



**Universidad**  
Zaragoza

# Trabajo Fin de Grado

---

El papel del experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.

Autor/es

María Serrano Tisaire

Director/es

José Ángel Ansón Lapeña

**Facultad de Economía y Empresa**

**Año 2016**

## **El papel del experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

**AUTOR:** María Serrano Tisaire

**DIRECTOR:** José Ángel Ansón Lapeña

**TITULACIÓN:** Doble Grado en Derecho y Administración y Dirección de Empresas.  
Curso 2015-2016.

### **RESUMEN:**

El experto independiente tiene un papel clave como garante de los intereses de usuarios de información de la empresa, tanto internos como externos. Por ello, el legislador exige su intervención en operaciones societarias en que dichos usuarios pueden ser vulnerables a los intereses de otros agentes como los administradores. Su función principal, por tanto, es la de elaborar un informe que aporte objetividad a la operación, y un conocimiento más crítico y técnico. Es el ICAC, a través de las Resoluciones que aprueban Normas Técnicas, el que dispone el contenido y estructura de los informes a emitir por el mismo. Y también, de acuerdo con el legislador, da discrecionalidad al experto a la hora de elegir el mejor método de valoración en función de las circunstancias concretas del caso. No obstante, dado que no es arbitraria esta decisión, se deben estudiar los distintos métodos que ofrece la doctrina, valorando sus ventajas e inconvenientes y su pertinencia en cada caso concreto. Por último, a través de un caso práctico, se analizará si efectivamente la función principal del experto se traduce en la práctica, o si debemos situarnos a favor de aquella doctrina que defiende una asunción más activa de su papel como tutor de intereses de socios y terceros.

### **ABSTRACT:**

The independent expert has a key role as a guarantor of all those who demand information from the Company, both internal and external. Therefore, the legislator requires his intervention in corporate deals in which these agents could be vulnerable in front of other interests, such as administrators. His main function is to elaborate a report which adds objectivity to the deal, and giving also a better technical understanding. The content and structure of the report is defined by the ICAC through some of its Resolutions. Moreover, this regulation gives the right to choose the most appropriate valuation method to be applied in each case. Nevertheless, since this decision cannot be arbitrary, the different valuation methods must be studied taking into account their suitability under the particulars' case. Finally, a practical case will allow to show how an independent expert attends his legal obligations. However, as a result of a detailed analysis of his report, we could surely reconsider if this role obeys the true spirit of the legislator.

## ÍNDICE

<b>LISTADO DE ABREVIATURAS.....</b>	<b>5</b>
<b>I. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>7</b>
1. DELIMITACIÓN DEL TEMA, RAZONES PARA SU ESTUDIO Y REFERENCIA AL MÉTODO CIENTÍFICO APLICADO .....	7
2. PANORÁMICA LEGISLATIVA. EL PAPEL DEL EXPERTO INDEPENDIENTE EN DERECHO ESPAÑOL.....	10
2.1. Regulación del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.....	11
2.2. Regulación de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Mención especial al caso de fusión de sociedades. ....	14
2.3. Regulación en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. ....	17
3. OBSERVACIÓN DE LA REALIDAD. UNA MIRADA A LAS RESOLUCIONES DE LA ICAC. UNA COMPARATIVA DE LAS FIGURAS DEL AUDITOR Y DEL EXPERTO INDEPENDIENTE. ....	18
<b>II. EL INFORME DE VALORACIÓN.....</b>	<b>20</b>
1. MODELOS DE INFORMES DE VALORACIÓN. PRONUNCIAMIENTO DEL ICAC. ....	20
2. LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS EN RELACIÓN CON DICHS INFORMES. ....	23
<b>III. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS .....</b>	<b>24</b>
1. LOS MÉTODOS DINÁMICOS FRENTE A LOS MÉTODOS ESTÁTICOS. CASO GENERAL. ....	25
1.1. Métodos basados en el balance .....	26
1.2. El método de descuento de flujos de caja como introductor del dinamismo en la valoración de empresas. ....	28
1.2.1. Cálculo de los flujos de caja.....	28
1.2.2. Horizonte temporal a considerar .....	29
1.2.3. Tasa de actualización o coste de capital .....	31
1.2.4. Actualización de los flujos de caja.....	32
2. EMPRESAS EN LIQUIDACIÓN. CASO PARTICULAR. ....	33
3. MÉTODOS PARA EL CASO ESPECIAL DE EMPRESAS COTIZADAS. ....	34
4. PRONUNCIAMIENTO DEL LEGISLADOR Y DE LA JURISPRUDENCIA SOBRE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN .....	36
<b>IV. CASO PRÁCTICO.....</b>	<b>38</b>
1. INTRODUCCIÓN Y RAZONES DE SU ELECCIÓN .....	38
2. EL PAPEL DEL EXPERTO INDEPENDIENTE EN LA OPERACIÓN DE FUSIÓN POR ABSORCIÓN ENTRE ANTENA 3 Y LA SEXTA.....	39
2.1. La estructura del informe del experto.....	39
2.2. El contenido del informe del experto.....	40
3. PRONUNCIAMIENTO SOBRE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN .....	41
3.1. La adecuación de los métodos dinámicos en el caso concreto de fusión. ....	42
3.2. Análisis y comentario de cada uno de los métodos utilizados. ....	44
4. CONCLUSIONES .....	46
<b>VI. CONCLUSIONES.....</b>	<b>47</b>

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa  
de métodos de valoración.**

