



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 Ibáñez

Madrid
Marzo 2025

Resumen

El presente trabajo aborda un tipo de operación corporativa en el campo de las fusiones y adquisiciones, las fusiones apalancadas. En primer lugar, se introduce el concepto de fusión apalancada y su relación con la asistencia financiera, el concepto normativo con el que tradicionalmente ha estado en tensión. Para ello, el trabajo estudia los antecedentes y la actualidad normativa aplicable, e introduce el informe de experto independiente en este contexto. Posteriormente, se abordará de manera más específica el contenido, fines y naturaleza del informe, así como la independencia o los conflictos de interés del experto independiente. Por último, el trabajo analiza la labor de valoración de activos, pasivos y riesgos, del experto independiente, así como el pronunciamiento sobre la existencia de asistencia financiera.

Palabras clave

Compra apalancada, fusión apalancada, informe de experto independiente, independencia, conflictos de interés, valoración, asistencia financiera

Abstract

This paper addresses a type of corporate transaction in the field of mergers and acquisitions, leveraged mergers. First, it introduces the concept of a leveraged merger and its relationship with financial assistance, the legal concept with which it has traditionally been in tension. To this end, the paper studies the background and current applicable regulations and introduces the independent expert's report in this context. Subsequently, the content, purposes and nature of the report, as well as the independence or conflicts of interest of the independent expert, will be addressed more specifically. Finally, the work analyzes the independent expert's work of valuation of assets, liabilities and risks, as well as the pronouncement on the existence of financial assistance.

Key words

Leveraged buyout (LBO), leveraged merger, independent expert's report, independence, conflicts of interest, valuation, financial assistance

ÍNDICE

1. Introducción.....	4
2. Fusión apalancada.....	6
2.1. Concepto	6
2.2. Antecedentes normativos y relación con la asistencia financiera.....	11
2.3. Especialidades de las fusiones apalancadas: el informe de experto independiente	16
3. Cuestiones sobre el informe del experto en la fusión apalancada	20
3.1. Naturaleza y fines del informe	20
3.2. Contenido del informe.....	24
3.3. La actuación del experto: funciones y responsabilidad.....	31
3.3.1. Independencia: su ausencia como presupuesto de responsabilidad.....	31
3.3.2. Conflictos de interés como presupuesto de responsabilidad	33
3.3.3. Solución a los conflictos de interés: abstención, información previa a la ejecución de la fusión, información posterior, recusación	38
4. Valoración de activos, pasivos y riesgos y prohibición de asistencia financiera.....	40
4.1. Valoración del riesgo: objetivación contable y criterios de valoración	40
4.2. Responsabilidad del experto por desviación de los criterios de valoración generalmente aceptados	43
4.3. Responsabilidad del experto por alcanzar conclusiones erróneas sobre la existencia de asistencia prohibida	46
5. Conclusiones	48
6. Bibliografía	50

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, con el fin de construir la operación sobre una base lo más 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 el incumplimiento de las obligaciones de pago 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, con el fin de 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 sociedad objetivo y realizar un análisis de los riesgos inherentes a la operación, lo que hasta hace poco incluía, la determinación de la existencia de 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 adquirente, la adquirida, accionistas, acreedores, y el resto de los grupos interesados 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 experto ha 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 con el fin de proporcionar transparencia y confianza en el mercado, que es esencial cuando se trata de operaciones de gran magnitud que afectan a muchos *stakeholders*.

El poder legislativo español ha sido pionero en introducir requisitos, condiciones y disposiciones 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 disposiciones, 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, responsabilidades, y criterios para evitar conflictos de interés.

El objetivo del presente trabajo es el análisis del papel del experto en las fusiones apalancadas. En la primera parte, abordaremos el concepto de fusión apalancada y la prohibición de asistencia financiera al estructurar estas operaciones. También analizaremos la normativa reguladora de estos aspectos, así como su evolución. Por otra parte, examinaremos 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, dedicaremos 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, nuestra 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, pretendemos 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

La fusión apalancada es una operación financiera consistente en la adquisición de otra sociedad, 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.

Este tipo de operaciones nacen en el mundo anglosajón bajo el nombre de *Merger Leveraged Buyout*, existiendo una serie de características fundamentales que diferencian a unas de otras. La primera es la ratio de apalancamiento, que vendrá determinada por la proporción entre los fondos propios aportados por el accionista y la deuda aportada por terceros. La ratio variará en función de la agresividad adoptada por el fondo de capital riesgo, por ejemplo, pudiendo ir desde un 80% en las más agresivas a un 50%.¹

El Real-Decreto Ley 5/2023 de 28 de junio (RDL 5/2023)² por el que se reforma el artículo 35 de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales (LME)³ define, en su artículo 42, la fusión apalancada como: “fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial”

Para mejor entendimiento del contexto empezaremos por definir las modificaciones estructurales, que son aquellas transformaciones societarias que no solo implican la modificación de los estatutos, sino que además implican un cambio en el patrimonio de esta.

Dentro de las modificaciones estructurales encontramos las fusiones apalancadas que son aquellas operaciones en las que como hemos visto en la redacción del artículo 42 RDL 5/2023, una sociedad se endeuda para en los 3 años siguientes adquirir otra sociedad o un

¹ Pérez López, Á., et al., “La financiación de la adquisición de empresas: Financiación bancaria y vía mercado de capitales” en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (3ª ed.)*, La Ley, 2016, p. 138

² Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea (BOE 29 de junio de 2023)

³ Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE 16 de abril de 2009)

activo esencial de la misma para posteriormente llevar a cabo la fusión.

Otras particularidades que caracterizan a estas operaciones en la práctica son que la sociedad adquirente suele ser un vehículo de inversión constituido por la sociedad, que el repago de la deuda se realiza con los flujos de caja generados por la sociedad objetivo y que la deuda se garantiza con la pignoración de las acciones y participaciones de la sociedad objetivo.

Antes de entrar en más detalle, resulta esencial para enfocar el tema objeto de estudio presentar la redacción completa del artículo 42 RDL 5/2023 que dice:

“1. En caso de fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial, serán de aplicación las siguientes reglas:

1.º El proyecto de fusión deberá indicar los recursos y los plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos.

2.º El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir.

3.º El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores.

2. En estos supuestos será necesario el informe de expertos incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión”.

La razón de ser de la regla contenida en el artículo es la de proporcionar garantías adicionales para acreedores y accionistas, proporcionando información adicional a través del proyecto de fusión, el informe de administradores y el del experto independiente, para que puedan proteger su patrimonio de la manera que consideren.

Visto el contenido y la misión de la regla, es necesario entender cuando aplica, es decir, cuando una operación de fusión quedará encuadrada en el supuesto de hecho del artículo quedando sujeta a su regulación. Para que una fusión sea considerada fusión

apalancada deben de cumplirse tres condiciones: que una sociedad haya adquirido el control o un activo esencial de otra, que posteriormente se haya producido la fusión de ambas y que la sociedad adquirente haya asumido en los tres años anteriores deuda específicamente destinada a la adquisición.

La primera condición es la adquisición del control de la sociedad objetivo o de un activo esencial de la misma. La adquisición del control de otra sociedad se refiere a la adquisición de valores representativos de esta, ya sean acciones en el caso de una sociedad anónima o participaciones en el caso de las sociedades limitadas. Además, la condición para la aplicación del artículo es que se adquieran valores representativos suficientes para el ejercicio del control sobre la sociedad objetivo, como límite a partir del cual la adquirente podrá ejercer una influencia decisiva sobre esta. El control no tendrá que adquirirse de una sola vez, puede adquirirse de manera progresiva, siendo de aplicación la norma una vez se adquiera el porcentaje necesario para considerarse que existe control sobre la sociedad objetivo.

Con respecto a cuando se considera que se ejerce un control sobre otra sociedad, el artículo 18 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC)⁴ remite la cuestión al artículo 42 del Código de Comercio (CCom)⁵ que establece lo siguiente: “Existe un grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras. En particular, se presumirá que existe control cuando una sociedad, ...: a) Posea la mayoría de los derechos de voto. b) Tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración. c) Pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto. d) Haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeña su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores”.

Por lo tanto, el artículo será de aplicación cuando se adquieran acciones o participaciones suficientes para contar con la mayoría de los derechos de voto de la sociedad objetivo. La clave del artículo es que se tiene que producir una adquisición y, por lo tanto, como explican LÓPEZ JORRÍN y VIVES RUIZ, no procederá la aplicación de la norma cuando el control se ejerza simplemente mediante la designación de miembros del órgano de

⁴ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010)

⁵ Real Decreto de 22 de agosto de 1885, por el que se publica el Código de Comercio (BOE 24 de agosto de 1885)

administración.

Existen dudas en este sentido en torno a las sociedades cotizadas, para las que la ley establece el umbral de control en 30%, sin embargo, el artículo 42 RDL 5/2023 que estamos estudiando no establece una diferenciación en función del tipo de sociedad y, por lo tanto, se entiende que el régimen de control aplicable es el mismo para todo tipo de sociedades.

Por último, la necesidad que establece la norma de que se produzca la adquisición del control, deja fuera del ámbito de aplicación de la norma los supuestos que han desarrollado autores como PAZ-ARES en los que no existe control tangible sobre la sociedad objetivo, pero se considera que existe grupo de sociedades por existir una dirección única⁶. Estos son los llamados grupos por coordinación en los que no existe una influencia efectiva por parte de la dominante⁷, y que, a pesar de considerarse grupos, quedan como hemos dicho excluidos del ámbito de aplicación del artículo 42 RDL 5/2023, ya que, según su redacción, se entiende que debe existir un dominio efectivo por parte de la sociedad adquiriente. Estas propuestas doctrinales que amplían el concepto de grupo están ya aceptadas y afinan acertadamente el concepto legal de grupo de sociedades⁸, pero en el supuesto concreto de la fusión apalancada debe producirse la adquisición de un control tangible sobre la sociedad objetivo que necesariamente implique subordinación.

La segunda condición es que tras la adquisición se produzca la fusión entre las sociedades, que se considera realizada, de acuerdo con el artículo 16 RDL 5/2023, en el momento de inscripción en el Registro Mercantil. Una vez producida la inscripción registral, las operaciones de fusión apalancada es común que tengan vocación temporal, previéndose la desinversión en la sociedad objetivo en no más de 7 a 10 años con el fin de maximizar la rentabilidad de la operación.⁹

Por último, y más relacionado con nuestro tema de estudio, la norma establece como elemento diferenciador clave de este tipo de fusiones que una de las sociedades (tiene sentido que sea la adquiriente) haya asumido deudas destinadas a la adquisición del control o el activo esencial.

Con respecto a la naturaleza de esta deuda, el artículo no incluye ninguna mención

⁶ Paz-Ares Rodríguez, J.C., “Uniones de empresa y grupos de sociedades”, *Revista Jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, n. 1, 1999, pp. 229-233

⁷ Embid Irujo, J. M., “Introducción al Derecho de los grupos de sociedades”, Comares, Granada, 2003, p. 59

⁸ Febles Pozo, N., “Los grupos de sociedades. un análisis pendiente acerca de una regulación sistemática en la legislación española”, *Ars boni et aequi*, vol. 12, n. 2, 2016, pp. 214 y ss.

⁹ Pérez López, Á., et al., “La financiación de la adquisición de empresas: Financiación bancaria y vía mercado de capitales” en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (3ª ed.)*, La Ley, 2016, p. 161

adicional al sistema o estructura de endeudamiento al que se recurra, a la cantidad o al origen de esta. Se entenderá como deuda por lo tanto cualquier tipo de financiación que genere una condición de repago en el tiempo, aun cuando la cantidad fuera muy pequeña y con independencia de su origen. Esta financiación suele estar estructurada en torno a varios tipos de deuda en función de la calidad crediticia. En primer lugar, la sociedad adquiriente podrá utilizar deuda preferente (*senior*), que es la de mejor calidad crediticia en la escala, situándose el acreedor por delante del resto a la hora de cobrar. La sociedad también puede recurrir a deuda de segundo nivel, que se califica así por ser una combinación de deuda principal y deuda subordinada (*second lien*) y que por lo tanto en la escala de preferencia de cobro va después que la deuda preferente. En el último nivel de la escala, encontramos la deuda subordinada (*mezzanine*) que como el propio termino indica, queda subordinada a la existencia de un determinado nivel de beneficios y es la última en la escala de preferencia de cobro. Además es frecuente la suscripción de instrumentos financieros que mitiguen el riesgo en los supuestos de fluctuación de tipos de interés.¹⁰ Tras este apunte práctico y continuando con el hilo, el único supuesto que quedaría excluido como apunta VIVES RUIZ es el supuesto en el que la deuda no siguiera viva al tiempo de producirse la fusión (siempre que no se hubiera cancelado refinanciándola en atención a nueva deuda) debido a que ya no existen los riesgos a los que pretende hacer frente la norma, ni si quiera existe el apalancamiento financiero característico de este tipo de operaciones.¹¹

Con respecto al nivel de endeudamiento, no se especifica nada en la norma acerca de si esta tiene que alcanzar un nivel determinado con respecto al patrimonio social, siendo el aspecto determinante, la finalidad con la que se asume la deuda que debe ser: adquirir el control de otra sociedad o un activo esencial de la misma.¹² Quedan fuera del ámbito de aplicación de la norma los supuestos en los que aun produciéndose una adquisición habiendo asumido deuda para ello, no se llegue a adquirir el control. En relación con la adquisición de activos esenciales, es necesario complementar el artículo 42 RDL 5/2023 con las normas contenidas en el artículo 66 y 160 f) de la LSC que establecen el criterio de caracterización de estos.

