



FACULTAD DE DERECHO

EL INFORME DE EXPERTO INDEPENDIENTE EN LAS FUSIONES APALANCADAS

Autor: Jaime Blanco Ledesma

5º E3-Analytics

Derecho Mercantil

Tutor: Dr. Javier Wenceslao Ibañez

Madrid

Mayo 2025

Índice

1. Introducción	1
2. Fusión apalancada	4
2.1. Concepto y relación con la asistencia financiera	5
2.2. Antecedentes y evolución normativa	5
2.3. Especialidades de las fusiones apalancadas: el informe de experto independiente	5
3. Cuestiones sobre el informe del EI en la fusión apalancada	4
3.1. Naturaleza y fines del informe	5
3.2. Contenido del informe	5
3.3. La actuación del EI: funciones y responsabilidad	5
3.3.1. Independencia	3
3.3.2. Conflictos de interés	6
3.3.3. Solución a los conflictos de interés: abstención, información previa, información posterior, recusación	6
4. Valoración de activos, pasivos y riesgos y prohibición de asistencia financiera	4
4.1. Valoración del riesgo: objetivación contable y criterios de valoración estándar	5
4.2. Responsabilidad del EI por desviación de los criterios de valoración generalmente aceptados	5
4.3. Responsabilidad del EI por alcanzar conclusiones erróneas sobre la existencia de asistencia prohibida	5
5. Conclusiones	4
6. Bibliografía	4

1. Introducción

Las fusiones apalancadas, también conocidas en la industria financiera como Leveraged Buyouts (LBOs), son una estrategia para la adquisición de empresas combinando fondos propios o “equity” y deuda financiada por terceros. Este tipo de estrategias que pueden conllevar niveles desde muy bajos hasta muy altos de apalancamiento con deuda, tienen mucho interés por su complejidad a la hora de ser preparadas y ejecutadas, y por sus consecuencias legales y financieras.

El auge de las fusiones apalancadas de los últimos años se debe a la flexibilidad de estructuración que proporcionan a nivel de financiación, en tanto que permiten recurrir a deuda de distintos tipos y en distintos tramos, de cara a construir la operación sobre una base lo más barata y conveniente posible, sin necesidad de invertir fondos propios. Cuanto más alto es el apalancamiento, sin embargo, mayor es el riesgo inherente a la operación, pudiendo esto desembocar en incumplimientos de las obligaciones de pago “default” de esa deuda, y en el deterioro del valor de la empresa en última instancia.

En estas operaciones, es de gran importancia el informe del experto independiente (EI), de cara a evaluar determinados aspectos en la operación. Sus objetivos, entre otros, son proporcionar un punto de vista objetivo y transparente de la operación, determinar un rango objetivo de valoración de la empresa objetivo o “target”, y realizar un análisis de los riesgos inherentes a la operación, lo que incluye a nivel legal, la determinación de si existe asistencia financiera prohibida o no. Con todo, el informe de experto es una exigencia legal que contribuye a la protección de los intereses de la empresa adquiriente, la adquirida, accionistas, acreedores, y el resto de las partes de la operación.

A nivel regulatorio, se busca fomentar el crecimiento empresarial y económico, pero también la protección de los intereses de accionistas, acreedores y el *stakeholder* en general. Es por ello por lo que el informe del EI a cobrado tal importancia a nivel legal, estableciéndose condiciones y filtros muy estrictos para evitar conflictos de interés y contribuir a un análisis y valoración lo más justa posible. El informe también tiene una importancia vital de cara a proporcionar transparencia en y confianza en el mercado, que es esencial cuando se trata de operaciones de gran magnitud que afectan a muchas partes.

El poder legislativo español ha sido pionero en introducir requisitos, condiciones y provisiones clave para este tipo de operaciones. Tanto la Ley 3/2009, de 3 de abril sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles, como el Real Decreto-ley 5/2023 de 28 de junio que sustituye algunas de sus provisiones, han buscado promover la seguridad jurídica de los intervinientes en las fusiones apalancadas. Estos cuerpos normativos han estructurado un marco jurídico para estas operaciones, incluyendo

entre otros, la actuación del experto independiente, sus funciones y responsabilidades, y criterios para evitar conflictos de interés.

El objetivo del presente trabajo es el análisis de las fusiones apalancadas y del papel del experto independiente en la redacción del informe. En la primera parte, abordaré el concepto de fusión apalancada y la prohibición de asistencia financiera al estructurar estas operaciones. También se analizará la normativa reguladora de estos aspectos, así como su evolución. Por otra parte, examinaré los aspectos centrales del informe del experto independiente, su naturaleza, contenido, la responsabilidad derivada de su elaboración, y la resolución de los conflictos de interés que se pudieran haber producido. Por último, dedicaré la última parte del trabajo, a estudiar la valoración de activos, pasivos y riesgos, realizada por el experto, así como los criterios contables a seguir y los supuestos de desviación de estos criterios y condiciones.