<b>BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS DOCUMENTALES.....</b>	<b>50</b>
1. LEGISLACIÓN .....	50
2. DOCTRINA .....	51
3. JURISPRUDENCIA .....	52
4. CASO PRÁCTICO.....	52
<b>ANEXOS.....</b>	<b>54</b>
ANEXO I. CONTENIDO DEL INFORME ESPECIAL SOBRE VALORACIÓN DE ACCIONES EN EL SUPUESTO DE LOS ARTÍCULOS 64, 147, 149 Y 225 DEL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS, SEGÚN RESOLUCIÓN DE 23 DE OCTUBRE DE 1991, DEL PRESIDENTE DEL INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS. ....	54
ANEXO II. MODELO DE INFORME ESPECIAL SEGÚN RESOLUCIÓN DE 16 DE JUNIO DE 2004, DEL INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS, POR LA QUE SE PUBLICA LA NORMA TÉCNICA DE ELABORACIÓN DEL INFORME ESPECIAL SOBRE EXCLUSIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE EN EL SUPUESTO DEL ARTÍCULO 159 DEL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS.....	56
ANEXO III. MODELO DE INFORME ESPECIAL SEGÚN RESOLUCIÓN DE 10 DE ABRIL DE 1992, DEL INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS POR LA QUE SE PUBLICA LA NORMA TÉCNICA DE ELABORACIÓN DEL INFORME ESPECIAL SOBRE AUMENTO DE CAPITAL POR COMPENSACIÓN DE CRÉDITOS, SUPUESTO PREVISTO EN EL ARTÍCULO 156 DEL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS.....	61
ANEXO IV. DOCUMENTOS RELATIVOS AL CASO PRÁCTICO.....	62

## LISTADO DE ABREVIATURAS

AA.VV.	= Autores varios
AC	= Activo corriente
ANC	= Activo no corriente
BOE	= Boletín Oficial del Estado
CAPM	= <i>Capital asset pricing model</i>
CE	= Comunidad europea
CEE	= Comunidad económica europea
coord.	= Coordinado
DF	= Disposición final
dir.	= Dirigido
DO	= Diario oficial
EBIT	= <i>Earnings Before Interest and Taxes</i> o Beneficio antes de Intereses e Impuestos
EBITDA	= <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization</i> o Resultado de explotación
Ed.	= Edición
FCL	= Flujos de caja libres
ICAC	= Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
LAC	= Ley de Auditoría de Cuentas
LC	= Ley Concursal
LME	= Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles
LSA	= Ley de sociedades anónimas
LSC	= Ley de sociedades de capital
NIA	= Normas Internacionales de Auditoría
NRV	= Norma/s de registro y valoración contable
PER	= <i>Price-to-earnings ratio</i>
RDS	= Revista de Derecho de Sociedades
ROE	= <i>Return on equity</i> o Rentabilidad Financiera
RRM	= Reglamento del Registro Mercantil
SA	= Sociedad anónima

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

SAP	= Sentencia de la Audiencia Provincial
SE	= Sociedad anónima europea
SRL	= Sociedad de Responsabilidad Limitada
STS	= Sentencia del Tribunal Supremo
t.	= Tomo
UEC	= Unión de Expertos Contables Europeos
vol.	= Volumen
VR	= Valor razonable
WACC	= Coste de capital

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. DELIMITACIÓN DEL TEMA, RAZONES PARA SU ESTUDIO Y REFERENCIA AL MÉTODO CIENTÍFICO APLICADO

Este trabajo versa sobre la figura del experto independiente. Para estudiarla, es necesario distinguirla de la del auditor. Aunque a ambos se les exigen unos altos conocimientos técnicos, ambas figuras se someten a distintas normas, ya que tienen distintas funciones. La función del experto es la de emitir un informe sobre la valoración de determinados elementos, y lo hará en aquellos casos tasados por la Ley.

El legislador utiliza la figura del experto ya que, dada la imparcialidad y la cualificación técnica específica que se les exige, actuará como un tercero independiente en la emisión del informe, y estará en la posición adecuada para validar la valoración hecha por otros agentes como los administradores sociales. De tal manera, que su figura surge por la necesidad de proteger a socios y terceros ante la actuación de otros agentes<sup>1</sup>.

Por tanto, debe estudiarse su figura dentro de los casos que dispone el legislador en que su informe debe ser preceptivo. Para ello, es necesario analizar aquellas disposiciones de las leyes que exigen su intervención, como son la Ley de Sociedades de Capital, la Ley de Modificaciones Estructurales o la Ley Concursal, echando un vistazo, cuando sea necesario, a la regulación de la Unión Europea. En todos los casos, se trata de realizar una valoración sobre elementos como aportaciones dinerarias, participaciones sociales o acciones, o el patrimonio de una sociedad. A partir de lo dispuesto en las leyes, el ICAC dispone el contenido de los informes de valoración a través de Resoluciones.

Una vez contextualizado el tema de estudio, podemos definir el **objetivo principal del trabajo**. Dado que el legislador le da al experto independiente un papel clave a la hora de proteger y tutelar los intereses de distintos agentes, éste tiene una responsabilidad

---

<sup>1</sup> Ello lo demuestra, por ejemplo, cuando el legislador exige su participación en mecanismos extrajudiciales de tutela, bien de los socios o de terceros, como es el caso del art. 38.II LME, que recoge la acción de resarcimiento del socio ante un perjuicio ocasionado por el tipo de canje, o el art. 71.bis.4 LC, que exige que realice un juicio de razonabilidad sobre el plan de viabilidad. Ambos los analizaré más adelante.

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

remarcable dentro de determinadas operaciones societarias. Su función es desempeñada a través de la aplicación de distintos métodos de valoración, y dado que el legislador deja al arbitrio de dicho profesional la elección del mismo, su decisión afecta directamente a los intereses de los agentes implicados. Y, por ello, no podemos estudiar la figura del experto independiente sin adentrarnos en analizar su decisión en cuanto a los métodos de valoración disponibles, qué limitaciones presenta cada uno, y en qué circunstancias debería elegir uno u otro. Creo que el estudio de un tema va ligado al otro. Además, no puedo resistirme a entrar en un tema tan interesante dentro de la doctrina económica-contable como es la valoración de empresas, que ha suscitado en mí siempre un enorme interés hacia su comprensión.

En resumen, el objetivo principal del trabajo es analizar el papel del experto independiente en la valoración de empresas, haciendo especial énfasis en su decisión en torno al método de valoración más adecuado al caso y, por tanto, el que debe utilizar. Se trata de analizar qué exige el legislador o la normativa contable al respecto, qué alternativas tiene con sus respectivas limitaciones, y finalmente, valorar de forma crítica si, efectivamente, cumple la función tutelar que la ley le exige.