La norma erra en este caso en asumir que toda deuda se asume para una finalidad

¹⁰ Pérez López, Á., et al., “La financiación de la adquisición de empresas: Financiación bancaria y vía mercado de capitales” en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (3ª ed.)*, La Ley, 2016, p. 144

¹¹ López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, p. 764

¹² Sánchez-Calero, J., y Fenández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.14, 2011, p. 113

concreta, ya que como apunta SÁNCHEZ-CALERO existen muchas situaciones en las sociedades pueden asumir deuda de manera genérica, sin tener un propósito concreto, o que asuman estructuras de deuda con varios niveles en las que un determinado tramo tenga una finalidad y otro otra. Si, por ejemplo, una sociedad solicitara un préstamo bancario o emitiera bonos para desarrollar el plan estratégico aprobado por la directiva sin dar más detalles, y posteriormente utilizara parte de esta deuda para la adquisición del control de otra sociedad o de un activo esencial de la misma, es dudoso si los hechos encajan en el supuesto del artículo.¹³ En mi opinión, sí, ya que lo importante no es la finalidad inicial con la que se asuma la deuda sino el concepto al que se destine finalmente.

Con respecto al horizonte temporal de tres años al que se refiere el artículo cabe hacer una serie de consideraciones adicionales. La norma establece este horizonte temporal probablemente porque el legislador ha considerado que si la horquilla temporal entre la contracción de las deudas y la fusión fuera mayor de tres años dejaría de existir nexo causal entre ambas cuestiones.¹⁴ Esta franja comienza a computar desde que se contrae la deuda, esto es, desde que se firma el contrato de financiación con la entidad o con el proveedor. El momento en el que se considera ejecutada la fusión genera más dudas, frente a la ausencia de pronunciamiento del legislador acerca del tema en la norma, algunos autores como RONCERO SÁNCHEZ¹⁵ optan por pensar que se considera como *dies a quem* la fecha del proyecto de fusión, y otros, que se debe recurrir al artículo 16 RDL 5/2023, que establece que “la eficacia de la modificación estructural se producirá desde la fecha de inscripción en el Registro Mercantil”.

2.2. Antecedentes normativos y relación con la asistencia financiera

Una vez abordado el concepto de manera breve, resulta de especial interés para entenderlo mejor el análisis de sus orígenes normativos y la relación que ha mantenido a lo largo de los años con la asistencia financiera.

Como hemos mencionado antes una de las características particulares de las fusiones apalancadas es que el repago del principal y los intereses asociados a la deuda se realiza, recurriendo a los flujos de caja de la sociedad objetivo, una vez se ha llevado a cabo la fusión de acuerdo con el artículo 23 LME, que introduce el principio de sucesión universal por el que

¹³ Sánchez-Calero, J., y Fenández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.14, 2011, p. 114

¹⁴ Roncero Sánchez, A., “Fusión posterior a la adquisición apalancada” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 168

¹⁵ Roncero Sánchez, A., “Fusión posterior a la adquisición apalancada” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 169

la sociedad resultante de la fusión, pasa a responder de la financiación ajena a la que se hubiera recurrido para la adquisición.

Por lo tanto, históricamente, siempre ha resultado problemático encuadrar este tipo de operaciones en el Derecho español, ya que, la LSC establece una serie de restricciones para las operaciones que conlleven asistencia financiera prohibida o no, según lo establecido en los artículos 143 para sociedades de responsabilidad limitada y 149 y 150 para sociedades anónimas. El objetivo de la prohibición de asistencia financiera es “impedir cualquier erosión, incluso potencial, de cualquier elemento patrimonial de la sociedad derivada o ligada con el tráfico de su capital entre terceros, protegiendo los intereses de los socios o accionistas, así como de los acreedores”¹⁶

En la práctica, para que la sociedad objetivo proceda al pago de la deuda sin incumplir las prohibiciones de asistencia financiera establecidas en los artículos mencionados, existen dos posibilidades como apunta VIVES RUIZ. La primera es mantener la separación jurídica de las dos sociedades y que la sociedad adquiriente reciba el efectivo para el repago de la deuda mediante el reparto de dividendos o la reducción de capital con devolución de aportaciones. La segunda posibilidad es la que nos interesa en este punto, la fusión entre la sociedad adquiriente y la sociedad objetivo de manera que la sociedad resultante asuma la deuda al completo para luego proceder a su repago.¹⁷

En cualquier caso, la fusión entre las sociedades para el repago de la deuda sigue generando dudas de compatibilidad con el Derecho español y con la prohibición de asistencia financiera en concreto.

El primer hito significativo en la regulación de las fusiones apalancadas lo marca la introducción del artículo 35 LME. Antes de este artículo la regulación de las fusiones apalancadas era la misma que la de las fusiones generales o “normales”. Pero la estructuración de las fusiones apalancadas era claramente más compleja que la de una fusión normal y por lo tanto los supuestos de fusión apalancada que se produjeron antes del 2009, además de la normativa general, se entendían en el marco de la doctrina que se había desarrollado hasta entonces, en especial la de autores que se pronunciaban sobre la compatibilidad con la

¹⁶ Pérez López, Á., et al., “La financiación de la adquisición de empresas: Financiación bancaria y vía mercado de capitales” en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (3ª ed.)*, La Ley, 2016, p. 141

¹⁷ López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, p. 755

asistencia financiera como AURIOLAS MARTÍN¹⁸ o ALONSO LEDESMA¹⁹.

La doctrina desarrollada por los autores mencionados y por otros, a pesar de ser extensa y estar ya asentada, hacía obvia la necesidad de que en la redacción del artículo 35 LME el legislador se pronunciara acerca de la relación entre la fusión apalancada y la asistencia financiera²⁰, algo que como vamos a ver ahora, no se hizo.

Hasta la aprobación de la LME se aceptaba la validez de las operaciones de fusión apalancada por una serie de razones. En primer lugar, los efectos económicos de las fusiones apalancadas no se asemejan a los que se pretende evitar en las situaciones en las que una sociedad presta financiación para la adquisición de sus propias acciones. El riesgo es mucho menor en los supuestos de fusión apalancada, y la norma de prohibición de asistencia financiera no ha estado en ningún momento específicamente orientada a impedir las. En segundo lugar, las normas de prohibición de asistencia financiera, ni mucho menos son normas absolutas que apliquen en todos los supuestos de modificaciones societarias en los que la finalidad última sea proteger al acreedor y al socio; hay muchas más normas de protección del valor patrimonial de socios y acreedores y no siempre se tiene que anteponer la prohibición de los artículos 143, 149 y 150 LSC a la aplicación del resto de normas.

Algunos autores como SÁNCHEZ DAFOS²¹ o FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ²², sin embargo, entendían que la norma daba cobertura a la fusión apalancada que producía un resultado prohibido por el ordenamiento jurídico.²³

¹⁸ Auriolas Martín, A. J., “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, vol. 13, n. 51, 1993, pp. 637 - 680, citado en López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 753-788

¹⁹ Alonso Ledesma, C., “Propuesta de modificación de la segunda Directiva de Sociedades relativa a la constitución de la sociedad anónima y al mantenimiento y modificación de su capital”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n. 27, 2005, pp. 511 – 526, y citado en López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 753-788

²⁰ Sánchez-Calero, J., y Fernández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.14, 2011, pp.114 y ss

²¹ Sánchez Dafos, J.A., “El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de Forward Merger LBO en España y el efecto de la reforma en Italia”, n. 24, 2005, pp. 487-510, citado en Sánchez-Calero, J., y Fernández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.14, 2011, pp. 109-150.

²² Fernández, M^a C., “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs”, *Revista de derecho mercantil*, n. 232, 1999, citado en López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 753-788

²³ Sánchez-Calero, J., y Fernández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.14, 2011, p. 115 y ss.

Con todo, antes de la aprobación del artículo 35 LME se entendía que las normas de prohibición de asistencia financiera eran normas adicionales al marco de protección de acreedores y socios, que debían entenderse en conjunto con el resto de las normas, y cuando existieran otras normas específicas de protección para casos concretos de protección, se aplicarían estas, aunque fueran dudosamente compatibles.

La normativa de fusiones vigente en el momento ya contemplaba muchos recursos adicionales de protección de socios y acreedores como la regulación de la ecuación de tipo de canje o los derechos de oposición de acreedores, y por tanto como norma general, se admitían las fusiones apalancadas como un supuesto protegido por las normas de fusiones generales, sin profundizar más acerca de la compatibilidad con la prohibición de asistencia financiera.

En este contexto, en 2009 se aprueba el artículo 35 LME, que es idéntico a nivel de redacción que el artículo 42 RDL 5/2023 vigente actualmente, salvo por una pequeña frase adicional: “el informe de experto independiente...determinando además si existe asistencia financiera”. Fue esta necesidad de que el experto independiente se pronunciara acerca de la asistencia financiera lo que ha generado tanto revuelo en los últimos años hasta la aprobación del artículo 42 RDL 5/2023 vigente en la actualidad.

Para a entender mejor la redacción del artículo 35 LME es necesario entender el artículo 2501 bis del *Codice Civile italiano*, que es en el que se inspira. El artículo italiano aprobado en 2004 obligaba a que en las operaciones en las que una sociedad contrajera deudas para la adquisición de otra, siendo esta última la que garantizara y reembolsara la deuda posteriormente, serían necesarias una serie de garantías adicionales a las previstas en el régimen general de fusiones. Se debería aprobar un proyecto de fusión en el que se mencionara los recursos, plazos y condiciones para el repago de la deuda; adicionalmente, los administradores de ambas sociedades deberían redactar un informe en el que explicaran los objetivos y la justificación de la operación; y sería necesario el informe de un auditor que validara el contenido del plan económico o proyecto de fusión. La norma no hacía referencia a la necesidad de pronunciamiento acerca de la existencia de asistencia financiera.²⁴

En cuanto a la compatibilidad de las normas de asistencia financiera y las fusiones apalancadas, la doctrina asentada en Italia por autores como ZAMBELLI²⁵ era muy distinta a

²⁴ Royo-Vilanova, S. (2023). *La nueva regulación de las modificaciones estructurales de sociedades. Problemas prácticos*. LA LEY mercantil, (106), octubre. Editorial LA LEY. pág. 22

²⁵ Zambelli, S., “Private equity and leveraged buyouts in Italy: To prohibit or not to prohibit, that is the question” en D. J. Denis & H. M. Katz (ed.), *Private equity: Fund types, risks and returns, and regulation*, 2010, pp. 467 y ss.

la española, oponiéndose en mayor o menor medida a la compatibilidad del artículo con las normas de asistencia financiera. Mientras que, en España, la doctrina mencionada en la página anterior era muy flexible y de hecho aceptaba las fusiones apalancadas pese a no haber norma de protección específica en torno a ella, en Italia la doctrina se decantaba por pensar o que no se trataba de una norma meramente interpretativa, prevaleciendo la aplicación de la prohibición de asistencia financiera, o que simplemente era incorrecta y debía de reformularse para alcanzar esa compatibilidad.

Centrándonos en los antecedentes del artículo 35 LME, su aprobación tiene origen en el anteproyecto de ley de 2007 en el que en atención a la Directiva 2006/68, se propuso flexibilizar el régimen de prohibición de asistencia financiera contenido en la entonces Ley de Sociedades Anónimas, en concreto, el artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA)²⁶ y la introducción del artículo 81 bis, para flexibilizar las normas relativas a la asistencia financiera, en línea con la oportunidad de flexibilización que brindó la Unión Europea con la aprobación de dicha directiva.

Según avanzaba el anteproyecto, se fue dejando de lado la propuesta de modificación de redacción del artículo 81 LSA lo que a su vez provocó que no se introdujera el artículo 81 bis porque simplemente no habría tenido sentido.

Además de no modificarse los artículos sobre asistencia financiera, en la redacción del artículo 35 LME, el partido popular propuso la inclusión en el apartado 3 del pronunciamiento del experto independiente sobre la “ausencia de asistencia financiera” que después, según avanzó el proyecto, terminó redactándose como “la existencia de asistencia financiera”. Además de renunciar a la flexibilización de la prohibición de asistencia financiera propuesta por Europa, se terminó por aprobar una norma que, a diferencia, de su antecedente italiano, exigía un pronunciamiento acerca de la existencia o no de asistencia financiera. Esto ha dado pie a que en la última década se hayan producido infinidad de debates doctrinales en torno al tema, y a que hasta la aprobación del actual RDL 5/2023 (en el que se elimina el pronunciamiento sobre la existencia de asistencia financiera), no haya quedado muy clara la compatibilidad de la fusión apalancada con las normas de asistencia financiera.

En 2023 se aprueba el RDL 5/2023 sobre modificaciones estructurales que deroga el artículo 35 LME, y se elimina, de manera afortunada para autores como ROYO-

²⁶ Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE 27 de diciembre de 1989)

VILLANOVA²⁷, la referencia al necesario análisis de existencia de asistencia financiera quedando resuelto el debate. En primer lugar, se elimina la duda de si el experto tendrá que pronunciarse en torno a ese tema, y en segundo lugar, nos permite “constatar que la referencia realizada por el artículo 35 LME a la existencia de asistencia financiera debía entenderse realizada a la concepción estrictamente económica del término asistencia financiera, relacionada con el estudio de la viabilidad de un proyecto de negocio, financiero y económico como para generar un flujo de caja suficiente para el retorno de la deuda sin que sea necesario acudir a escenarios de desmantelamiento o liquidación patrimonial”.²⁸ La redacción, salvo en lo que respecta a la asistencia financiera, es idéntica en el resto y por lo tanto no es necesario ninguna comparación adicional.

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

El artículo 42 RDL 5/2023 introduce una serie garantías y sistemas de protección adicionales para acreedores y accionistas de las sociedades involucradas en la fusión apalancada.