En resumen, mi intención es realizar un estudio legal y financiero para concluir con una reflexión acerca de los desafíos y oportunidades que llevan de la mano las fusiones apalancadas, en un contexto regulatorio constantemente cambiante. Más concretamente, mediante el estudio exhaustivo del marco jurídico actual, pretendo proporcionar una visión acerca del papel del experto independiente y de su informe en las fusiones apalancadas, como base para la transparencia, seguridad jurídica y equidad en el mercado corporativo.

2. Fusión apalancada

2.1. Concepto y relación con la asistencia financiera

La fusión apalancada es una operación financiera que ha adquirido mucha importancia corporativa en los últimos años. Se trata, básicamente, de la adquisición de otra empresa objetivo o “*target*”, utilizando deuda para financiar o “apalancar” la compra. De esta manera, se le llama fusión apalancada por utilizarse deuda como elemento principal de financiación, limitando el uso de fondos propios de los compradores, influyendo esta estructura tanto en el riesgo como el posible retorno de la operación.¹

Elaborando en lo mencionado anteriormente, la financiación por deuda permite como aspectos positivos más básicos: el participar en operaciones de un tamaño financiero considerable y aumentar la tasa de retorno “TIR”. Por otro lado, como consideraciones negativas, tenemos que cuanto mayor es el nivel de apalancamiento, mayor es el riesgo, en tanto que en este tipo de operaciones, los intereses a pagar por la

¹ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146.

deuda se suelen afrontar con los ingresos de la compañía objetivo comprada.² Si estos ingresos, también conocidos como flujos de caja, no se producen o no son lo suficientemente elevados, la operación falla, jugando un papel vital por lo tanto el nivel de deuda y su estructuración, para controlar el riesgo.

A nivel jurídico, las fusiones apalancadas introducen una serie de retos en relación con la transparencia, solvencia, riesgo y protección de intereses de terceros, que en el ordenamiento jurídico español se han regulado en la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, que ha quedado derogada por el Real Decreto-ley 5/2023, que protege el cumplimiento de las condiciones asociadas a los retos anteriormente mencionados.

En el ámbito de las fusiones apalancadas juega un papel vital la regulación legal de lo que se conoce como asistencia financiera. Este concepto se refiere a situaciones en las que una sociedad facilita financiación o garantías para la adquisición de sus propias acciones, de manera directo o indirecta. A nivel nacional, esta práctica se regula en el artículo 150 del Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Este artículo prohíbe las prácticas que hemos mencionado anteriormente: anticipar fondos, conceder préstamos o prestar garantías para la adquisición de acciones propias, salvo en determinados supuestos excepcionales.

La regulación y las prohibiciones que conlleva se basan en la protección de los intereses de la sociedad, cuando esta asume riesgos que pueden afectar a su salud financiera y económica. Más concretamente, la normativa pretende la protección del patrimonio y de los intereses de accionistas y acreedores, frente al riesgo de que la compañía pierda recursos esenciales.

En las fusiones apalancadas, se suele utilizar los activos de la empresa “*target*” como garantía para acceder a la financiación, y es por ello por lo que el estudio de la asistencia financiera suele ir de la mano de las fusiones apalancadas. Entra entonces, el experto independiente, cuya misión es la de realizar un análisis de viabilidad financiera, valorando, entre otros, activos y pasivos. Hasta ahora la normativa no dejaba claro si el experto debía pronunciarse sobre la existencia de asistencia financiera prohibida o no, pero el Real Decreto-ley 5/2003, deja claro como el experto no debe pronunciarse sobre el cumplimiento de la normativa.

El experto independiente valora la viabilidad financiera proporcionando la confianza necesaria a accionistas y acreedores, y aportando transparencia en las fusiones apalancadas.

² Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2020). *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*. Wiley

Históricamente, los casos más relevantes son capaces de ejemplificar la complejidad de las fusiones apalancadas. Uno de los más significativos es la adquisición de RJR Nabisco en 1989, una de las LBOs más grandes por sus riesgos y apalancamiento financieros³, que se produjo en USA. Otra operación digna de mención es el caso Barlow Clowes International contra Eurotrust International, que en su caso concreto, muestra como el uso de activos de la target para financiar la adquisición, vulneraba las normas de asistencia financiera prohibida de Reino Unido, la función del experto, y la importancia del marco regulatorio.