Por tanto, el trabajo se estructura en dos partes principalmente. La primera parte se dedicará al delimitar y comprender la figura del experto independiente, desde una panorámica del Derecho Español y desde la observación de la realidad a través de las Resoluciones del ICAC. Como decía, el papel del experto independiente se entiende a través del papel del auditor, y la comparativa entre ambos, por lo que también se abordará la distinción que de los dos hace la normativa contable.

La función principal del experto independiente es la de elaborar el informe de valoración, por lo que dentro de esta primera parte, es necesario abordar los distintos modelos de informes que la normativa contable exige, y, sobre todo, como introducción de la segunda parte, cuál es el pronunciamiento de la misma sobre los métodos de valoración a incluir en dichos informes.

En el segundo bloque, centraré el estudio de los distintos métodos de valoración de empresas, estructurados en tres grupos: el método de descuento de flujos de caja, como caso general, frente a aquellos basados en el balance; el método de liquidación; y los métodos para empresas cotizadas. Su estudio se explica por la discrecionalidad que el

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

legislador da al experto independiente a la hora de elegir el método a utilizar. Sin embargo, una decisión libre no implica que esté basada en criterios arbitrarios. Y, dado que el legislador sí se pronuncia sobre la necesidad de que el método se adecúe al caso concreto, es necesario estudiar las ventajas e inconvenientes de cada uno de ellos.

La definición del objetivo del trabajo limita, por tanto, el desarrollo teórico de los métodos de valoración. Éste ha sido tratado muy exhaustivamente por la doctrina, y merece, por tanto, un estudio más pormenorizado. Sin embargo, el objeto de este trabajo no es entrar en ello, sino estudiar los métodos de valoración con respecto a su adecuación a distintos supuestos prácticos. Es decir, adentrarnos en la toma de decisión del experto, sus argumentaciones y justificaciones para la elección de uno concreto, y no en el desarrollo más económico de cada uno de ellos.

Ello tiene una implicación directa en el caso práctico. El mismo pretende ser un supuesto que permite observar todo lo estudiado teóricamente en un caso real, como es la fusión entre Antena 3 y la Sexta. Por ello, primero se estudia el papel del experto independiente en dicha fusión: qué exigencia establece la Ley al respecto, si se cumple, y un estudio pormenorizado del informe del experto valorando contenido y estructura. La segunda parte se dedica a la emisión de la opinión del experto sobre los métodos de valoración utilizados, realizando un juicio crítico sobre si su informe refleja la independencia y la cualificación técnica específica que se espera de él. Se trata, por tanto, de aglutinar, en un caso real, todo el desarrollo teórico previo.

En definitiva, el trabajo es objeto de un amplio y exhaustivo análisis tanto teórico, a través del estudio de disposiciones legales y de desarrollos doctrinales, como esencialmente práctico, ya que incluye una observación a la realidad para conocer en qué casos concretos se reclama la actuación del experto. Además, aporta una perspectiva amplia de estudio: desde una visión legal y normativa, hasta una visión económica-financiera y contable. Por tanto, sus aplicaciones son numerosas, y su estudio es necesario porque la figura del experto independiente aparece mucho en la teoría y en la práctica, pero no se le dedica la suficiente atención para estudiarlo, como podría ocurrir con la figura del auditor. Sin embargo, no olvidemos que su papel es esencial como garante de determinados intereses.

Para nuestro estudio, optamos por la aplicación de un planteamiento metodológico plural, pues permite observar y comprender las relaciones entre las normas y la realidad. La combinación de distintos métodos permite atender las particularidades de nuestro estudio. En concreto, para el análisis del papel del experto independiente en la valoración de empresas es preciso analizar y conocer el Derecho positivo en vigor, situándolo en un contexto de armonización comunitaria. Para ello, el punto de partida será la observación de la realidad y el estudio de las resoluciones judiciales y del ICAC. Por último, en el estudio de los métodos de valoración de empresas interviene una perspectiva económica-financiera, una extensa doctrina contable y financiera, que debe ser especialmente tenida en cuenta.

## **2. PANORÁMICA LEGISLATIVA. EL PAPEL DEL EXPERTO INDEPENDIENTE EN DERECHO ESPAÑOL.**

Para conocer la figura del experto independiente, procederé ahora a explicar aquellas situaciones en que la Ley exige su intervención emitiendo un informe que recoja distintos aspectos, según el caso. Para ello, debemos comenzar por la regulación del Derecho español. La presencia del experto independiente viene exigida por distintas normas, como el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC), Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en adelante, LME), Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (en adelante, RRM), y Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (en adelante, LC).

Este debe ser el punto de partida en cuanto al previo análisis del marco legislativo, pues las situaciones en las que un experto independiente debe intervenir emitiendo un informe de valoración están tasadas por Ley. Y en la medida en que sea necesario, deberemos hacer referencia al Derecho Comunitario, ya que el Derecho de Sociedades es, sin duda, una materia objeto de armonización por parte de la Unión Europea.

Podemos adelantar cuál es el ánimo del legislador a la hora de pedir su intervención, y no la de los administradores sociales. A los expertos independientes se les presupone una independencia y una cualificación técnica específica –por ejemplo, sobre métodos

## El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.

de valoración de empresas-. La diferencia con el informe de los administradores no reside pues en el contenido, sino en el emisor del mismo, pues se pretende que el informe de un experto independiente sea el resultado del análisis de un tercero independiente, técnicamente cualificado, sobre los concretos métodos de valoración utilizados por los administradores.

No obstante, en ambos casos, el legislador tiene como objetivo el establecer unos mecanismos de protección de los socios y de terceros en distintas operaciones societarias. Ello se suma, por tanto, a la función primordial del auditor como fiscalizador de las cuentas anuales.

### 2.1. Regulación del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Dado que nos aproximamos al estudio de la figura del experto independiente, desde el punto de vista del Derecho vigente, es una necesidad hacer referencia a la reforma operada por la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas (en adelante, LAC) por cuya DF 4ª se modifica la LSC. La necesidad de introducirla en la exposición se explica porque las reformas de la LAC serán de aplicación a los estados financieros que se correspondan con los ejercicios que comiencen a partir de 1 de enero de 2016.