Se trata de una serie de normas de información adicional que debe proporcionarse a las partes afectadas por la modificación patrimonial sobre el endeudamiento asumido, y en concreto, a los plazos de repago, los recursos que se utilizarán para el mismo y las condiciones de financiación. Abarca todas las condiciones de la deuda que puedan afectar al valor de la participación de socios y acreedores en las sociedades y que se suman a las normas de protección que ya contemplaba el régimen general de fusiones para reforzarlas.

El primero de los requisitos adicionales es la aprobación por los administradores de las sociedades adquirente y adquirida de un proyecto de fusión que contenga un plan económico-financiero que especifique los plazos de repago de la deuda, las condiciones de financiación que han impuesto las entidades financieras y por último, los flujos de caja y el resto de los recursos de los que se servirá la sociedad objetivo para afrontar el pago de la deuda asumida por la adquirente. Cabe resaltar que frente a la regulación italiana contenida en el artículo 2501 bis del *Codice Civile*, la norma española solo exige esta información sobre la deuda contraída

²⁷ Álvarez Royo-Villanova, S., “La nueva regulación de las modificaciones estructurales de sociedades. Problemas prácticos”. *La Ley mercantil*, n. 106, 2023, p. 22

²⁸ Jiménez López, L., y Daza González, P., “La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 62, pp. 36-51, 2023, (disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8569/documento/AJUM62-art.pdf?id=13448&forceDownload=true>; última consulta 24/03/2025)

exclusivamente para la adquisición y no sobre el total de la deuda de la adquirente.

En segundo lugar, será necesario un informe redactado por los administradores de las sociedades intervinientes que se pronuncie sobre las razones y justificaciones de la fusión apalancada para que los acreedores y accionistas puedan entenderla desde su perspectiva. Esta obligación que impone el legislador es necesaria para determinar si una operación es excesivamente arriesgada y pudiera ocasionar daños a la propia sociedad, o a las aportaciones de accionistas y acreedores, pudiendo generar acciones de responsabilidad general o concursal.²⁹ Según la redacción literal del artículo 42 RDL 5/2023 sobre modificaciones estructurales parece que la justificación y razonamiento de la operación por los administradores, se refiere a la adquisición de la sociedad objetivo, solo incluyendo que “en su caso” será necesario pronunciarse también sobre las razones que justifican la fusión cuando estas sean distintas que las de la adquisición. Tampoco hace referencia al endeudamiento previo, limitando el pronunciamiento, por lo tanto, a las razones que justifican la adquisición y a las de la fusión cuando estas sean distintas que las de las anteriores.³⁰ Tampoco hace referencia al tipo de justificaciones que deben darse, por lo que parece que estas podrán ser de cualquier tipo siempre que guarden relación con la adquisición. El informe también debe incluir un plan económico financiero similar al contenido en el proyecto de fusión, pero más amplio, incluyendo la relación de este con las razones que justifican la fusión.

Por último, y más importante por ser el tema de estudio que nos ocupa en este trabajo, se exige un informe de experto independiente. El artículo 42 RDL 5/2023 dice lo siguiente al respecto: “El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores...en estos supuestos será necesario el informe de expertos incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión”. Del tenor del artículo podemos sacar las siguientes conclusiones: se trata de un informe que deberá pronunciarse acerca de la razonabilidad del proyecto de fusión y del informe de administradores que ya hemos mencionado; se excluye la referencia al pronunciamiento sobre la existencia de asistencia financiera que tanto revuelo causó del artículo 35 LME; y este informe será necesario aun cuando exista acuerdo unánime de fusión, ya que la simple y unánime voluntad de los accionistas no debe privar de la información contenida en el informe a aquellos que han financiado la adquisición, los acreedores.³¹

²⁹ Sánchez-Calero, J., y Fenández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.14, 2011, p. 119

³⁰ Roncero Sánchez, A., “Fusión posterior a la adquisición apalancada” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 169

³¹ Sánchez-Calero, J., “Informe de los administradores en las modificaciones estructurales” en *Modificaciones*

Desde la aprobación del artículo 35 LME, autores como LÓPEZ MATEO³² y YUSTE DE AYALA³³ se inclinan por pensar que de acuerdo con la redacción del artículo (actualmente el 42 RDL 5/2023) el informe de experto será necesario en cualquier caso de fusión apalancada, por ser norma especial de aplicación preferente en estas operaciones.³⁴

Con respecto al pronunciamiento sobre la razonabilidad del proyecto, parece lógico que el experto se pronuncie sobre la razonabilidad objetiva del proyecto de fusión, ya que es precisamente la materia sobre la que tiene sentido que se pronuncie, debiendo hacerlo de manera totalmente objetiva y atendiendo única y exclusivamente a los números para valorar, de acuerdo con su experiencia, si la sociedad resultante podrá afrontar los pagos como sugieren los administradores. Más debatible es el hecho de que se tenga que pronunciar acerca de la razonabilidad de las razones propuestas por los administradores para la adquisición ya que esto es un asunto mucho más subjetivo. El experto puede considerar que una determinada razón económica, industrial o de la naturaleza que sea (ya que la ley no especifica de que naturaleza debe ser la razón) no es suficiente para justificar la fusión mientras que otro pueda pensar que sí. Se trata en definitiva de un asunto de mayor subjetividad sobre el que el experto tendrá que mantenerse cauteloso.

La exigencia del informe es una medida de protección de socios y otros interesados como los acreedores, en tanto que refuerza la información dispuesta, para que todos estos decidan con conocimiento de causa.³⁵

Todos estos documentos que aportan información permiten a accionistas y acreedores juzgar la posibilidad de éxito y la necesidad de la operación y, por lo tanto, cualquier modificación que se produzca en la ejecución de esta, dará lugar a un vicio sobre un elemento

Estructurales de las Sociedades Mercantiles, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 61

³² López Mateo, M.A., "Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009", Tomos I y II, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 272, 2009, citado en López Jorrín, A. y Vives, F., "Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)", en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 753-788

³³ Yuste de Ayala, G., "El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas", *Revista española de capital riesgo*, n. 4, 2009, pp. 33-49, citado en López Jorrín, A. y Vives, F., "Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)", en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 753-788

³⁴ Roncero Sánchez, A., "La exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas", *El Derecho*, 2010, (disponible en <https://elderecho.com/la-exigencia-del-informe-de-expertos-independientes-en-caso-de-fusiones-posteriores-a-adquisiciones-apalancadas-2>; última consulta 24/03/2025)

³⁵ Roncero Sánchez, A., "La exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas", *El Derecho*, 2010, (disponible en <https://elderecho.com/la-exigencia-del-informe-de-expertos-independientes-en-caso-de-fusiones-posteriores-a-adquisiciones-apalancadas-2>; última consulta 24/03/2025)

esencial del negocio de fusión como es el derecho de información, como base para exigir responsabilidad a los administradores.³⁶

Con la reforma de 2023, se elimina la referencia al pronunciamiento sobre la existencia de asistencia financiera, quedando resuelto el debate. Se confirma, por lo tanto, que el artículo 35 LME se refiere a una asistencia financiera en sentido económico, y que en ningún caso debía el experto entrar a valorar la legalidad de la operación en atención a las prohibiciones sobre asistencia financiera.

³⁶ Sánchez-Calero, J., y Fenández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.14, 2011, p. 119

3. CUESTIONES SOBRE EL INFORME DEL EXPERTO EN LA FUSIÓN APALANCADA

3.1. Naturaleza y fines del informe

El informe de experto independiente surge por el requisito adicional que impone el artículo 35 LME a los administradores de proporcionar información sobre la viabilidad económica y financiera de la fusión. Este deber de información se concreta en la obligación de citar las razones de la fusión y la adquisición precedente, así como en la mención de los recursos que serán destinados al repago de la financiación recibida.

La razón para proporcionar esta información adicional en los casos en los que la fusión es apalancada es, en definitiva, la protección de accionistas y acreedores, que podrán entender la naturaleza de la operación, los términos de la financiación (calendario de repagos, cantidades...)³⁷

Las fusiones convencionales que no conllevan adquisición apalancada seguida de fusión ya gozan de mecanismos de protección como el derecho de oposición, derecho de impugnación o las normas de la fijación de la ecuación de canje, entre otros. Que como especialidad de las adquisiciones con apalancamiento seguidas de fusión solo se añadieran los deberes de información anteriormente mencionados significa que el legislador ya consideraba suficientes los mecanismos de protección existentes para las fusiones convencionales.

Toda esta información debe, por supuesto, ser analizada y valorada por una persona ajena a la sociedad adquiriente y a la sociedad objetivo, de manera que se asegure la imparcialidad y la objetividad de dicho análisis. Es aquí cuando entra el experto independiente, como figura que audita la información proporcionada por el órgano de administración de la empresa adquiriente. Para garantizar la imparcialidad y objetividad que justifican la existencia de la figura del experto, la ley establece que este será elegido por el Registro Mercantil. El experto deberá pronunciarse, como veremos más adelante en mayor profundidad, enjuiciando la viabilidad financiera de la fusión y, antes de la entrada en vigor del artículo 42 RDL 5/2023, también tenía que pronunciarse sobre la existencia o no de asistencia financiera prohibida.

La exigencia de pronunciarse sobre la existencia de asistencia financiera del artículo

³⁷ López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 772

35 LME para algunos como RONCERO SÁNCHEZ era la manera por la que el legislador dotaba al informe necesario en las fusiones apalancadas de una función diferenciada de la que se otorga a las fusiones generales, pudiendo acordar los accionistas en estas últimas que no fuera necesaria la redacción del informe, mientras que en el caso de las apalancadas este era necesario en todo caso. Así la función del informe en el caso de las fusiones apalancadas era la de informar tanto a accionistas como a otros interesados (por eso no podían impedir su redacción los accionistas), mientras que la protección en fusiones generales estaba únicamente dirigida a accionistas.³⁸

En cualquier caso, esta necesidad de pronunciamiento acerca de la existencia de asistencia financiera por el experto no fue una aportación acertada del legislador, en tanto que este concepto es claramente jurídico y no económico ni financiero, debiendo pronunciarse sobre esto, en todo caso, los Jueces y Tribunales. Como alternativa a esta necesidad de pronunciamiento, el legislador podría haber optado por establecer una serie de límites que marcaran cuando una operación atentaría contra las previsiones de asistencia financiera.³⁹

La razón última de la intervención del experto para la elaboración del preceptivo informe es evitar situaciones de sobreendeudamiento que afectaran al funcionamiento y evolución de la empresa, y a largo plazo pudieran afectar a la economía no ya de la empresa sino del mercado. Las adquisiciones apalancadas, como el propio nombre indica, recurren a créditos bancarios o corporativos, y un plan que no esté suficientemente especificado y ratificado por el experto independiente, podría eventualmente llevar al concurso de la empresa y posteriormente y en ciertos casos, al impago de los mencionados créditos afectando ya no solo a la compañía sino a otros participantes del mercado. A nivel individual, la empresa sufriría las consecuencias de una mala planificación en sus estados financieros, afectando eventualmente a todos los *stakeholders*, como proveedores y empleados entre otros. Con todo, la intervención y juicio del experto pretende reforzar la seguridad en la solvencia financiera de la compañía, una temprana detección de las situaciones de dificultad y garantizar el normal funcionamiento de la empresa resultante de la fusión.

Con todo el legislador pretende que un tercero independiente y completamente neutral se pronuncie en un informe acerca de la viabilidad financiera de la fusión. Es una exigencia

³⁸ Roncero Sánchez, A., "La exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas", *El Derecho*, 2010, (disponible en <https://elderecho.com/la-exigencia-del-informe-de-expertos-independientes-en-caso-de-fusiones-posteriores-a-adquisiciones-apalancadas-2>; última consulta 24/03/2025)

³⁹ Sánchez-Calero, J., y Fenández Torres, I., "Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.14, 2011, pp. 117

que ensancha el derecho de información de accionistas y acreedores en una situación en la que es necesario ensanchar este derecho en tanto que se están exponiendo a un endeudamiento adicional y que no entra dentro del funcionamiento normal de la empresa. Esto coloca al administrador en una posición más comprometida, exigiendo un plus de diligencia por enfrentar una situación de responsabilidad añadida, en la que deberá proporcionar información más exhaustiva y precisa en comparación con lo que se exigiría normalmente.

Entrando en la naturaleza a nivel más concreto, el informe exigido en las fusiones apalancadas al experto es un informe especial, de carácter financiero y patrimonial, no jurídico y elaborado por un tercero independiente⁴⁰.

Se trata de un informe especial en tanto que el enjuiciamiento preceptivo del experto acerca del plan financiero para el pago de la deuda y el análisis de las razones proporcionadas por el órgano de gobierno solo se exige en las fusiones precedidas de una adquisición apalancada. Así, es exigible siempre que cualquiera de las sociedades intervinientes en el proceso de fusión se hubiera endeudado en los tres años inmediatamente anteriores a la fusión, como establece el artículo 35 LME, aun cuando exista acuerdo unánime de la Junta de Gobierno o se trate de una fusión simplificada. En los supuestos en los que el vehículo de inversión creado por la adquiriente pase a controlar el 100% de la sociedad objetivo o en los que el adquiriente sea una sociedad de responsabilidad limitada, estas sociedades podrían beneficiarse de la regulación más favorable y menos exigente establecida para las fusiones simplificadas, pero aun en estos casos, la naturaleza especial del artículo 35 LME, obliga a la aplicación del mismo sobre el régimen legal de las simplificadas, de manera que no se pueda eludir el preceptivo pronunciamiento del experto para la protección última del *stakeholder*.