Las fusiones apalancadas, además de toda la parte negativa mencionada y asociada a la asunción de un riesgo elevado que pueden afectar a terceros, también tienen una faceta positiva cuando se ejecutan de manera precisa y transparente, pudiendo generar valor para accionistas y para la industria global.⁴

2.2. Antecedentes y evolución normativa

Las fusiones apalancadas no solo conllevan condiciones y retos financieros sino también legales. Para afrontarlos, un marco regulatorio bien definido es necesario, para proteger a los *stakeholders*, garantizar la transparencia y asegurar la viabilidad de las operaciones. El legislador pone en una balanza la intención de fomentar el crecimiento económico y la de mitigar los riesgos que conlleva el apalancamiento financiero.

La regulación en España ha evolucionado enormemente en los últimos años. El primer antecedente que mencionar es la Directiva 78/855/CEE, que establecía provisiones de carácter básico en relación con las fusiones a nivel comunitario. No regulaba las fusiones apalancadas específicamente, sentaba bases y pilares para posteriores desarrollos, introduciendo principios de protección de terceros, separación de intereses de accionistas y sociedad, y transparencia.

El siguiente punto en el recorrido lo marca el Real Decreto Legislativo 1564/1989, antigua normativa de sociedades anónimas que fue la primera en abordar, aunque de manera indirecta, la cuestión de las compras apalancadas. Concretamente, especificaba algún supuesto de asistencia financiera prohibida, si bien era insuficiente por no establecer mecanismos de control suficientes.

La primera regulación directa y significativa viene de la mano de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, por contener requisitos, condiciones y referencias específicas para las fusiones apalancadas.

³ Burrough, B., & Helyar, J. (1990). *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. HarperBusiness.

⁴ Kaplan, S. N., & Stein, J. C. (1993). The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(2), 313–357.

El artículo 35 de la Ley 3/2009 contenía la obligación de redacción del informe de experto independiente, cuando “una de las sociedades participantes hubiera contraído deuda en los tres años anteriores para adquirir el control de otra que intervenga en la operación”⁵. Se buscaba evitar supuestos de asistencia financiera que hubieran sido prohibidos por la ya entonces integrada Directiva 2012/30/UE. La ley 3/2009 también era mucho más concreta y específica a nivel de plazos, información a proporcionar, a la hora de concretar la labor del experto, y al establecer mecanismos de control y protección eficaces, constituyéndose como el avance legislativo necesario para cubrir la creciente realización de este tipo de operaciones.

La Ley 3/2009 preveía la pronunciación por parte del experto independiente acerca de la existencia o no de asistencia financiera en su artículo 35. Sin embargo durante la última década, la redacción de este artículo desembocó en problemas muy serios de interpretación por no quedar claro si efectivamente el experto debía pronunciarse sobre si existía asistencia o no, o si el artículo simplemente se refería a un pronunciamiento acerca de la viabilidad financiera de la operación, más adelante analizaremos esto en mayor detalle.

Con el reciente Real Decreto-ley 5/2023 que deroga la legislación sobre modificaciones estructurales de 2009. La nueva redacción se ajusta mejor a las necesidades del mercado, tanto a nivel nacional como comunitario, y simplifica ciertos aspectos como el pronunciamiento al que nos hemos referido en el párrafo anterior. El experto no debe pronunciarse sobre la existencia de asistencia financiera prohibida quedando aclarado ese tema que tantos problemas había dado, mientras que por otro lado se establecen requisitos de elaboración del informe más exigentes como ser más detallado al analizar el riesgo, endeudamiento, valorar activo y pasivo o analizar la sostenibilidad de la operación.

Un ejemplo de alguno de estos requisitos es el artículo 28, que introduce la obligación de que los informes se basen en estándares de valoración objetivos y reconocidos a nivel global. Se minimiza así las posibilidades de manipulación, los supuestos de conflicto de interés, facilitando comparaciones y mejorando la transparencia.

A nivel europeo, podemos mencionar la Directiva 2017/1132/UE, que sin ser más novedosa ni concreta que la regulación española, ha permitido la armonización de la regulación en distintos Estados Miembros, algo esencial para facilitar las operaciones que afecten a compañías de distintos estados, dentro del mercado único de la UE.

⁵ Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Boletín Oficial del Estado.

Como posibles avances legislativos futuros podemos mencionar la introducción del análisis de datos y la inteligencia artificial en la redacción del informe del experto, lo que podría ser especialmente útil para la valoración de activos y pasivos, eliminando cualquier componente innecesariamente subjetivo que podría afectar a la objetividad y precisión del mismo.

2.3. Especialidades de las fusiones apalancadas: el informe de experto independiente

El Informe del Experto Independiente es una herramienta esencial para aportar objetividad y transparencia. Con activos de la empresa *target* garantizados para financiar la compra y los conflictos de interés y riesgo que esto implica el informe permite asegurar que las operaciones se realizan de manera justa y equilibrada.

El papel del EI incluye la evaluación de cuestiones legales como la prohibición de asistencia financiera referida en el artículo 150 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.