La LSC requiere la intervención del experto independiente en primer lugar en el Título III de la Ley, denominado «Las aportaciones sociales», en concreto en el Capítulo II «La valoración de las aportaciones no dinerarias en la sociedad anónima». En virtud del art. 67 LSC, el legislador exige en la **constitución o en los aumentos de capital de las sociedades anónimas**, un informe de uno o varios expertos independientes que tiene como objetivo principal la valoración de la aportación<sup>2</sup>, «expresando los criterios utilizados y si se corresponde con el valor nominal y, en su caso, con la prima de emisión de las acciones que se emitan como contrapartida» (art. 67.2 LSC)<sup>3</sup>. De tal

---

<sup>2</sup> Esta exigencia de informe del experto independiente se extiende a las adquisiciones onerosas «realizadas por una sociedad anónima desde el otorgamiento de la escritura de constitución o de transformación en este tipo social y hasta dos años de su inscripción en el Registro Mercantil [...] si el importe de aquéllas fuese, al menos, de la décima parte del capital social» (art. 72.1 y 2 LSC). Por tanto, incluye el caso de transformación de una sociedad colectiva, comanditaria, agrupación de interés económico o SRL en SA, regulada en el Título I de la LME.

<sup>3</sup> AA.VV., *Audidores y Expertos Independientes*, Taillefer Martos (et. al), Ediciones Francis Lefebvre, Madrid, 2002, p. 18, entiende que no es necesario, en virtud de esta norma, que el experto indique el valor

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

manera que, «el valor que se dé a la aportación en la escritura social no podrá ser superior a la valoración realizada por los expertos» (art. 67.3 LSC)<sup>4</sup>. El ánimo del legislador es garantizar que el valor nominal de las acciones equivalga al verdadero valor de las aportaciones<sup>5</sup>. Por tanto, es un mecanismo de garantía de socios y acreedores ya que actúa como garante de la integridad del capital social<sup>6</sup>. Esta intervención es preceptiva, salvo en los casos que establece el art. 69 LSC que recoge excepciones a la exigencia del citado informe.

En cuanto a los criterios de valoración de dichas aportaciones, el experto independiente debe respetar los principios de integridad del capital social, de objetividad, y de efectividad de la aportación. Por ello, se trata de valorar los bienes de acuerdo a su valor real, por lo que las cuentas anuales no van a ser un indicador adecuado. En consecuencia, el método que se plantea como más pertinente es el del valor de mercado<sup>7</sup>.

Por tanto, observamos cómo el experto independiente tiene una función directamente relacionada con la valoración de distintos elementos, en este caso, aportaciones no dinerarias. Esta relación se va a repetir en todos los casos que vayamos observando ahora en adelante. También observamos que la falta de intervención de los expertos independientes, implica un necesario pronunciamiento de los administradores sociales en cuanto «al valor de la aportación, el origen de esa valoración y, cuando proceda, el método seguido para determinarla» (art. 70.b) LSC).

---

real de dichas aportaciones, sino que el objetivo es indicar si las aportaciones no dinerarias se corresponden con el valor nominal más la prima de emisión, en su caso.

<sup>4</sup> A este respecto, Resolución 2ª de 4 de febrero de 2014, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto contra la nota de calificación extendida por el registrador mercantil y de bienes muebles III de Málaga, por la que se suspende la inscripción de una escritura de elevación a público de acuerdos de transformación en sociedad anónima: «Como es bien sabido este esquema legal respecto de las aportaciones no dinerarias se modificó profundamente a raíz de la reforma de 1989 en línea con las directrices de la Segunda Directiva en materia de Sociedades (vid artículos 10 y 27 Directiva 1977/91/CEE, de 13 de diciembre), exigiendo que la valoración de los elementos no dinerarios se respaldase por un informe elaborado por experto independiente (vid artículo 38 de la Ley de Anónimas en la redacción que le dio la Ley 3/2009 en su disposición final). El informe técnico tenía por finalidad garantizar el respeto al principio de integridad del capital respaldando la prohibición de emitir acciones por debajo de la par o sin respaldo patrimonial (artículo 47 de la Ley de Sociedades Anónimas)».

<sup>5</sup> AA.VV., *Audidores y Expertos Independientes*, cit., p. 11.

<sup>6</sup> El principio de integridad del capital social es el principio que garantiza la protección de los acreedores, ya que el capital social actúa como garantía ante los mismos. Por tanto, el mantener la integridad del mismo implica asegurar que el valor de las acciones se corresponde con el valor de las aportaciones sociales.

<sup>7</sup> AA.VV., *Audidores y Expertos Independientes*, cit., p. 19.

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

El experto independiente también interviene en casos de **separación y exclusión de los socios**, regulados en el Título IX LSC. En ambos casos, la Ley recoge la posibilidad de que, en el caso de que no haya acuerdo entre la sociedad y el socio separado o excluido sobre el valor razonable de las participaciones sociales o de las acciones a reembolsar, o sobre la persona o personas que hayan de valorarlas y el procedimiento a seguir para su valoración, será un experto independiente el que realice dichas valoraciones (art. 353.1 LSC). El plazo para elaborar el informe es de dos meses a contar desde su nombramiento (art. 354.2 LSC), para lo cual «podrá obtener de la sociedad todas las informaciones y documentos que considere útiles y proceder a todas las verificaciones que estime necesarias» (art. 354.1 LSC).

Estos artículos han sido reformados por la DF 4ª de la LAC (apartados quince, dieciséis y diecisiete), modificando el hecho de que previamente esta valoración se encargaba a un auditor, aunque distinto del auditor de la sociedad, mientras que con la reforma es función del experto independiente<sup>8</sup>.