En segundo lugar, el informe es de carácter financiero, porque para su redacción es necesario un nivel considerable de experiencia en la valoración de activos, pasivos, riesgos y de empresas en su conjunto.⁴¹ Esto incluye además del estudio exhaustivo de los estados financieros (estado de flujos de caja, cuenta de pérdidas y ganancias, y balance de situación), la capacidad de entendimiento y estudio de cualquier otro tipo de documento relacionado con la fusión como contratos de préstamo y financiación, documentos de estructuración de deuda, contratos de hipoteca y prenda, y cualquier otro documento de naturaleza jurídica o estratégica que no sea estrictamente financiero. Dicho esto, el juicio de razonabilidad y

⁴⁰ Mingot, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *Revista de derecho de sociedades*, n. 35, 2010, p. 12

⁴¹ Sánchez-Calero, J., “Informe de los administradores en las modificaciones estructurales” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 60

viabilidad, sí que será estrictamente financiero, y es que, pese a que el experto tenga que entender los contratos y documentos no financieros relacionados con el asunto, su pronunciamiento se limita a la viabilidad financiera de la información y el plan propuesto por los administradores. Más concretamente, el experto enjuiciará la razonabilidad basándose principalmente en la generación de flujo de caja que estime y la proporción dirigida al pago de la deuda. Es decir, la facción jurídica, estratégica o que se refiera a cualquier otra disciplina distinta de la razonabilidad financiera de la deuda asumida, queda fuera de su alcance. En el juicio de razonabilidad, se trata como apunta ROYO-VILANOVA⁴² no tanto de explicar el balance sino de determinar si los flujos previstos de la sociedad objetivo son suficientes para el pago de la deuda asumida por la adquirente, sin afectar este pago de la deuda al funcionamiento normal y objeto principal de actividad económica de la adquirida, como veremos en más profundidad en la sección siguiente referida al contenido del informe.

Por último, el informe es de carácter independiente en tanto que debe ser elaborado por un experto que carezca de interés personal propio o de terceros vinculados en el resultado del informe, pudiendo actuar de manera independiente y objetiva respecto del asunto. La independencia absoluta es imposible asegurarla por ser la empresa adquirente la que asume el pago de los honorarios al experto. Para evitar cualquier corrupción de la exigida independencia, el experto asume un régimen de responsabilidad en la emisión del informe del que solo quedará liberado concretando detalladamente la tarea específica que se le ha encomendado y toda la información que el órgano de administración de la adquirente le hubiera proporcionado, para que en caso de imprecisiones, incorrecciones o faltas de información, el experto pueda efectivamente quedar liberado de responsabilidad por falta de diligencia o afrontar cualquier acusación de falta de independencia.

Además del régimen de responsabilidad al que queda sujeto el tercero, contribuye a su independencia el hecho de que este sea nombrado por el Registro Mercantil y no sea la adquirente la que lo elija. El Registro Mercantil, fomenta de esta manera la inexistencia de conflictos de interés que pudieran coartar la objetividad de actuación del experto.

En relación con los fines del informe, el juicio de razonabilidad del experto sobre el endeudamiento asumido y sobre el plan de repago de la deuda, tiene como finalidad principal proteger al accionista y al acreedor.⁴³ Como en la mayoría de las normas relacionadas con las

⁴² Royo-Vilanova, S. (2023). *La nueva regulación de las modificaciones estructurales de sociedades. Problemas prácticos*, La Ley mercantil, (106), octubre, editorial La Ley, pág. 21

⁴³ Roncero Sánchez, A., “Fusión posterior a la adquisición apalancada” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 169

modificaciones estructurales de las sociedades, la razón última es la protección del accionista y acreedor en primera instancia y, de manera secundaria, de cualquier otro *stakeholder* relacionado con la empresa. Así en los supuestos en los que el juicio del experto sea negativo, la consecuencia será la asunción de la responsabilidad por parte de los administradores. Los administradores cancelarán el proyecto de fusión, ya que, en el caso de seguir adelante, accionistas y acreedores podrán cargar contra ellos sirviendo el informe negativo del experto como prueba en un eventual proceso concursal por la insolvencia de la empresa.

Antes de la reforma introducida en 2023, la LME, incluía en el punto tercero la obligación del experto de pronunciarse sobre la existencia de asistencia financiera prohibida o no. Durante muchos años esto dio lugar al debate que hemos analizado en el punto anterior dedicado a los antecedentes normativos, en relación con el problema que generó en la práctica la textual mención a la necesidad del experto de pronunciarse acerca de la existencia de asistencia financiera. Este es un concepto material normativo sobre el que no tenía sentido que tuviera que pronunciarse un experto ajeno a la jurisdicción, ya que la consecuencia de la apreciación de asistencia financiera era la nulidad de pleno derecho de la operación. La conclusión práctica a la que llegó la doctrina⁴⁴ fue que dicha referencia legal significaba que el experto tenía que pronunciarse sobre la viabilidad financiera no sobre la legalidad. Con la reforma introducida por el RDL 5/2023, se elimina esa referencia y queda claro que el experto solo debe pronunciarse acerca de la viabilidad financiera del repago de la deuda. Así, queda confirmado que el fin último y principal del informe es valorar la diligencia del administrador en la formulación del plan financiero para la operación apalancada, asumiendo este en los casos de enjuiciamiento desfavorable, la responsabilidad por la eventual insolvencia de la sociedad.

3.2. Contenido del informe

El experto se tiene que pronunciar como hemos dicho sobre la viabilidad del plan económico-financiero que presente el órgano administrador de las sociedades, sobre la razonabilidad del resto de información que aporten para justificar a fusión, y en la redacción anterior del art. 35 LME sobre “la existencia de asistencia financiera”, expresión que ha sido eliminada de la norma con la entrada del artículo 42 RDL 5/2023 y que analizaremos en más detalle más adelante.

⁴⁴ Álvarez Royo-Villanova, S., "Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales", El notario del Siglo XXI, n. 30, 2010, (disponible en <https://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>; última consulta 24/03/2025)

En primer lugar, sobre la razonabilidad y viabilidad del informe del órgano administrador y el proyecto de fusión planteado por los mismos, el experto debe pronunciarse de manera objetiva e independiente sobre la capacidad financiera de la sociedad resultante⁴⁵, en función de la cantidad, plazos y otras condiciones que se hubieran establecido para los créditos.

A la adquisición apalancada le sigue la fusión, que cuando culmina se traduce en la extinción de la sociedad o sociedades absorbidas integrándose sus partidas contables en los estados financieros de la absorbente, y pasando por lo tanto esta, a ser el acreedor único de la deuda asumida para la adquisición, responsable del repago de esta.

Para asegurar que la absorbente pueda y efectivamente cumpla con los deberes de su nueva posición de acreedor, el órgano de administración debe informar en el proyecto de fusión que presente, sobre la porción de los recursos de explotación que serán destinados al pago de la deuda según las condiciones crediticias pactadas.⁴⁶ Además, deberá explicar como la utilización de dichos recursos en tiempo y cantidad, no afectará al normal funcionamiento de la nueva sociedad ni a su objeto económico principal.

Tanto el proyecto de fusión al que se refiere el artículo 42.1 RDL 5/2023 como el informe de administradores del apartado dos, deberán incluir una mención a los recursos económicos a los que se recurrirá para el pago de la deuda, siendo la tarea del experto, valorar de manera objetiva que efectivamente son suficientes de acuerdo con las condiciones de cantidades y plazos de amortización que se hubieran acordado con los deudores. El experto protege a los accionistas y acreedores de la sociedad adquiriente y de la sociedad objetivo, de la amenaza de que la sociedad resultante de la fusión sufra un desequilibrio patrimonial y contable que haga que sus derechos sobre la sociedad pierdan valor por la mala gestión y falta de diligencia del órgano administrador.

Frente al poder del administrador para proponer un proyecto apalancado excesivamente por su falta de diligencia, la ley impone la obligación de intervención del experto que actúa como obstáculo en dichos supuestos, protegiendo al *stakeholder* de absorbidas y absorbente.⁴⁷

⁴⁵ Roncero Sánchez, A., “Fusión posterior a la adquisición apalancada” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 169

⁴⁶ Roncero Sánchez, A., “Fusión posterior a la adquisición apalancada” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 169

⁴⁷ Sánchez-Calero, J., “Informe de los administradores en las modificaciones estructurales” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 60

El problema que presentaba la norma en su redacción anterior (art. 35 LME) y que sigue presente hoy con la reforma introducida en el RDL 5/2023 con el artículo 42, es que no se hace mención a los recursos que podrán destinarse al repago de la deuda. Es decir, no queda claro si la sociedad resultante de la fusión podrá recurrir al resultado de explotación de su actividad, a una porción de este, o si ni si quiera podrá hacerlo y solo podrá afrontar la deuda recurriendo a reservas voluntarias u otras partidas contables. Esto es un problema en tanto que es entonces tarea del experto determinar a qué recursos se podrá recurrir o no, quedando la actividad en el panorama de las fusiones y adquisiciones tremendamente coartada por esta decisión.

Autores como ROYO-VILLANOVA⁴⁸ se decantaban por pensar que el límite de endeudamiento se establecía en función del importe de las reservas disponibles de la sociedad objetivo, basándose esta conclusión en el contenido de la Directiva 2006/68/CE, que limitaba la asistencia financiera a las mencionadas reservas disponibles, protegiendo el capital social y las reservas indisponibles, y en última instancia y por lo tanto, al accionista que estaba detrás de dicho capital.⁴⁹

Esta propuesta, sin embargo, restringiría la mayoría de las adquisiciones apalancadas seguidas de fusión, ya que se suele recurrir a niveles de apalancamiento mucho mayores. Esto cambia en función del mercado geográfico puesto que, en Estados Unidos, la cuna de las *LBOs*, las firmas de capital riesgo como *KKR* o *Blackstone* recurren a niveles de apalancamiento mucho mayores que los que se aprecian en España, por ejemplo, donde los protagonistas suelen ser firmas participantes en el *mid-market* que recurren a un apalancamiento mucho menor. Aun en España donde el apalancamiento suele ser como hemos dicho mucho menor, la realidad es que el importe de las reservas disponibles de la sociedad objetivo casi siempre se verá superada por la deuda asumida para la adquisición.

Como hemos dicho el artículo 42 RDL 5/2023 tampoco especifica los recursos que se podrán utilizar para hacer frente a la deuda, quedando esta cuestión completamente sujeta al criterio que adopte el experto.⁵⁰ Será este el que en atención a su experiencia y conocimiento deberá determinar si el endeudamiento es excesivo por no poder la empresa hacer frente al

⁴⁸ Álvarez Royo-Villanova, S., "Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales", *El notario del Siglo XXI*, n. 30, 2010, (disponible en <https://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>; última consulta 24/03/2025)

⁴⁹ Mingot, M., "Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME", *Revista de derecho de sociedades*, n. 35, 2010, p. 20

⁵⁰ Roncero Sánchez, A., "Fusión posterior a la adquisición apalancada" en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, pp. 169

mismo sin ver su actividad y patrimonio contable afectados, o si, por el contrario, no lo es.

En la práctica, la opinión más asentada, es que el activo al que se podrá recurrir para el repago de la deuda son los flujos de caja libre generados por la empresa en el ejercicio corriente de sus operaciones. En el mundo financiero, el método más extendido y popular para valorar empresas es el descuento de flujos de caja, según el cual se estiman las cantidades de facturación, gastos y otras partidas contables en función de unas tasas de crecimiento que suelen ir ligadas al crecimiento previsto del PIB, para llegar en última instancia a unos flujos de caja libre que se descuentan a una tasa normalmente ligada al coste del capital y de la deuda, para valorarlos en el presente. Estos flujos de caja o como se conocen en el mundo anglosajón *free cash flows* constituyen las cantidades que genera la empresa después de pagar los costes de explotación, el resto de los costes operativos de la empresa y los impuestos a los que estén sujetos.

En definitiva, se trata del valor que generan las empresas en el ejercicio de su actividad operativa. Como apunta MASCAREÑAS “desde un punto de vista financiero, la empresa no es más que un haz o paquete de flujos de caja con riesgo, y para valorarla se desenredan los diversos componentes de dichos flujos, se valoran por separado, y se vuelven a juntar”.⁵¹

A modo de aclaración, debe concretarse a la hora de hablar de los flujos de caja libre, si nos estamos refiriendo a los disponibles para pagar a acreedores y accionistas lo que se conoce como *unlevered free cash flow*, o si por el contrario nos referimos a los disponibles para repartir entre accionistas, el *levered free cash flow*. La diferencia es que en el *levered free cash flow*, o flujos de caja libre apalancados ya se ha tenido en cuenta para calcularlos el efecto de la deuda, esto es el repago de principal e intereses.⁵²

Aclaradas las diferencias, el concepto que nos interesa es el flujo de caja libre no apalancado o *unlevered free cash flow*, ya que la cuestión que estamos abordando es precisamente la posibilidad de pago de la deuda al acreedor, no la posibilidad de repartir dividendo al accionista o no. Lo que debe valorar el experto es si los flujos de caja no apalancados que ha proyectado el órgano de administración en el plan económico-financiero

⁵¹ Mascareñas, J., "Introducción a las finanzas corporativas", Universidad Complutense de Madrid, vol. 5, 1999, (disponible en https://scholar.google.es/citations?view_op=view_citation&hl=es&user=5_b9m2gAAAAJ&citation_for_view=5_b9m2gAAAAJ:hqOjcs7Dif8C; última consulta 24/03/2025)

⁵² Vipond, T., "Unlevered free cash flow (UFCF)", Corporate Finance Institute, (disponible en <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/unlevered-free-cash-flow/>; última consulta 24/03/2025)

presentado son suficientes para hacer frente a la deuda. Para ello deberá prestar especial atención a las tasas de crecimiento de ingresos, gastos y otras partidas que se hubieran estimada para elaborar el plan, ya que podría ser que las estimaciones propuestas en el plan presentado sean completamente irreales e infladas. Esto es aún más importante cuando el apalancamiento y por lo tanto el riesgo son mayores, ya que las consecuencias de un juicio demasiado superficial pueden ser devastadoras. A mayor endeudamiento mayor tiene que ser la profundidad de análisis del experto a la hora de explorar los distintos supuestos de crecimiento que se hubieran planteado en la estimación de flujos de caja.