El Real Decreto-ley 5/2023 que deroga y reemplaza la Ley 3/2009, y más concretamente es el artículo 28 de la ley de 2023 el que establece los requisitos que deben cumplir tanto el informe como el propio experto. El primero y el más obvio por el adjetivo que acompaña al informe es la independencia. El experto independiente debe ser ajeno a las partes de manera que no existan intereses que puedan que afecten a su imparcialidad. En segundo lugar, para garantizar esta imparcialidad en muchos casos el experto es designado por el cuerpo judicial o administrativo competente en el asunto. En cuanto al contenido, el informe debe evaluar pormenorizadamente los activos y pasivos de la *target*, una valoración de riesgos completa analizando la empresa en el contexto de su mercado y competidores como en la compra apalancada de Telepizza⁶ en la que la volatilidad del mercado alimentario debida a el incremento constante de la competencia, influyó en la determinación del riesgo económico de la operación. Por último, debe incluir una mención sobre la existencia o no de asistencia financiera, como en el caso Pescanova⁷ en el que en 2013 en el que el experto independiente afrontó una situación dudosa en la que los activos de la target pudieran estar siendo utilizados para respaldar la deuda contraída por la sociedad matriz en la operación. Por

⁶ Meikle, B. (2006, December 7). *Telepizza closes*. Buyouts Insider.
<https://www.buyoutsinsider.com/telepizza-closes/>

⁷ El Confidencial. (2013, 15 de mayo). *Lecciones sobre el caso Pescanova*. El abrazo del koala. Recuperado de https://www.elconfidencial.com/mercados/el-abrazo-del-koala/2013-05-15/lecciones-sobre-el-caso-pescanova_545/

último, de cara a asegurar el cumplimiento de los criterios anteriores y una valoración justa, el experto debe cumplir con los estándares de valoración aplicables.

De cara a evaluar el endeudamiento el informe aborda la proyección de los flujos de caja a futuro, sirviendo de ejemplo, entre otros muchos, la compra apalancada de Pastas Gallo⁸, en la que el experto utilizó este enfoque para estudiar la viabilidad financiera del apalancamiento. El experto también estudia los tramos de deuda e intereses asumidos en la estructuración de la operación, y en relación con lo anterior, la capacidad de la empresa de afrontar el apalancamiento mencionado. Además, debe incluir una mención sobre la razonabilidad de la operación sirviendo como ejemplo la operación de compra de NH hoteles por Minor International⁹ en la que la estructuración de una valoración acompañada de sensibilidades frente a posibles cambios macroeconómicos como subidas en tipos de interés, para determinar bajo qué asunciones era viable la operación.

Con su papel supervisor y de control, el experto garantiza la transparencia asegurando que las partes tienen acceso completo a la información que corresponde para que estén en situación de igualdad según la ley. Además, una de las funciones claves del experto es garantizar la protección de los intereses de los accionistas, acreedores y *stakeholders*, desde una posición imparcial reduciendo los riesgos de conflicto de interés.

En relación con la designación del experto independiente en operaciones como la fusión de CaixaBank y Bankia¹⁰ la relevancia de los estándares técnicos y regulatorios que debe seguir el experto independiente

⁸ Saborit, S. (2019, July 6). *El fondo Proa Capital compra Pastas Gallo*. *Expansión*.

<https://www.expansion.com/catalunya/2019/07/05/5d1f3125e5fdea026c8b466a.html>

⁹ Nexotur. (2018, octubre 23). *Minor International completa con éxito su OPA sobre NH Hotel Group*.

<https://www.nexotur.com/noticia/99828/nexohotel/minor-international-completa-con-exito-su-opa-sobre-nh-hotel-group.html>

¹⁰ CaixaBank. (2020). *Proyecto común de fusión entre CaixaBank, S.A. y Bankia, S.A.* Recuperado de:

https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversores/Gobierno_corporativo/Bankia/Proyecto_comun_fusion_CAST.pdf

3. Cuestiones sobre el informe del EI en la fusión apalancada

3.1. Naturaleza y fines del informe

3.2. Contenido del informe

3.3. La actuación del EI: funciones y responsabilidad

3.3.1. Independencia

3.3.2. Conflicto de interés

3.3.3. Solución a los conflictos de interés: abstención, información previa, información posterior, recusación

4. Valoración de activos, pasivos y riesgos y prohibición de asistencia financiera

4.1. Valoración del riesgo: objetivación contable y criterios de valoración estándar

4.2. Responsabilidad del EI por desviación de los criterios de valoración generalmente aceptados

4.3. Responsabilidad del EI por alcanzar conclusiones erróneas sobre la existencia de asistencia financiera prohibida

5. Conclusiones

6. Bibliografía