El experto independiente también tiene un papel importante en cuanto a la **constitución de la sociedad anónima europea** (en adelante, SE). En lo que respecta a dicha sociedad, por el elemento internacional que conlleva, exige una armonización de las legislaciones estatales, y ese es el ánimo del Reglamento del Consejo (CE) nº 2157/2001, de 8 de octubre de 2001<sup>9</sup>, y más tarde, de la Décima Directiva de 2005<sup>10</sup>. Comparte el mismo fin la Tercera Directiva<sup>11</sup>. En el año 2011, y en atención a las modificaciones a las que se había sometido la Tercera Directiva en 2007 y 2009, esta se deroga por el Texto consolidado, aprobado por la Directiva 2011/35/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 5 de abril de 2011 (en adelante, la Directiva de fusiones), con

---

<sup>8</sup> AA.VV., *Audidores y Expertos Independientes*, cit., p. 51, aclara que, aunque antes se asociara esta intervención a un auditor, éste debía actuar como un perito, como un profesional en la valoración de acciones.

<sup>9</sup> Por el que se aprueba el estatuto de la Sociedad Anónima Europea. Se completa con la Directiva 2001/86/CE del Consejo, de 8 de octubre de 2001. Para conocer más sobre la evolución de los trabajos hasta llegar al citado estatuto de la Sociedad Anónima Europea, vid., LARGO GIL, R., «Planteamiento jurídico y panorámica legislativa. Las transmisiones estructurales de sociedades en el Derecho comunitario y en el Derecho español», en *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, LARGO GIL y BENEYTO PÉREZ (dir.), Bosch, Barcelona, 2010, pp. 78 y ss.

<sup>10</sup> Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital [DO L 310 de 25.11.2005].

<sup>11</sup> Este objetivo de armonización no se termina de alcanzar con la Tercera Directiva, según ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «Las modificaciones estructurales de la Sociedad anónima», en *Instituciones de Derecho Privado*, DELGADO DE MIGUEL (coord.), vol. II, Thomson Civitas, Madrid, 2004, p. 641.

el objetivo, tal y como indica en su Preámbulo, de contener una regulación más racional y completa del Derecho de fusiones (Considerando 1).

En los tres casos de constitución de una SE –por fusión, por holding, por transformación-, el legislador requiere la intervención del experto independiente. En el primer caso, es preceptivo su informe en cuanto al proyecto de fusión<sup>12</sup> (art. 467 LSC). En el segundo caso, el art. 32.4 del Reglamento 2157/2011 y art. 472 LSC, regula la posibilidad de que uno o varios expertos independientes examinen el contenido regulado del proyecto de constitución. Y, por último, el art. 475 LSC exige, antes de aprobar el proyecto de transformación, que uno o más expertos independientes certifiquen que esa sociedad dispone de activos netos suficientes, al menos, para la cobertura del capital y de las reservas de la sociedad anónima europea.

Por último, tanto en el caso de las **transmisiones de acciones** –ya sea mortis causa o inter vivos- (art. 120 LSC), como en el **usufructo de acciones** (art. 127 LSC), se requiere la intervención del experto independiente, contribuyendo a establecer el valor real de dichas acciones. Además, la intervención del experto independiente en la **emisión de obligaciones convertibles** (art. 414.2 LSC), se explica por la necesidad de controlar la veracidad del informe de los administradores sobre las bases de la conversión, para resaltar aquellos defectos en la información suministrada.

## **2.2. Regulación de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Mención especial al caso de fusión de sociedades.**

Otra situación en la que el legislador requiere la intervención del experto independiente es en sede de **fusiones**. Dentro del proceso de fusión, el experto independiente debe elaborar un informe que permitirá acreditar el carácter justificado del tipo de canje<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Este informe viene previsto en el art. 22 del Reglamento (CE) n° 2157/2001, el cual dispone lo siguiente: «Como alternativa a peritos que operen por cuenta de cada una de las sociedades que se fusionen, uno o más peritos independientes tal como se definen en el artículo 10 de la Directiva 78/855/CEE, designados para ello, previa petición conjunta de dichas sociedades, por una autoridad judicial o administrativa del Estado miembro del que dependa una de las sociedades que se fusionen o la futura SE, podrán estudiar el proyecto de fusión y redactar un informe único destinado a la totalidad de los accionistas».

<sup>13</sup> El estudio de la determinación del tipo de canje constituye el núcleo esencial de los mecanismos de protección del socio, desde que la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 (en adelante, LSA) centró la atención en todo un sistema de información para el socio, y otros interesados, como vía para la defensa de

Destacar que, aunque la Directiva de fusiones sigue la línea de la Tercera Directiva en cuanto a la necesidad de que los expertos indiquen el método utilizado para la fijación del canje así como que resuelvan sobre su adecuación al caso concreto (art. 10 en ambos textos), en el texto de 2011 se incluye un apartado (art. 10.4) en que se regula la posibilidad de prescindir del citado informe de peritos cuando haya un acuerdo de todos los accionistas o tenedores de títulos con derecho a voto. Este cambio se introduce con Directiva 2007/63/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de noviembre de 2007 por la que se modifican las Directivas 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo por lo que respecta al requisito de presentación de un informe de un perito independiente en caso de fusión o escisión de sociedades anónimas<sup>14</sup>.

En relación al informe del experto independiente, el art. 34.3 LME, da un peso preponderante a cuestiones relacionadas con el **tipo de canje**, a saber: exposición y explicación de la adecuación de los métodos seguidos por los administradores para establecer el tipo de canje, expresando «las dificultades especiales de valoración»<sup>15</sup>. El análisis de adecuación y pertinencia de los métodos de valoración utilizados permite ofrecer información a los accionistas sobre si otros métodos hubiesen sido menos lesivos de sus intereses, o si, por otro lado, se acredita el carácter justificado del mismo. Y ello implica, a su vez, que si el legislador asume la posible utilización de distintos métodos, es porque cuando habla de «valor patrimonial» no se refiere al patrimonio estrictamente social. Con ello, se demuestra la importancia que tiene el tipo de canje para la tutela de los intereses de los socios<sup>16</sup>.

Sin embargo, aunque en teoría el experto independiente debe realizar un análisis más crítico del proyecto común de fusión, en la práctica no se demuestra que su intervención sea tan clave, y hay autores que abogan por una reforma legislativa que implique más al

---

sus intereses, rompiendo así con la tutela anterior que disponía la LSA de 1951 basada en el derecho de separación del socio. Como consecuencia de ello, se revela, como una exigencia del legislador, que el tipo de canje esté justificado (art. 34.3 LME).