Además de ser el método de valoración más común en la práctica financiera, la proyección de flujos de caja parece un criterio mucho más adecuado para que el experto valore la viabilidad del plan financiero. Además de tener sentido y lógica financiera para valorar la razonabilidad, es una opción mucho más completa y realista que la de tomar las reservas disponibles como límite, ya que como hemos dicho casi en el cien por cien de los casos el endeudamiento supera a la cifra de dichas reservas.

La proyección de flujos de caja debe acompañarse en cualquier caso de una visión contextual por la que se tengan también en cuenta la generación de ingresos no estrictamente operativos, los costes que se hayan ahorrado las empresas por las sinergias consecuencia de la fusión, los ingresos adicionales consecuencia de dichas sinergias, los ingresos fiscales provenientes del recurso a créditos que surjan por la fusión o que surjan por la revalorización de activos fijos y cualesquiera otras circunstancias que surjan en el contexto de la fusión y que aumenten los recursos a los que la sociedad resultante podrá recurrir para el repago de la deuda. Puede darse también que la empresa venda activos que dejen de ser necesarios en el marco de la sociedad resultante de la fusión, o que, siendo necesarios, simplemente se decidan vender, o incluso que ya se hayan contratado líneas de financiación diferentes a las destinadas a la compra apalancada, que se utilicen para pagar la deuda destinada a la compra de la sociedad objetivo. Con respecto a esto último, parece no tener sentido, endeudarse para comprar otra sociedad, y endeudarse en segunda instancia para pagar la deuda destinada a la compra de la sociedad, pero según el contexto inflacionario y de intereses, y las condiciones que la sociedad absorbente acuerde en la estructuración de la deuda, puede ser beneficioso afrontar la operación de esta manera. Además, esto simplificará todo el proceso jurídico para la protección del accionista y del acreedor de la empresa, dentro del que se encuentra el informe de experto, ya que en este caso será tan simple como valorar en que parte la financiación convenida cubre la deuda destinada a la adquisición apalancada.

Con todo, el experto, además de tener en cuenta los ingresos puramente operativos, deberá tener en cuenta todas las circunstancias a las que nos hemos referido en los dos párrafos anteriores, para valorar de manera más precisa si la absorbente se ha endeudado demasiado.⁵³

El hecho de que el experto tenga en cuenta además de los ingresos operativos puramente relacionados con la actividad de la empresa, los ingresos provenientes de las circunstancias mencionadas anteriormente, hace que en determinadas ocasiones su juicio se cargue de subjetividad. El descuento de flujos de caja ya es un modelo en sí mismo muy subjetivo en el que se pueden asumir casos más agresivos o más conservadores en función de las tasas de crecimiento y descuento que se prevean, y es que aunque estas tasas se estimen en atención a ciertos criterios objetivos como el crecimiento del PIB, los costes de capital y deuda, o las tasas de crecimiento históricas de la empresa, la realidad es que no dejan de ser una estimación ya que no podemos conocer el futuro con certeza. Esta subjetividad unida a que el experto también tendrá en cuenta cuestiones como las sinergias o los ahorros fiscales, que son también en muchos casos suposiciones subjetivas, provocan que su juicio se cargue en ciertas ocasiones de una subjetividad excesiva. Pese a esto, la realidad es que nadie puede realizar una predicción totalmente precisa del futuro y menos para operaciones de alta complejidad como estas, pero la experiencia del experto y de manera más importante su objetividad e independencia son la aproximación más fiable a la que recurrir para determinar si se podrá hacer frente al endeudamiento.

En la redacción del derogado art. 35 LME, se establecía que el experto también estaba obligado a pronunciarse acerca de si existía asistencia financiera prohibida o no, algo que ha generado confusión desde la aprobación de la norma hasta la aprobación del RDL 5/2023 que en el artículo 42 (que sucede al 35 LME) elimina la mención a este juicio por parte del experto.

La asistencia financiera es un concepto jurídico contenido en los artículos 143.2 LSC para las sociedades de responsabilidad limitada y 150 LSC para las sociedades anónimas, que se refiere a los supuestos en los que una sociedad concede préstamos, anticipa fondos, presta garantías o concede cualquier tipo de asistencia financiera análoga a un tercero para que este adquiera posteriormente acciones o participaciones de la sociedad que concede la asistencia.

En consecuencia, la redacción de la norma aplicable anterior a la reforma podía

⁵³ Mingot, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *Revista de derecho de sociedades*, n. 35, 2010, p. 14

entenderse como que el experto estaba sujeto a la realización de una valoración jurídica en la que estudiase elementos puramente jurídicos como el acuerdo negocial alcanzado por las sociedades o el nexo causal existente en dicha relación, para posteriormente determinar si la operación conllevaba asistencia financiera prohibida.

Autores como ROYO-VILLANOVA⁵⁴, entre otros, coinciden en que la función del experto independiente no es en ningún caso jurídica, y por lo tanto, el pensamiento imperante hasta la aprobación de la redacción actual, es que la norma se refería a la asistencia financiera en su sentido económico, es decir a un pronunciamiento acerca de si la sociedad sería capaz de afrontar el endeudamiento, y por lo tanto y en todo caso, un pronunciamiento únicamente dirigido a determinar si existía asistencia financiera pero no si esta era prohibida o no. Es cierto que pese a que el experto no se pronunciara sobre si la asistencia financiera era prohibida o no, si este determinaba que existía asistencia financiera ya fuera prohibida o no, transmitía la responsabilidad en determinados supuestos de insolvencia posterior en el tiempo a los administradores. Si, por el contrario, no hacía ninguna mención a la existencia de asistencia financiera, ante un posterior impago de deuda sería él el responsable por no haber incluido dicha mención. En la práctica, lo que ocurría en algunos casos es que el experto y las sociedades negociaban la inclusión de la mención a la asistencia financiera para equilibrar responsabilidades.

Con todo, la expresión dio lugar a años de confusión sobre la cuestión de hasta donde debía llegar el experto: si debía limitarse a un estudio contable de la posibilidad de repago de la deuda en el futuro, si además debía incluir una mención específica sobre la existencia de asistencia financiera, o incluso si debía de entrar en materia jurídica valorando si esta era prohibida o no. Aparte de confusión no aportaba mucho⁵⁵, ya que parecía claro que el experto en ningún momento se pronunciaría sobre aspectos jurídicos, que habría sido lo realmente diferencial.⁵⁶

Con la aprobación de la reforma introducida por el RDL 5/2023 se elimina la mención a la asistencia financiera y queda claro que la función del experto es la de proporcionar un punto de vista objetivo acerca de la viabilidad financiera de la fusión en relación con el

⁵⁴ Álvarez Royo-Villanova, S., "Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales", *El notario del Siglo XXI*, n. 30, 2010, (disponible en <https://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>; última consulta 24/03/2025)

⁵⁵ Roncero Sánchez, A., "Fusión posterior a la adquisición apalancada" en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 172

⁵⁶ Mingot, M., "Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME", *Revista de derecho de sociedades*, n. 35, 2010, p. 26

repago de la deuda.⁵⁷

Aun así, la norma sigue sin especificar cual es el límite de endeudamiento y a que activos se podrá recurrir para el repago de la deuda, lo que obliga al experto a determinar si una estructura de financiación es válida o no, sin contar con una guía objetiva. Esto sumado a la subjetividad intrínseca de los métodos de proyección de flujos de caja, alejan al experto de la objetividad deseada. El juicio del experto no deja de ser una predicción económica a futuro, y es natural, que esté alimentada de cierta subjetividad, pero la norma debería compensar y equilibrar esta subjetividad, estableciendo criterios claros que guíen la opinión del experto sobre la estructura financiera.

3.3. La actuación del experto: funciones y responsabilidad

3.3.1. Independencia: su ausencia como presupuesto de responsabilidad

La independencia del experto que elaborará el informe es un elemento clave, por ser precisamente este carácter independiente lo que justifica su intervención. Muy probablemente cualquiera de las sociedades intervinientes en el proceso cuenta con empleados perfectamente capaces de elaborar modelos de valoración para determinar si el repago de la deuda será posible. Por otra parte, la firma que preste servicios de auditoría interna a la sociedad, es también capaz de elaborar este informe, pero la clave que impone la ley y que da sentido a la norma es que el experto deberá ser completamente independiente. Y es que es este carácter de independencia lo que aporta valor al informe, en tanto que dará lugar a la elaboración de un informe completamente objetivo, no coartado por los conflictos de interés a los que suelen estar sujetos muchos de los intervinientes en el contexto corporativo.

Es necesario aclarar, desde el primer momento que la independencia del experto solo se puede procurar, promover o fomentar con las normas establecidas en la ley, de cara a crear una presunción razonable. La firma contratada para ejercer la labor de experto deberá cumplir con los criterios de independencia establecidos, pero una ausencia total de conflicto o interés en el asunto nunca podrá asegurarse o garantizarse.

Para procurar la independencia del experto, la ley impone que este será elegido por el Registro Mercantil y no por las sociedades envueltas en el proceso de fusión, donde los acreedores y accionistas están sujetos a un conflicto de interés que pudiera sesgar la elección.

Como se ha mencionado al estudiar la naturaleza del informe, este está elaborado por

⁵⁷ Royo-Vilanova, S. (2023). *La nueva regulación de las modificaciones estructurales de sociedades. Problemas prácticos*, La Ley mercantil, (106), octubre, editorial La Ley, pág. 22

un tercero ajeno a todo tipo de conflicto de interés, objetivo y completamente independiente que será nombrado de acuerdo con los artículos 338 y 349 del Reglamento del Registro Mercantil (RRM)⁵⁸. Estos artículos regulan como veremos más adelante el nombramiento de los expertos en el contexto de aportaciones dinerarias en el caso del art. 338 y el supuesto de las fusiones en el art. 349, pero son de aplicación analógicamente para el nombramiento del experto en el contexto de las adquisiciones apalancadas seguidas de fusión. El artículo 349, dice lo siguiente: “En caso de fusión o de escisión de sociedades, la solicitud de nombramiento de uno o varios expertos independientes para la emisión del preceptivo informe se hará individualmente por cada una de las sociedades que participan en la fusión o de las sociedades beneficiarias de la escisión... No obstante, lo dispuesto en el apartado anterior, el informe podrá ser común a todas las sociedades que participen en la fusión cuando éstas lo soliciten... En este caso la solicitud se presentará al Registrador Mercantil del domicilio social de la absorbente o del que figure en el proyecto de fusión como domicilio de la nueva sociedad a constituir, adjuntando certificación del proyecto de fusión emitida por cada uno de los órganos de administración de las sociedades solicitantes”. Podemos ver como las sociedades podrán solicitar que el informe sea elaborado por un experto para cada sociedad o por uno que actúe de manera conjunta para todas, pero que en cualquier caso el experto será designado por el Registro Mercantil.⁵⁹

Para abordar la cuestión de la independencia del experto resulta esencial acudir a la Ley 22/2015 de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas (LAC)⁶⁰. La primera cuestión básica para promover la independencia legal del experto, es que en ningún caso la firma que preste servicios de auditoría interna a la sociedad podrá ser la que la elabore el informe de experto, como establece el artículo 16 LAC: “En todo caso, se considerará que el auditor de cuentas o la sociedad de auditoría no goza de la suficiente independencia en el ejercicio de sus funciones respecto de una empresa o entidad, ..., cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias...f) La prestación de servicios de auditoría interna a la entidad auditada...”.

El artículo 16 LAC establece de manera más específica lo siguiente: “El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas es el organismo encargado de velar por el adecuado cumplimiento del deber de independencia, así como de valorar en cada trabajo concreto la

58 Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (BOE 20 de julio de 1996)

59 Sánchez-Calero, J., “Informe de los administradores en las modificaciones estructurales” en Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 63

60 Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas (BOE 21 de julio de 2015)

posible falta de independencia de un auditor de cuentas o sociedad de auditoría”.

Vista la regulación del carácter independiente del experto, contenida en la normativa del ICAC para las sociedades de auditoría, nos centramos en la normativa establecida en los artículos 338 a 349 del RRM, que se refiere concretamente a los expertos independientes encargados de la elaboración del informe. El artículo 341 del RRM establece que: “Son causas de incompatibilidad para ser nombrado experto las establecidas para los peritos por la legislación procesal civil”, así con el fin de valorar la independencia y los conflictos de interés que pudieran existir serán de aplicación los artículos 124, 343 y 344 de la Ley 1/2000 de enjuiciamiento civil (LEC)⁶¹ que analizaremos en la sección dedicada a los conflictos de interés.

Como hemos mencionado en puntos anteriores, pese a que el nombramiento lo realice el Registro Mercantil, quien desembolsa el salario de la firma de auditoría es la sociedad para quien preste el servicio de elaboración del informe, y por lo tanto siempre existe el temor de que la independencia del experto se vea afectada. La realidad, sin embargo, es que el experto siempre se decantará por actuar con la diligencia debida y de acuerdo con los criterios establecidos a nivel legal y contable, ya que esto le permite quedar exonerado de toda responsabilidad posterior ante un supuesto de insolvencia.⁶²

3.3.2. *Conflictos de interés como presupuesto de responsabilidad*

El conflicto de interés se define como una situación objetiva de quien se debe a varios interesados o personas con interés contrapuesto como, por ejemplo, aquel que se deba por un lado a administradores o personas vinculadas de la sociedad adquiriente y al mismo tiempo a grupos vinculados a la sociedad objetivo, como sus socios.

