensa

La financiación constituye uno de los elementos más determinantes para el desarrollo y escalado de la industria de la defensa y, al mismo tiempo, uno de los ámbitos en los que las especificidades regulatorias y reputacionales del sector se manifiestan con mayor intensidad. La combinación de ciclos de desarrollo largos, elevada intensidad de capital, dependencia de la contratación pública y restricciones derivadas de políticas internas de entidades financieras exige soluciones de financiación adaptadas, en las que el capital privado desempeña un papel cada vez más relevante.

7.2. Financiación a nivel de *portfolio companies*

Desde la perspectiva de las compañías participadas, el acceso a financiación sigue descansando en gran medida en la visibilidad y estabilidad de los flujos de caja, que en el sector de la defensa se

encuentran estrechamente vinculados a la contratación pública. Los calendarios de adquisición, la agregación de la demanda, la duración de los programas y la puntualidad de los pagos por parte de las administraciones influyen de forma directa en la percepción del riesgo por parte de la banca y, en consecuencia, en las condiciones de financiación disponibles.

En los últimos años, algunas entidades financieras europeas han revisado sus políticas de exclusión para permitir una mayor exposición selectiva al sector. No obstante, persisten disparidades significativas entre jurisdicciones y entidades, así como una sensibilidad reputacional que limita el acceso al crédito tradicional, especialmente para pymes y *start-ups* de *defence tech*, donde el colateral es reducido y los ciclos de I+D son prolongados. En estos supuestos, el capital paciente —en forma de *equity* o instrumentos *cuasi-equity*— se revela como el instrumento más adecuado para acompañar el crecimiento y absorber el riesgo tecnológico y regulatorio.

En este contexto, los mecanismos europeos recientes adquieren especial relevancia. Las iniciativas vinculadas a la Estrategia Industrial de Defensa, el Libro Blanco y los programas de garantías y contragarantías del Banco Europeo de Inversiones pretenden mejorar las condiciones de acceso a financiación, reducir el coste del capital y generar un efecto multiplicador sobre el crédito bancario a lo largo de la cadena de suministro. Para las compañías, ello exige estructurar contratos con *prime contractors* y administraciones que aporten previsibilidad a los financiadores, combinar de forma eficiente deuda y capital, y aprovechar instrumentos públicos —garantías, seguros de crédito o financiación mixta— para liberar circulante y sostener el crecimiento.

7.3. El papel de los fondos de inversión

Desde una perspectiva más amplia, los fondos de inversión desempeñan un papel clave en el impulso financiero del sector de la defensa al aportar dos elementos esenciales: escala y velocidad. En el ámbito del *private equity*, el capital permite acometer procesos de consolidación, reforzar capacidades industriales y financiar inversiones que difícilmente podrían abordarse exclusivamente con recursos públicos o crédito bancario tradicional.

En el segmento de *venture capital*, el reto se sitúa en la financiación temprana de tecnologías duales o de uso estrictamente militar, donde las restricciones ESG y la percepción de riesgo han limitado históricamente el acceso a capital. En este espacio, la oportunidad reside en fondos especializados capaces de acompañar desarrollos tecnológicos largos, con estructuras de gobernanza adaptadas al sector y una tesis clara de certificación, acceso a mercado y alineación con prioridades europeas.

En ambos casos, la financiación no puede concebirse de forma aislada del marco regulatorio y reputacional. La alineación con criterios de elegibilidad europeos, la integración de exigencias ESG y la anticipación de las restricciones que pueden afectar tanto a la operativa como a la salida forman parte esencial de la ecuación financiera. La capacidad de los fondos para estructurar soluciones de financiación compatibles con estas exigencias se ha convertido, así, en un factor diferencial para canalizar capital privado hacia un sector estratégico y altamente regulado como el de la defensa.

8. A modo de conclusión

La creciente implicación del capital privado en el sector de la defensa responde a un cambio estructural del entorno geopolítico, regulatorio y económico, que ha situado a esta industria en una posición de centralidad estratégica dentro de la Unión Europea. Lejos de tratarse de una oportunidad coyuntural, la inversión en defensa se configura hoy como un ámbito de interés sostenido para los fondos de *private equity*, siempre que se aborde desde una comprensión profunda de los condicionantes jurídicos que rigen el sector.

El análisis desarrollado pone de manifiesto que la inversión en defensa exige un enfoque jurídico integral, en el que el perímetro regulatorio y el control de inversiones extranjeras actúan como verdaderos elementos estructurales de la operación. Estos regímenes no solo condicionan la entrada del inversor, sino que inciden de manera transversal en la estructuración de la transacción, en la gobernanza de las compañías participadas y en la propia viabilidad de la desinversión. El riesgo regulatorio, lejos de agotarse en el *closing*, acompaña a la inversión durante toda su vida.

Asimismo, el *compliance* sectorial y el control de la información se revelan como condiciones habilitantes para operar en el sector de la defensa. La robustez de los sistemas internos de cumplimiento, la trazabilidad de tecnologías y productos —especialmente en el ámbito de los activos de doble uso— y la capacidad de gestionar regímenes complejos de exportación y contratación pública son factores determinantes para preservar el valor del activo y mitigar riesgos legales y reputacionales.

La evolución de las operaciones de M&A refleja esta realidad. La distinción entre compañías de defensa puras y de doble uso, la profundización de los procesos de *due diligence*, el desarrollo de un enfoque contractual específico y la necesidad de estructurar las operaciones pensando desde el inicio en la salida configuran hoy una práctica transaccional claramente diferenciada. En este contexto, la técnica jurídica se convierte en una herramienta clave para traducir el riesgo regulatorio en estructuras contractuales y societarias que aporten seguridad y flexibilidad al inversor.

Las consideraciones ESG y reputacionales, por su parte, han dejado de operar exclusivamente como factores de exclusión para convertirse en criterios de elegibilidad basados en la conducta, la gobernanza y la alineación con marcos normativos y estratégicos europeos. Este cambio de paradigma amplía las posibilidades de inversión, pero exige un elevado nivel de exigencia y coherencia, tanto en la fase de adquisición como en la preparación de la salida, en un entorno de creciente escrutinio público y regulatorio.

Finalmente, el nuevo marco europeo y los instrumentos de financiación asociados refuerzan el papel del capital privado como catalizador del desarrollo de la industria de la defensa, siempre que las inversiones se estructuren de forma compatible con los criterios de elegibilidad, condicionalidad y control propios de la política industrial y de seguridad de la Unión. En suma, la inversión de fondos de *private equity* en el sector de la defensa es hoy jurídicamente viable y económicamente relevante, pero requiere una aproximación sofisticada, anticipatoria y transversal, en la que el Derecho deja de ser un mero acompañante de la operación para convertirse en uno de sus principales factores de éxito.