<sup>14</sup> Esta Directiva de 2007 en los Considerando iniciales, afirma que es necesaria la reforma pues esta posibilidad no se recogía ni en la Tercera Directiva ni en la Sexta Directiva, pero sí en la Décima Directiva de 2005 en relación a las fusiones transfronterizas.

<sup>15</sup> El citado art. 34.3 LME añade una segunda parte consistente en «manifestar la opinión de si el patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen es igual, al menos, al capital de la nueva sociedad o al importe del aumento del capital de la sociedad absorbente», que se incluiría en los casos que regula el apartado 4.

<sup>16</sup> SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión», en *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Rodríguez Artigas y otros (dir.), t. I, Aranzadi-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2009, p. 516.

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

experto en sus funciones informativas<sup>17</sup>. Ello favorecería la tutela de los socios, en especial, en relación con el tipo de canje.

Por otro lado, dispone el art. 38.II LME que la **revisión del tipo de canje** la realizará un experto independiente, el cual será designado por el Registro Mercantil y según sus reglas<sup>18</sup>. Su función es valorar el perjuicio que ha sufrido el socio como consecuencia de la diferencia entre la relación de canje recibida<sup>19</sup> y aquella que debería haberse establecido en función del valor real de las sociedades. Una vez haya resuelto sobre la justificación del perjuicio, deberá fijar la cuantía de la indemnización a percibir por el socio<sup>20</sup>, sin sometimiento a límites a fin de asegurar esa *ratio legis* de tutela y alternativa a la impugnación<sup>21</sup>. Lo que sí es cierto, es que esta indemnización no afecta en ningún caso a la cuota de capital que posee el socio. Y reforzando ese objetivo de tutela, creo que, pese a que la LME no se pronuncia al respecto, es evidente que la decisión del experto está sometida a control judicial<sup>22</sup>.

En el caso de **escisiones**, también es necesario el informe del experto independiente cuando las sociedades que participen en la escisión sean anónimas o comanditarias por

---

<sup>17</sup> En esta línea, EMBID IRUJO, J.M., «Capítulo VIII», en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Arroyo et al. (coord.), vol. III, 2ª edición, Tecnos, Madrid, 2009, *cit.*, p. 2264, en la práctica los expertos se limitan a emitir «informes en muchas ocasiones rutinarios», lo que impide la consecución del fin informativo, y exige una reforma de la institución. No se ha asumido aún la importancia que podrían tener estos como «instancia objetiva e independiente» de control de los procesos de fusión.

<sup>18</sup> Para profundizar sobre las reglas del procedimiento de designación del experto independiente, vid. CASTAÑER CODINA, J., «La solución extrajudicial de controversias acerca del tipo de canje en la fusión y escisión de sociedades de capital (análisis del artículo 38-II LME)», en *RDS*, Thomson Reuters-Aranzadi, núm.39, 2012, *cit.*, p. 146-150. En cuanto a si podría coincidir con aquel que elaboró el informe de experto independiente, se pronuncia LARGO GIL, R., «La fase previa y el proyecto de fusión», en *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Rodríguez Artigas y otros (dir.), t. I, Aranzadi-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2009, *cit.*, p. 465.

<sup>19</sup> CASTAÑER CODINA, J., «La solución extrajudicial... », *cit.*, p. 151. Si el socio recibió una compensación complementaria en dinero, se incluye dentro del importe recibido, y ello no impide que se declare que efectivamente ha habido perjuicio para el socio.

<sup>20</sup> AA.VV., «Planteamiento jurídico y panorámica legislativa. Las transmisiones de empresas y las modificaciones estructurales de sociedades en el Derecho Comunitario y en el Derecho español» en *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, Beneyto Pérez y Largo Gil (dir.), Bosch, Barcelona, 2010, *cit.*, p. 110 destaca la ausencia de «un criterio orientativo» para fijar la indemnización.

<sup>21</sup> CASTAÑER CODINA, J., «La solución extrajudicial... », *cit.*, p. 153 y AA.VV., «Planteamiento jurídico y panorámica legislativa... », *cit.*, p. 110, coinciden en afirmar que no opera el límite del 10% del art. 25.2 LME, por su diferente naturaleza.

<sup>22</sup> En este sentido, CASTAÑER CODINA, J., «La solución extrajudicial... », *cit.*, p. 153.

## El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.

acciones, el cual «comprenderá, además, la valoración del patrimonio no dinerario que se transmita a cada sociedad» (art. 78 LME)<sup>23</sup>.

Otra situación en las que se exige su intervención son el **traslado a territorio español del domicilio social** de una sociedad constituida conforme a la ley de otro Estado parte del Espacio Económico Europeo (art. 94 LME).

### 2.3. Regulación en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

En la LC, el experto independiente interviene apoyando las funciones de la administración concursal. Su asesoramiento puede ser solicitado, por ejemplo, a la hora de formular el inventario de la masa activa, tal y como recoge el art. 83.1 LC. Será un juez el que decida si su intervención es necesaria para ayudar en la estimación de los valores de bienes y derechos o de la viabilidad de las acciones a que se refiere el art. 82 LC.

Sin embargo, por su importancia dentro de la reforma de la LC, es **clave** su intervención en los **acuerdos de refinanciación**, en virtud del art. 71 bis.4 LC. Su papel fundamental es informar sobre la situación del deudor, y realizar un juicio de razonabilidad<sup>24</sup> sobre el plan de viabilidad y «sobre la proporcionalidad de las garantías conforme a condiciones normales de mercado en el momento de la firma del acuerdo, así como las demás menciones que, en su caso, prevea la normativa aplicable»<sup>25</sup>. Su función es

---

<sup>23</sup> De acuerdo a la simplificación operada por la Directiva 2007/63/CE en cuanto a la necesidad de elaborar el informe del experto independiente, la LME recoge dos posibilidades en que se excluye esta necesidad: «El informe o informes de los expertos no serán necesarios cuando así lo acuerden la totalidad de los socios con derecho de voto y, en su caso, de quienes de acuerdo con la ley o los estatutos pudieran ejercer legítimamente el derecho de voto, de cada una de las sociedades que participan en la escisión» (art. 78.3 LME); y «En el caso de escisión por constitución de nuevas sociedades, si las acciones, participaciones o cuotas de cada una de las nuevas sociedades se atribuyen a los socios de la sociedad que se escinde proporcionalmente a los derechos que tenían en el capital de ésta, no serán necesarios el informe de los administradores sobre el proyecto de escisión ni el informe de expertos independientes, así como tampoco el balance de escisión» (art. 78 bis LME).