En cuanto a las normas aplicables, una vez nombrado por el Registro Mercantil de acuerdo con el artículo 349 RRM, con el fin de valorar la existencia de conflictos de interés y confirmar la independencia del experto, es de aplicación, en primer lugar, la regulación contenida en los artículos 338 a 349 RRM por referirse directamente al nombramiento de expertos, y de manera secundaria la regulación del ICAC sobre independencia de sociedades de auditoría.

El artículo 341 RRM establece que: “Son causas de incompatibilidad para ser

⁶¹ Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil (BOE 8 de enero de 2000)

⁶² Mingot, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *Revista de derecho de sociedades*, n. 35, 2010, p. 14

nombrado experto las establecidas para los peritos por la legislación procesal civil”. Así, la norma se remite a los artículos 124, 343 y 344 LEC que ahora analizamos.

En primer lugar, el artículo 124 LEC establece lo siguiente: “...2. Los peritos autores de dictámenes presentados por las partes sólo podrán ser objeto de tacha por las causas y en la forma prevista en los artículos 343 y 344 de esta Ley, pero no recusados por las partes, 3. Además de las causas de recusación previstas en la Ley Orgánica del Poder Judicial, son causas de recusación de los peritos: 1.^a Haber dado anteriormente sobre el mismo asunto dictamen contrario a la parte recusante, ya sea dentro o fuera del proceso, 2.^a Haber prestado servicios como tal perito al litigante contrario o ser dependiente o socio del mismo, 3.^a Tener participación en sociedad, establecimiento o empresa que sea parte del proceso”.

El artículo remite parte de la cuestión a los artículos 343 y 344 LEC, e incluye 3 supuestos en los que se considerará que el perito, y por analogía, el experto independiente, incurre en causa de incompatibilidad. Si adaptamos la redacción prevista para los peritos a la condición del experto independiente, los conflictos de interés que se podría presentar serían: haber elaborado ya un informe para la sociedad, cuya conclusión fuera negativa; haber elaborado ya un informe para otra sociedad participante en el proyecto de fusión o tener relación con la misma; o, tener acciones o participaciones en alguna de las sociedades.

Por otra parte, el artículo 343 LEC establece que: “1. Sólo podrán ser objeto de recusación los peritos designados judicialmente. En cambio, los peritos no recusables podrán ser objeto de tacha cuando concurra en ellos alguna de las siguientes circunstancias: 1.º Ser cónyuge o pariente por consanguinidad o afinidad, dentro del cuarto grado civil de una de las partes o de sus abogados o procuradores. 2.º Tener interés directo o indirecto en el asunto o en otro semejante. 3.º Estar o haber estado en situación de dependencia o de comunidad o contraposición de intereses con alguna de las partes o con sus abogados o procuradores. 4.º Amistad íntima o enemistad con cualquiera de las partes o sus procuradores o abogados. 5.º Cualquier otra circunstancia, debidamente acreditada, que les haga desmerecer en el concepto profesional”.

De la redacción se desprende que el experto independiente en todo caso podrá ser objeto de recusación por ser elegido por el Registro Mercantil y que las causas se adaptarían análogamente, incluyendo: ser cónyuge o pariente por consanguinidad o afinidad, dentro del cuarto grado civil de alguno de los miembros del órgano de administración de las sociedades; tener interés directo o indirecto en el asunto; haber sido empleado en relación de dependencia por alguna de las sociedades; amistad íntima o enemistad con cualquiera de las sociedades; y

por último, cualquier otra circunstancia que pudiera afectar a su independencia.

Como apunta SÁNCHEZ-CALERO solo las causas legales anteriormente mencionadas autorizan el planteamiento de una recusación. Se trata de un *numerus clausus*⁶³ de causas, aunque algunas están definidas en la ley de manera muy amplia.

En segundo lugar, son de aplicación las normas contenidas en la LAC, por ser el experto generalmente una sociedad de auditoría. Esta ley contiene normas sobre la independencia y la solución de los conflictos de interés en los artículos 14 a 20.

El artículo 14 LAC contiene el principio general de independencia estableciendo que no podrán elaborar informes: “aquellas personas que tengan una relación laboral, comercial o de otra índole con la entidad auditada, que pueda generar un conflicto de intereses o ser percibida, generalmente, como causante de un conflicto de intereses”.

El artículo establece un criterio general de independencia para el experto que no deberá tener ningún vínculo con la sociedad adquiriente o adquirida, sea laboral comercial o de cualquier otra naturaleza. Además, es especialmente interesante el “ser percibida” al que se refiere el artículo, en tanto que no solo se evitan situaciones que puedan generar conflictos de interés reales, sino también aquellas en las que exista un vínculo entre experto y sociedad que pueda ser percibido como sospechoso. Esto ocurriría, por ejemplo, si un integrante del equipo de la firma seleccionada para ejercer de experto independiente tuviera una relación afectiva o de pareja con una empleada de las sociedades adquiriente u objetivo, ya que, a pesar de no existir una vinculación directa con las sociedades, podría percibirse como una situación de ausencia de imparcialidad.

El artículo 16 LAC establece de manera más concreta que:

1. En todo caso, se considerará que el auditor de cuentas o la sociedad de auditoría no goza de la suficiente independencia en el ejercicio de sus funciones respecto de una empresa o entidad, además de en los supuestos de incompatibilidad previstos en otras leyes, cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias en el auditor de cuentas, la sociedad de auditoría o en los auditores principales responsables del trabajo de auditoría:
 - a) Circunstancias derivadas de situaciones personales:

⁶³ Sánchez-Calero, J., “Informe de los administradores en las modificaciones estructurales” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 65

1.º Tener la condición de miembro del órgano de administración, de directivo o de apoderado que tenga otorgado a su favor un poder general de la entidad auditada o desempeñar puestos de empleo en la entidad auditada. También concurrirá esta circunstancia respecto del responsable del área económica financiera y de quién desempeñe funciones de supervisión o control interno en la entidad auditada, cualquiera que sea el vínculo que tengan con dicha entidad.

2.º Tener interés significativo directo en la entidad auditada derivado de un contrato o de la propiedad de un bien o de la titularidad de un derecho. En todo caso, se entenderá que existe tal interés en el supuesto de poseer instrumentos financieros de la entidad auditada o de una entidad vinculada a ésta cuando, en este último caso, sean significativos para cualquiera de las partes.

A efectos de lo dispuesto en este número, se exceptúan los intereses que se posean de forma indirecta a través de instituciones de inversión colectiva diversificada.

3.º Realizar cualquier tipo de operación relacionada con instrumentos financieros emitidos, garantizados o respaldados de cualquier otra forma por la entidad auditada.

A efectos de lo dispuesto en este número, se exceptúan los instrumentos financieros que se posean de forma indirecta a través de instituciones de inversión colectiva diversificada.

4.º Solicitar o aceptar obsequios o favores de la entidad auditada, salvo que su valor sea insignificante o intrascendente.

b) Circunstancias derivadas de servicios prestados:

1.º La prestación a la entidad auditada de servicios de contabilidad o preparación de los registros contables o los estados financieros.

2.º La prestación a la entidad auditada de servicios de valoración, salvo que se cumplan los siguientes requisitos:

- i. Que no tengan un efecto directo o tengan un efecto de poca importancia relativa, por separado o de forma agregada, en los estados financieros auditados;
- ii. Que la estimación del efecto en los estados financieros auditados esté documentada de forma exhaustiva en los papeles de trabajo

correspondientes al trabajo de auditoría.

3.º La prestación de servicios de auditoría interna a la entidad auditada, salvo que el órgano de gestión de la entidad auditada sea responsable del sistema global de control interno, de la determinación del alcance, riesgo y frecuencia de los procedimientos de auditoría interna, de la consideración y ejecución de los resultados y recomendaciones proporcionadas por la auditoría interna.

4.º La prestación de servicios de abogacía simultáneamente para la entidad auditada, salvo que dichos servicios se presten por personas jurídicas distintas y con consejos de administración diferentes, y sin que puedan referirse a la resolución de litigios sobre cuestiones que puedan tener una incidencia significativa, medida en términos de importancia relativa, en los estados financieros correspondientes al período o ejercicio auditado.

5.º La prestación a la entidad auditada de servicios de diseño y puesta en práctica de procedimientos de control interno o de gestión de riesgos relacionados con la elaboración o control de la información financiera, o del diseño o aplicación de los sistemas informáticos de la información financiera, utilizados para generar los datos integrantes de los estados financieros de la entidad auditada, salvo que ésta asuma la responsabilidad del sistema global de control interno o el servicio se preste siguiendo las especificaciones establecidas por dicha entidad, la cual debe asumir también la responsabilidad del diseño, ejecución, evaluación y funcionamiento del sistema.

El artículo concreta los vínculos personales o profesionales que afectan a la independencia del experto por el riesgo de influir en su juicio, lo que incluye ser empleado de la sociedad, tener intereses de naturaleza financiera, o prestar servicios de contabilidad o auditoría interna, entre otros.

El artículo 17 LAC detalla las causas de falta de independencia por relaciones con entidades vinculadas con el grupo, el artículo 18 LAC especifica más a fondo los supuestos de conflicto que concurren en los familiares de auditores. El artículo 19 LAC se refiere a las causas sobre las personas y entidades directamente relacionadas con el auditor, y por último el artículo 20 LAC se refiere a las incompatibilidades que concurren en otras personas y entidades pertenecientes a la red de la sociedad de auditoría.

Por último, cabe mencionar que de acuerdo con el art. 14.5 LAC: “El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas es el organismo encargado de velar por el adecuado

cumplimiento del deber de independencia, así como de valorar en cada trabajo concreto la posible falta de independencia de un auditor de cuentas o sociedad de auditoría”.

De acuerdo con esta previsión debemos tener en cuenta que además de la Dirección General de los Registros y de Notariado en relación con las normas de independencia contenidas en los arts. 338 a 349 RRM, será el ICAC el encargado de asegurar el cumplimiento del deber de independencia en relación con las normas de la LAC que hemos mencionado.

Más concretamente es el Grupo Técnico de Independencia del ICAC el que de acuerdo con los criterios de relaciones comerciales y empresariales, obligación de rotación interna y posesión de interés financiero directo, entre otros, deberá estudiar la independencia de las sociedades de auditoría en el ejercicio de sus funciones.

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

Con el fin de solucionar los conflictos de interés e incompatibilidades mencionados en el artículo 341 RRM establece en el apartado segundo que: “cuando el experto nombrado fuese incompatible, deberá excusarse inmediatamente ante el Registrador, quien, previa notificación a los interesados procederá a la designación de otro nuevo”. De esta manera cuando el experto independiente incurriera en las causas de incompatibilidad contenidas en la LEC que hemos expuesto anteriormente, deberá abstenerse ante el Registro, quien, tras notificar a las sociedades participantes en el proyecto de fusión, procederá a la elección un nuevo candidato. De acuerdo con la redacción del artículo 344.1 LEC las sociedades participantes en la fusión podrán oponerse a la abstención del experto cuando este la presentase ante el Registro.

De manera accesoria, a efectos de la normativa de auditoría, la LAC establece en el artículo 14.1 que las sociedades de auditoría que no gocen de independencia de acuerdo con lo establecido en la ley y de acuerdo con los criterios del ICAC deberán abstenerse del ejercicio de las funciones que fueran a ejercer.

En relación con la recusación, las sociedades intervinientes en el proyecto de fusión podrán recusar ante el Registro Mercantil al experto designado por el mismo de acuerdo con las causas establecidas en los artículos 124 y 343 LEC, y según lo establecido en el art. 342 RRM: “En cualquier momento, antes de la elaboración del informe, los interesados podrán recusar al experto por concurrir causa legítima, comunicándolo al Registrador, quien a su vez

lo notificará al experto, por cualquier medio que permita dejar constancia de la fecha en que se recibe la notificación.

Transcurridos cinco días desde la notificación sin que el experto se haya opuesto compareciendo ante el Registrador, se anulará el nombramiento procediéndose a otro nuevo. Si el experto se opusiese a la recusación, el Registrador, dentro de los dos días siguientes, resolverá según proceda.

Contra la resolución del Registrador podrán los interesados interponer recurso ante la Dirección General de los Registros y del Notariado en el plazo de quince días, a contar de la fecha de notificación de la resolución”.

De acuerdo con este artículo, las sociedades participantes en el proceso de fusión podrán recusar el nombramiento del experto independiente solo cuando en este concurrieran alguna de las causas *numerus clausus*⁶⁴, ante el Registro Mercantil, que, pasados cinco días desde la notificación al experto, procederá a nombrar uno nuevo, y que, en caso de oposición del experto, resolverá según estime. Las sociedades podrán interponer recurso frente a la decisión del Registro Mercantil ante la Dirección General de Registros y del Notariado.

⁶⁴ Sánchez-Calero, J., “Informe de los administradores en las modificaciones estructurales” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 61

4. VALORACIÓN DE ACTIVOS, PASIVOS Y RIESGOS Y PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA

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

Como punto de partida debemos recordar la función del experto independiente. Esta como venimos diciendo es la de juzgar la viabilidad del proyecto de fusión y más concretamente del plan económico financiero presentado por los administradores. Para ello deberá tener en cuenta el informe de administradores con las razones que justifican la adquisición apalancada seguida de fusión, las estimaciones de valoración de activos, pasivos, generación de ingresos y otras partidas contables, y otras cuestiones más generales como el contexto macroeconómico o las sinergias consecuencia de la fusión, entre otras.

Por lo tanto, la función del experto no es una función de recopilación de información o de investigación, sino la de enjuiciar la viabilidad de acuerdo con la información proporcionada por el órgano de administración de la sociedad absorbente. Es una práctica habitual en estos supuestos que los administradores constaten en un documento que la información aportada es completa, veraz y precisa, ya que, en caso de falta o errores en la información, el responsable por una eventual insolvencia no sería en ningún caso el experto habiendo emitido informe favorable, sino que lo serían los administradores de las sociedades participantes.

De la información que parten los expertos es: el informe de administradores sobre el proyecto de fusión y sobre el plan financiero contenido en el proyecto de fusión. Deben contener una mención específica a la cantidad de deuda asumida por la sociedad adquirente para la adquisición incluyendo un cuadro de amortización en el que se especifique la cantidad de principal, el porcentaje que constituye sobre la deuda total de la sociedad, los intereses a pagar, los plazos de pago, y las condiciones del préstamo. Además, deben proyectar mediante cualquier método de valoración aceptado, la generación de recursos de la empresa resultante de la fusión y que proporción de dichos recursos se destinará al repago de la deuda.

Será en base a dicha información como elaborará su juicio el experto, analizando que el cuadro de amortización y condiciones de la deuda son correctos, y que los métodos de valoración y proyección utilizados son adecuados y suficientemente precisos para asegurar que la sociedad resultante podrá efectivamente hacer frente a los pagos de la deuda acordados con los deudores.

Cabe mencionar, que es tal la importancia de que los administradores aporten toda la información que consideren necesaria y que lo hagan de manera veraz y precisa, que el artículo 361 RRM establece lo siguiente: “Emitido el informe, el auditor entregará el original a la sociedad auditada. Si el auditor no pudiese realizar la auditoría por causas no imputables al propio auditor, emitirá informe con opinión denegada por limitación absoluta en el alcance de sus trabajos y entregará el original al solicitante remitiendo copia a la sociedad. En ambos casos comunicará tal entrega al Registrador Mercantil que lo hubiere nombrado, quien lo hará constar en el expediente, que cerrará en ese momento mediante la correspondiente diligencia. Esta circunstancia se consignará asimismo al margen del asiento de nombramiento”. Así, en caso de negativa a aportar información indispensable el experto podrá denunciarlo ante el Registro, que tras confirmar la circunstancia cerrará el expediente.

La ley no establece en el artículo 42 RDL 5/2023 que deroga el hasta entonces artículo 35 LME, ningún criterio o método de valoración concreto que deba seguir el experto independiente para verificar la información proporcionada. El RDL 5/2023, establece en la trasposición de Directivas, normas concretas de valoración para activos físicos que garantizan activos de cobertura y para inmuebles en garantía de préstamos hipotecarios, pero el legislador no se ha pronunciado en relación con los proyectos de fusión apalancada. Esto se suma a que no existen criterios normativos del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas sobre como ejecutar el informe o sobre el contenido mínimo de este.

El ICAC ya se ha pronunciado acerca de esto en respuestas a consultas formuladas como por ejemplo en el BOICAC 37 de marzo 1999/1 donde el ICAC expresa como las actividades de los expertos independientes: “no tienen la consideración de actividad de auditoría de cuentas, puesto que no reúnen las características propias de dicha actividad, tal y como se define ésta en el artículo 1 de la Ley de Auditoría de Cuentas”.⁶⁵ Por lo tanto, no están sujetos a lo establecido en la LAC ni a las prohibiciones establecidas salvo a “las previstas en la normativa sobre auditoría de cuentas, relativas al régimen de incompatibilidades y a la de identificarse como auditores en trabajos que no tengan la consideración de auditoría de cuentas”. Los criterios contables que desarrolla el ICAC son los del Plan General de Contabilidad y “Dichos criterios contables, no tienen por qué coincidir, necesariamente, con los utilizados por los distintos agentes económicos en las operaciones que realicen en el ejercicio de su propia actividad, los cuales podrán seguir los más

⁶⁵ Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). (1999). Consulta núm. 1 del BOICAC 37, de marzo de 1999: Tratamiento contable de determinadas operaciones societarias. Boletín Oficial del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas

apropiados a los fines que en cada caso se persigan, como pudiera suceder, en el supuesto planteado, ante un trabajo de valoración encomendado a un experto independiente”, y termina añadiendo “ni existen, ni pueden existir, normas emanadas de este Organismo respecto a las funciones e informes a realizar por expertos independientes, dado que esta materia no es objeto de su competencia”.⁶⁶ Queda claro con esto que las normas establecidas por el ICAC no aplican a los expertos independientes en el ejercicio de sus funciones, solo quedando sujetos a las normas de incompatibilidad establecidas en la LAC. Pese a ser una referencia antigua, las Normas Técnicas y consultas actuales no se pronuncian acerca de la actividad del experto independiente, probablemente es así, porque el asunto escapa de su competencia.

La valoración estrictamente entendida, la estructurará el experto en torno a cualquiera de los métodos comúnmente aceptados en el mundo financiero, y que permitan al experto confirmar con un grado de fiabilidad suficiente si la sociedad resultante podrá afrontar los pagos de deuda.⁶⁷ Para alcanzar esta fiabilidad y seguridad en su análisis los expertos suelen incluir siempre el método de valoración de descuento de flujos de caja libre, por ser el que permite estudiar con más claridad la capacidad de pago y solvencia de la sociedad resultante.

La valoración a nivel general, por otra parte, se lleva a cabo en la práctica, de acuerdo con el procedimiento general que siguen los expertos independientes en las fusiones que se han producido hasta la fecha, de acuerdo con la diligencia y moral que se exige, y de acuerdo con los estándares de corrección profesional que se han ido asentando progresivamente en la redacción de este tipo de informes.

Esto incluye según MINGOT.M⁶⁸:

- Revisión y análisis del proyecto común de fusión y de los informes de administración elaborados;
- Revisión y análisis del plan económico financiero elaborado por los administradores;
- Revisión y análisis de los contratos de la operación apalancada (contratos de compraventa, contratos de financiación y contratos de garantías);

⁶⁶ Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). (1999). Consulta núm. 1 del BOICAC 37, de marzo de 1999: Tratamiento contable de determinadas operaciones societarias. Boletín Oficial del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas

⁶⁷ Sánchez-Calero, J., “Informe de los administradores en las modificaciones estructurales” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 66

⁶⁸ Mingot, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *Revista de derecho de sociedades*, n. 35, 2010, p. 17

- Análisis del endeudamiento de la sociedad objetivo antes su adquisición;
- Análisis específico de la deuda asumida bajo el contrato de financiación de la adquisición y de las garantías aportadas a los financiadores;
- Análisis de las hipótesis del plan de negocio y casos base elaborados y análisis del flujo de caja disponible proyectado;
- Análisis de sensibilidad en diferentes escenarios de los flujos de caja libre proyectados;
- Revisión y análisis de los estados financieros de las sociedades participantes e informe de auditoría de los últimos dos años;
- Análisis y valoración de los factores básicos que puedan tener un impacto significativo en los datos financieros utilizados en el plan económico financiero y casos base, tales como ventas de activos, ahorros fiscales considerados, expedientes considerados redimensionamiento de la plantilla, etc.
- Revisión y análisis de informe de due diligence realizados con ocasión de la adquisición apalancada;
- Revisión y análisis de otros informes de valoración externa de los activos de las sociedades participantes que hayan podido elaborarse (activos inmobiliarios, valoración de propiedad intelectual, etc.);
- Reuniones con los administradores y equipo directivo;
- Obtención de una carta de manifestaciones respecto a la exactitud, veracidad y fiabilidad de la información proporcionada al experto.

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

La LSC remite la especificación del sistema de responsabilidad a la LAC, lo que no parece una solución satisfactoria para algunos autores como SÁNCHEZ-CALERO, por las diferencias entre la labor asignada al auditor y la que corresponde al experto independiente.⁶⁹

El artículo 26 LAC remite a las reglas generales del Código Civil, esto es a las normas relativas a la responsabilidad contractual y extracontractual. Por lo tanto, para analizar el

⁶⁹ Sánchez-Calero, J., “Informe de los administradores en las modificaciones estructurales” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 68

sistema de responsabilidad del experto debemos recordar estas normas. La responsabilidad contractual se produce por la contravención de una obligación establecida en contrato por las partes, ya que el artículo 1091 del Código Civil establece que las obligaciones contenidas en los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes. Por otro lado, en cuanto a la responsabilidad extracontractual el artículo 1902 del Código Civil establece que el que por acción u omisión causa un daño a otro, interviniendo culpa o negligencia, está obligado a reparar el daño.

Teniendo esto en cuenta podemos empezar analizando los supuestos de responsabilidad contractual del experto. Nombrado el experto por el Registro Mercantil, este y la sociedad adquirente elaborarán un contrato por el que quedan vinculados. En la determinación de las obligaciones contenidas en el contrato intervendrá la negociación entre las partes si bien en la práctica, siempre se incluye la obligación de actuar de manera independiente e imparcial, debiendo notificar los conflictos de interés preexistentes (en caso de que no se hubiera apreciado en la fase de nombramiento) y los sobrevenidos que puedan surgir en el curso de la operación. Esta y otras obligaciones, como la de los administradores de proporcionar toda la información interna necesaria al experto, la de este último de ajustarse a los métodos de valoración comúnmente utilizados, o cualesquiera otras que se incluyan en el contrato, tendrán fuerza de ley para las partes, y su incumplimiento es generador de responsabilidad contractual.

El experto no solo responde por las obligaciones contenidas en los contratos, sino también por los daños causados de manera culposa o negligente, debiendo actuar con la diligencia profesional esperable.

En primer lugar, podrían darse supuestos de daños con culpa, si el experto, de manera intencionada y por tener un interés subyacente, alterara su análisis para mostrar un resultado que le conviniera. Esta situación podría producirse en los supuestos en los que surgiera un conflicto de interés preexistente o sobrevenido. Si no existe un interés para el experto no es lógico pensar que fuera a alterar el análisis culposamente.

Por lo tanto, suponiendo la inexistencia de un conflicto de interés, los supuestos de responsabilidad extracontractual que debemos analizar son aquellos en los que el experto actúa negligentemente, en atención a los estándares propios de la elaboración del informe.

En primer lugar, este nunca será responsable por la inexactitud o por la ausencia de

información proporcionada por el órgano de administración de la sociedad adquiriente.⁷⁰ De hecho, como ya hemos visto el RRM prevé que en caso de que el experto considere que falta información o que no es exacta y que el órgano de administración de la sociedad se niegue a subsanar el hecho, el expediente de elaboración del informe se cerrará. Además, es común que los administradores manifiesten en documento la exactitud de la información, de manera que el experto nunca asumirá responsabilidad por la ausencia o inexactitud de información.

A partir de ahí, el experto debe actuar, como hemos visto, de acuerdo con las prácticas más comúnmente aceptadas y con la diligencia y corrección profesional esperable. Para manifestar esto y quedar libre de toda responsabilidad es práctica habitual que el informe incluya menciones a las limitaciones que haya afrontado el experto en el estudio, ausencias o incorrecciones en la información proporcionada por los administradores y el proceso más o menos detallado de trabajo que ha seguido el experto.

El legislador deja libertad al experto en la elección del método de valoración y el contenido a incluir en el informe, y parece que no existe Norma Técnica del ICAC que se pronuncie acerca del asunto, siendo dudoso además que el ICAC tenga competencia sobre el asunto.

Analizando los distintos escenarios que podrían producirse, en un escenario en el que el juicio del experto sea positivo y la sociedad resultante de la fusión en los años siguientes pueda repagar la deuda en el curso normal de sus operaciones, nadie exigirá responsabilidad ni a experto ni a administradores. En el caso de que el juicio fuera positivo, y la sociedad no pueda pagar la deuda de la manera prevista, si el experto se ajustó a los criterios generalmente aceptados y actuó con la debida diligencia, acreedores y accionistas no podrán exigirle responsabilidad, siendo los responsables últimos los administradores de las sociedades antes de la fusión.

En un supuesto de juicio de desfavorable, la clave reside también en que haya actuado con la diligencia esperada. Si lo hace, queda protegido frente a los administradores, que en caso de seguir adelante asumirán la responsabilidad directamente en un eventual caso de insolvencia. Por su parte, acreedores y accionistas nunca exigirán responsabilidad a el experto, si este actúa diligentemente, puesto que precisamente lo que hace con su informe es proteger el valor de su participación en la sociedad.

Distinto es el caso en el que el experto actúa alejado de la diligencia esperada, en cuyo

⁷⁰ Sánchez-Calero, J., “Informe de los administradores en las modificaciones estructurales” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, p. 69

caso tanto administradores como otros grupos interesados podrán exigir responsabilidad por las acciones u omisiones del experto en su análisis. El experto no puede realizar una predicción completamente fiable, y, por lo tanto, el hecho de que los administradores sigan adelante con la operación asumiendo ellos la responsabilidad frente a acreedores y accionistas, y la estructura financiera se pruebe viable, no es suficiente para exigir responsabilidad al experto, siempre que este pueda probar que actuó con la diligencia profesional esperada.

En la práctica frente a un juicio negativo, para no asumir la responsabilidad frente a acreedores y accionistas, la solución más lógica para los administradores es reformular la operación o esperar a un contexto económico más favorable en el que la operación reciba el visto bueno del experto.