<sup>24</sup> ZUBIRI DE SALINAS, M., «El papel del auditor como experto independiente en los acuerdos de refinanciación previstos en la reforma de la Ley Concursal» en *La Reintegración en el Concurso de Acreedores*, Thomson Reuters, Pamplona, 2009, p. 317, entiende que dicho juicio implica examinar el contenido del plan, y resolver sobre si es razonable y realizable. La clave será la capacidad del plan «de generar recursos suficientes para la satisfacción de la situación deudora».

<sup>25</sup> En este sentido se pronuncia la Resolución de 6 de octubre de 2014, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto contra la nota de calificación extendida por el registrador de la propiedad de Cebreros, por la que suspende la inscripción de una escritura de constitución de hipoteca inmobiliaria: «El acuerdo de refinanciación se sujeta a dos condiciones suspensivas consistente, la primera, en la obtención de un informe emitido por el experto independiente,

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

esencial para garantizar la racionalidad del plan, debido a que es un mecanismo extrajudicial, aunque no exento de control por parte del notario, ya que es éste el que debe formalizarlo en documento público.

Dado que en este caso no se exige la valoración de un bien concreto, sino del plan de refinanciación al completo, parte de la doctrina aconseja que esta actividad sea desempeñada por un auditor de cuentas, ante la falta de remisión concreta del RRM al sistema de nombramiento a seguir en este supuesto<sup>26</sup>.

### **3. OBSERVACIÓN DE LA REALIDAD. UNA MIRADA A LAS RESOLUCIONES DE LA ICAC. UNA COMPARATIVA DE LAS FIGURAS DEL AUDITOR Y DEL EXPERTO INDEPENDIENTE.**

Tanto en la LAC como en las resoluciones del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (en adelante, ICAC), se diferencia la figura del auditor de cuentas de la sociedad frente a la figura del experto independiente, que interviene en momentos puntuales exigidos por el legislador para elaborar un informe sobre la valoración de ciertos elementos, como un mecanismo de protección de distintos usuarios<sup>27</sup>.

A esta distinción hace referencia la Consulta 48/Diciembre de 2001 del ICAC, que plantea el hecho de que si no estamos ante un trabajo de auditoría de cuentas, «tal y como se define esta actividad en la normativa legal de auditoría de cuentas», y «se asemeja a otro tipo de trabajo: de economista, experto independiente o similar», «el trabajo en cuestión no se encontraría regulado ni sujeto a las normas establecidas en la Ley de Auditoría y su normativa de desarrollo».

---

[...], que sea favorable y sin reservas a juicio de las acreditadas y de la mayoría de las acreditantes, o con reservas pero que una mayoría de las acreditantes considere admisibles, referente a los extremos contemplados en el artículo 71.6 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, sobre la base del Plan de Viabilidad y el acuerdo de refinanciación alcanzado por el Grupo «Copcisa» con las acreditantes».

<sup>26</sup> Esta es la opinión de ZUBIRI DE SALINAS, M., «El papel del auditor... », *cit.*, p. 315.

<sup>27</sup> Así, por ejemplo, el art. 107.2.d LSC se ve modificado por la reforma de la LAC, e introduce que sea un experto independiente, distinto al auditor de la sociedad, el que determine el valor razonable de las participaciones. El artículo queda redactado de la siguiente manera: «En los casos en que la transmisión proyectada fuera a título oneroso distinto de la compraventa o a título gratuito, el precio de adquisición será el fijado de común acuerdo por las partes y, en su defecto, el valor razonable de las participaciones el día en que se hubiera comunicado a la sociedad el propósito de transmitir. Se entenderá por valor razonable el que determine un experto independiente, distinto al auditor de la sociedad, designado a tal efecto por los administradores de ésta».

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

Por tanto, un auditor actuará como tal cuando realice actividades propias de la auditoría de cuentas. Según la Consulta 63/Septiembre de 2005, son «aquellos otros trabajos que se encuentran atribuidos de forma expresa a los auditores de cuentas por distintas disposiciones legales, los cuales, aunque en algunos casos puedan no tener la naturaleza estricta de auditoría de cuentas, sin embargo se realizan conforme a normas técnicas de auditoría específicas (de acuerdo con lo dispuesto en la disposición adicional tercera del Reglamento de la LAC) y están comprendidos en el ámbito de los trabajos realizados por los auditores de cuentas en el ejercicio de sus funciones como tales auditores». Por tanto, en el caso de que los trabajos se realicen en calidad de expertos independientes, no estarán sujetos a la LAC<sup>28</sup>.

A los auditores se les presupone unos altos conocimientos técnicos sobre contabilidad, que les permite ejercer su función de auditoría sobre las cuentas anuales con gran diligencia y profesionalidad. Dado que las cuentas anuales nos dan información histórica de la empresa, no podemos entender que la opinión de un auditor contenga información sobre las perspectivas futuras de viabilidad de la empresa. En este sentido, se pronuncia el ICAC en la Resolución de 19 de enero de 1991, cuando afirma que «el usuario de informes de auditoría, sin embargo, no debe asumir que la opinión técnica del auditor de cuentas es una garantía sobre la viabilidad futura de una entidad, ni tampoco una declaración sobre la eficacia o eficiencia con que la dirección ha gestionado los asuntos de la misma».

Por tanto, la valoración de empresas debe ser tarea encomendada a aquellos expertos en esta materia, y así se demuestra de los artículos de la LAC<sup>29</sup>, ya que los expertos independientes tienen los conocimientos suficientes y los medios para introducir esta capacidad de la empresa para obtener beneficios futuros, información de la que carecen los auditores de cuentas.