En conclusión, a nivel de responsabilidad extracontractual por falta de diligencia, se parte de la base de que el experto no puede construir una predicción totalmente fiable ya que ningún método de valoración permite hacerlo, y, por lo tanto, sea el juicio favorable o desfavorable y decidan los administradores seguir adelante o no, la clave reside en que el experto haya actuado con la diligencia profesional esperable. El problema es que este un concepto muy amplio y subjetivo, si bien autores como SÁNCHEZ-CALERO han contribuido a su objetivación concluyendo que la diligencia esperable comprende: la aplicación correcta de las normas contables en materia de valoración, las técnicas aplicadas por el ICAC y las reglas similares aprobadas por corporaciones profesionales.⁷¹

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

Como hemos visto anteriormente la mención que incluía el apartado 3 del derogado artículo 35 LME a la asistencia financiera debía referirse a la significación económica de asistencia financiera. Si el legislador se estuviera refiriendo a la significación jurídica de asistencia financiera contenida en los artículos 143.2 y 150 LSC, estaría exigiendo que un experto cuya función es de revisión de solvencia financiera de la sociedad, se pronunciara acerca de un tema jurídico. Esto exigiría que analizara la relación jurídica negocial entre la sociedad adquirente y la sociedad objetivo, desde un punto de vista legal para valorar si tras la fusión, el supuesto entra dentro del marco de los artículos 143.2 y 150 LSC. La tarea de determinar si las razones que verdaderamente mueven la fusión son prestar asistencia

⁷¹ Sánchez-Calero, J., “Informe de los administradores en las modificaciones estructurales” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, pp. 69

financiera para la compra de acciones o participaciones propias es un juicio claramente jurídico que no corresponde en ningún caso a el experto.

Por todo esto, la idea aceptada hasta la aprobación del RDL 5/2023 era que la tarea del experto sería en todo caso determinar si existía asistencia financiera en su sentido económico, esto es, si existe asistencia financiera en la cobertura de los pagos de la deuda por parte de la sociedad adquirida, pero en ningún caso a si esta es contraria a la ley o no, siendo este un juicio que corresponde a un juez y no al experto.

Dicho esto, la asistencia financiera sobrevenida es una característica inevitable y siempre presente en las adquisiciones apalancadas seguidas de fusión, puesto que lo que caracteriza este tipo de operaciones es precisamente que, para el repago de la deuda asumida por la sociedad adquiriente, se recurre a los flujos generados por la sociedad objetivo. Es por ello por lo que en todos los supuestos de adquisición apalancada seguida de fusión existía asistencia financiera en su sentido económico, fuera prohibida o no.

La norma, por lo tanto, era de poca utilidad, ya que por un lado solo generaba confusión acerca de si el legislador se refería al sentido económico o jurídico de asistencia financiera, y por otro lado se refiriese al significado al que se refiriese solo daba problemas adicionales. Si se refería al significado económico, siempre existiría asistencia financiera en este tipo de operaciones, y lo único que aportaba que el experto lo mencionase era el poner a los administradores en una posición de vulnerabilidad frente a accionistas y acreedores. Por otro lado, si se refería al significado jurídico, la ley estaría otorgando a el experto una tarea de interpretación jurídica que en ningún caso le corresponde.

En algunos casos, para cumplir con la norma de algún modo, el experto adjuntaba al informe la opinión de expertos legales cualificados que aportaran su juicio acerca de la existencia de asistencia financiera prohibida previa (no sobrevenida ya que esa siempre existe) para la compra de acciones o participaciones de la sociedad objetivo.

Toda esta problemática, sin embargo, queda solucionada con la aprobación del artículo 42 RDL 5/2023, que deroga el art. 35 LME, y que elimina la mención a la asistencia financiera, de manera que el experto ya no tiene que pronunciarse acerca de ningún tipo de asistencia financiera sea jurídica, económica, previa o sobrevenida. Por lo tanto, para concluir el apartado, actualmente no existe ningún régimen de responsabilidad del experto por alcanzar una conclusión errónea acerca de si existe asistencia financiera prohibida, simplemente porque la norma no le obliga a pronunciarse, y, por lo tanto, nunca asumirá el riesgo de hacerlo.

5. CONCLUSIONES

El análisis jurídico que hemos realizado en este trabajo es una muestra de la complejidad estructural que entrañan las adquisiciones apalancadas seguidas de fusión, y en particular, la importancia del papel del experto independiente en la redacción del informe que exige la normativa española.

A nivel conceptual, queda claro que el informe no es un simple trámite formal introducido arbitrariamente por el legislador, sino que se trata de un elemento esencial de protección del acreedor y el accionista que informa sobre la viabilidad de la adquisición apalancada propuesta por el órgano de administración. Si bien la reforma legal introducida por el Real Decreto Ley 5/2023, ha acertado al eliminar la referencia al pronunciamiento sobre la existencia de asistencia financiera, hasta entonces ha existido una discordancia entre la función técnica y financiera que tiene el experto y las exigencias de pronunciamientos de carácter jurídico que imponía la ley. La mención a la asistencia financiera de la anterior redacción legal era una propuesta legislativa errónea e innecesaria, que sobrepasa la competencia del experto y le exponía a una responsabilidad en el ejercicio de sus funciones que claramente no le correspondía.

Sin embargo, algunos aspectos esenciales como los criterios objetivos que deberá seguir el experto en la redacción del informe siguen sin ser mencionados, y con vistas a futuras reformas, existe aún posibilidad de mejora.

Una de las posibles mejoras sería la aclaración de los recursos de los que se podrá servir la sociedad adquiriente para el repago de la deuda contraída para la adquisición. El hecho de que el legislador no se pronuncie sobre esto es un error, en mi opinión, en tanto que el experto pasa a tener discrecionalidad absoluta a la hora de valorar si una estructura financiera es válida, en función de si el límite se establece en que solo se podrá hacer uso de las reservas voluntarias, los flujos de caja operativos o de otra partida contable que se pueda considerar. Se concede una capacidad de decisión al experto que excede sus funciones de verificación de datos, y además provoca que cada experto adopte un criterio y unos estándares distintos, lo que resulta dudoso a nivel legal.

Otra cuestión clave es el método que utilizará el experto para valorar si es viable el repago de la deuda con los recursos que genere la sociedad objetivo en el curso normal de sus operaciones. Hemos visto como el método más utilizado por su versatilidad es el descuento de flujos de caja futuros a valor presente. Se trata de un modelo que pese a su versatilidad tiene un gran componente subjetivo ya que, variables como la tasa de

crecimiento de ingresos, los márgenes, el coste al que descontar los flujos, entre otras, son asunciones que pese a ser realizadas por un experto con capacidad técnica para ello encierran un componente subjetivo inevitable. Esto unido a otros factores que deberá tener en cuenta el experto, como las sinergias, hace imprescindible que el experto aporte justificación de todas las decisiones que tome de manera extensa y detallada. Esta carga a veces muy pesada, quedaría aliviada si la ley especificase de manera extensa y quizás en un texto legal aparte, normas de valoración concretas para cada caso.

Por otra parte, la independencia del experto es el elemento esencial y que más atención merece. El sistema de nombramiento contenido en la ley mercantil cumple con los requisitos para promoverla, pero la ausencia de criterios técnicos y objetivos suficientemente extensos complica en mi opinión algo que es eminentemente necesario, la supervisión de las labores del experto posteriores a su nombramiento. La ausencia de un sistema de rendición de cuentas deja mucha libertad al experto a la hora de justificar y razonar las hipótesis que adopte y los métodos que utilice. En mi opinión, para promover la independencia no es suficiente que no existan conflictos de interés reales por los que la independencia del experto pueda verse afectada, sino que también sería necesario un sistema de supervisión de las labores del experto que refuerce la presunción de independencia.

Los criterios de valoración de activos y pasivos son muy amplios, dejando que el experto utilice los “métodos comúnmente aceptados”, lo que por un lado es necesario para que sean aplicables a distintos tipos de situaciones, pero, por otro lado, propicia supuestos en los que el experto pueda adoptar una posición muy optimista o pesimista. La redacción de criterios estándar y homogéneos para el ejercicio de la labor de valoración contribuiría a la objetivación del juicio sobre el riesgo que comporta la operación.

El sistema de responsabilidad contractual previsto opera como cualquier otro, de manera que el experto responderá frente a administradores, acreedores y accionistas por el incumplimiento de sus obligaciones. A nivel extracontractual, sin embargo, el sistema sufre la amplitud y subjetividad del concepto de la diligencia profesional esperada. Dada la ausencia de criterios objetivos para la determinación del carácter diligente de la actuación del experto, la cuestión queda inevitablemente relegada a lo que determinen los tribunales en el caso concreto. La subjetividad del asunto es en mi opinión difícilmente salvable, y el hecho de que los tribunales sean los que resuelven sobre el asunto *ad casum*, lejos de ser preocupante me parece la solución más adecuada.

6. BIBLIOGRAFÍA

6.1. Legislación

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010)

Real Decreto de 22 de agosto de 1885, por el que se publica el Código de Comercio (BOE 24 de agosto de 1885)

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE 16 de abril de 2009)

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE 27 de diciembre de 1989)

Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas (BOE 21 de julio de 2015)

Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (BOE 20 de julio de 1996)

Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea (BOE 29 de junio de 2023)

Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). (1999). Consulta núm. 1 del BOICAC 37, de marzo de 1999: Tratamiento contable de determinadas operaciones societarias. Boletín Oficial del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas

6.2. Obras doctrinales

Alonso Ledesma, C., “Propuesta de modificación de la segunda Directiva de Sociedades relativa a la constitución de la sociedad anónima y al mantenimiento y modificación de su capital”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n. 27, 2005, pp. 511 - 526. citado en López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 753-788

Álvarez Royo-Villanova, S., “La nueva regulación de las modificaciones estructurales de sociedades. Problemas prácticos”. *La Ley mercantil*, n. 106, 2023, pp. 1-26

Aurioles Martín, A. J., “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, vol. 13, n. 51, 1993, pp. 637 - 680, citado en López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 753-788

Embid Irujo, J. M., “Introducción al Derecho de los grupos de sociedades”, Comares, Granada, 2003

Febles Pozo, N., “Los grupos de sociedades. un análisis pendiente acerca de una regulación sistemática en la legislación española”, *Ars boni et aequi*, vol. 12, n. 2, 2016, pp. 205 - 244

Fernández, M^a C., “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs”, *Revista de derecho mercantil*, n. 232, 1999, pp. 577-644 citado en López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 753-788

López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre

modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 753-788

López Mateo, M.A., “Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009”, Tomos I y II, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 272, 2009, pp. 541-618, citado en López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 753-788

Míngot, M., “Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del art. 35 LME”, *Revista de derecho de sociedades*, n. 35, 2010, pp. 211-231

Paz-Ares Rodríguez, J.C., “Uniones de empresa y grupos de sociedades”, *Revista Jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, n. 1, 1999, pp. 229-233

Pérez López, Á., et al., “La financiación de la adquisición de empresas: Financiación bancaria y vía mercado de capitales” en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (3ª ed.)*, La Ley, 2016, pp. 135-185

Roncero Sánchez, A., “Fusión posterior a la adquisición apalancada” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, pp. 159-175

Sánchez-Calero, J., y Fenández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.14, 2011, pp. 109-150.

Sánchez-Calero, J., “Informe de los administradores en las modificaciones estructurales” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Tomo I, 1.ª ed., Aranzadi, 2009, pp. 53-71

Sánchez Dafos, J.A., “El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de Forward Merger LBO en España y el efecto de la reforma en Italia”, n.

24, 2005, pp. 487-510, citado en Sánchez-Calero, J., y Fenández Torres, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.14, 2011, pp. 109-150.

Yuste de Ayala, G., “El impacto de la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en la financiación de adquisiciones apalancadas”, *Revista española de capital riesgo*, n. 4, 2009, pp. 33-49, citado en López Jorrín, A. y Vives, F., “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas / coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.)*, 2016, pp. 753-788

Zambelli, S., “Private equity and leveraged buyouts in Italy: To prohibit or not to prohibit, that is the question” en *D. J. Denis & H. M. Katz (ed.)*, *Private equity: Fund types, risks and returns, and regulation*, 2010, pp. 463 - 510

6.3. Recursos de internet

Equipo de Capital Riesgo de Gómez-Acebo & Pombo, "La asistencia financiera en las operaciones de LBO", 2010, (disponible en https://ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/la_asistencia_financiera_en_las_operaciones_de_lbo.pdf; última consulta 24/03/2025)

Jiménez López, L., y Daza González, P., "La fusión apalancada como negocio que purga la prohibición de asistencia financiera", *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 62, pp. 36-51, 2023, (disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8569/documento/AJUM62-art.pdf?id=13448&forceDownload=true>; última consulta 24/03/2025)

Roncero Sánchez, A., "La exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas", *El Derecho*, 2010, (disponible en <https://elderecho.com/la-exigencia-del-informe-de-expertos-independientes-en-caso-de-fusiones-posteriores-a-adquisiciones-apalancadas-2>; última consulta 24/03/2025)

Álvarez Royo-Villanova, S., "Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la

Ley de Modificaciones Estructurales", El notario del Siglo XXI, n. 30, 2010, (disponible en <https://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>; última consulta 24/03/2025)

Mascareñas, J., "Introducción a las finanzas corporativas", Universidad Complutense de Madrid, vol. 5, 1999, (disponible en https://scholar.google.es/citations?view_op=view_citation&hl=es&user=5_b9m2gAAAAJ&citation_for_view=5_b9m2gAAAAJ:hqOjcs7Dif8C; última consulta 24/03/2025)

Vipond, T., "Unlevered free cash flow (UFCF)", Corporate Finance Institute, (disponible en <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/unlevered-free-cash-flow/>; última consulta 24/03/2025)