En definitiva, aunque la función del experto independiente pueda ser desempeñada por un auditor, pues se le reconocen unos altos conocimientos técnicos, lo cierto es que los

---

<sup>28</sup> Esta Consulta da respuesta al hecho de que «los trabajos de “revisión limitada”, tal y como se indica en su escrito y en las propias Normas Internacionales de Auditoría (NIAs 910 y 120), no cabe enmarcarlos en la actividad de auditoría de cuentas conforme a como se define esta actividad en el artículo 1 de la Ley 19/1988 de Auditoría de Cuentas (LAC), al no reunir las características propias de ésta».

<sup>29</sup> Es el caso de los arts. 353 y 354 LSC, reformados por la DF 4ª de la LAC. En estos artículos se encomienda la valoración a una persona distinta (antes de la reforma a un auditor, y tras la reforma a un experto independiente), del propio auditor de cuentas de la sociedad.

regímenes de uno u otro están regulados y sometidos a distintas normas. Así, por ejemplo, mientras que un auditor puede ser responsable civil, administrativo y penal, el experto independiente solo podrá ser requerido por la vía civil.

## II. EL INFORME DE VALORACIÓN

### 1. MODELOS DE INFORMES DE VALORACIÓN. PRONUNCIAMIENTO DEL ICAC.

Dado que, generalmente, en los casos en que un experto independiente es requerido para realizar una valoración en el contexto de distintas operaciones societarias vienen exigidas por la Ley, el ICAC reaccionó elaborando una serie de Normas Técnicas, aprobadas por Resoluciones, que establecen el contenido de los informes de valoración a emitir.

La **Resolución de 23 de octubre de 1991, del Presidente del ICAC por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial en los supuestos establecidos en los artículos 64, 147, 149 y 225 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas**, es aquella que es aplicable a la mayoría de supuestos de valoración de acciones<sup>30</sup>. El auditor, haciendo uso de sus conocimientos contables, económicos y financieros, debe determinar el valor de transmisión o reembolso de las acciones. Por tanto, en esta Resolución, hay un pronunciamiento clave del ICAC en cuanto al papel que debe adoptar el auditor como experto independiente frente a su función como auditor de cuentas. Y dado que el auditor actúa como un «árbitro», su decisión es vinculante para las partes<sup>31</sup>.

En cuanto a los procedimientos a aplicar, mientras que si las acciones cotizan en un mercado secundario debe verificar el precio de cotización, en el caso de acciones no cotizadas, sigue un procedimiento más elaborado. Éste consiste en, tras solicitar información sobre hechos relevantes y circunstancias que pudieran influir en la

---

<sup>30</sup> Esta Norma es aplicable para los ahora vigentes artículos de la LSC, ya que dicha norma deroga la LSA en su Disposición derogatoria única (2º): art. 124 y 353 LSC, y art. 15.1 LME (derecho de separación de los socios en el caso de transformación de la sociedad).

<sup>31</sup> El argumento de la Norma Técnica es que, dado que el auditor aplica dicha Norma en la determinación del valor de las acciones, la Norma es vinculante para las partes, y por ende, lo es la decisión.

valoración, aplicar el método de valoración de acciones «que considere más oportunas en las circunstancias, como árbitro, en la determinación del valor de transmisión o reembolso de las acciones». El contenido del informe se expresa en dicha Resolución, y queda recogido en el Anexo I.

La misma responsabilidad se le exige al auditor en la **Resolución de 16 de junio de 2004, del ICAC, por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 LSA**<sup>32</sup>. La misma incluye un modelo general de informe que se presenta en el Anexo II<sup>33</sup>. Esta Resolución continúa en la línea anterior, aclarando que el juicio profesional que el auditor emite no constituye una opinión tal y como se entiende en la auditoría de cuentas.

La LSC exige dos tareas al experto independiente en la elaboración de este informe: por un lado, pronunciamiento «sobre el valor razonable de las acciones de la sociedad, sobre el valor teórico del derecho de preferencia cuyo ejercicio se propone suprimir o limitar», y, por otro lado, «sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores» (art. 308.2.a) *in fine*). Debe incluir una mención a los métodos de valoración utilizados.

Por último, el contenido se establece de forma general, pues es difícil formular un modelo de informe para tal variedad de supuestos. Así, las partes que lo componen son las siguientes: una introducción, una descripción de las características y condiciones de las acciones, una descripción del trabajo que se ha efectuado, la conclusión sobre el valor de las acciones y una restricción de la utilización del Informe Especial<sup>34</sup>.

En el caso del informe relativo a la exclusión del derecho de suscripción preferente, se deben incluir las siguientes partes: una descripción de las características y condicionantes de la emisión de acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente, una referencia al informe adjunto de los Administradores, y una referencia al informe de auditoría de cuentas.

---

<sup>32</sup> En la redacción de la LSC, la exclusión del derecho de suscripción preferente se regula en el art. 308 LSC.

<sup>33</sup> Dicha resolución incluye también el modelo para sociedades cotizadas cuando la junta general de accionistas ha delegado la ampliación en los administradores (art. 159.2 LSA).

<sup>34</sup> Norma Técnica de elaboración del Informe Especial en los supuestos establecidos en los artículos 64, 147, 149 y 225 de la LSA.

Además, en el caso de sociedades cotizadas, tanto en el supuesto de emisión de acciones a precio de mercado, como en el supuesto de emisión de acciones a precio distinto al valor de mercado pero superior al valor neto patrimonial, es necesario «manifestar, además, que el tipo de emisión propuesto supera al resultante del valor neto patrimonial calculado a la última fecha de la que se disponga información financiera auditada»<sup>35</sup>. Si se trata del caso contrario en que el valor razonable de las acciones es inferior a su valor neto patrimonial, también debería mencionar esta circunstancia.

En relación con el aumento de capital por compensación de créditos, el art. 301.3 LSC exige la intervención de un auditor para certificar que los datos suministrados por los administradores sociales en relación con los créditos a compensar son reales. Por tanto, una vez más, estamos ante un caso en que el auditor no actúa como verificador de las cuentas anuales, sino como responsable de emitir, por imperativo legal, un informe especial resultado de la verificación de los créditos a compensar. Según la **Norma Técnica de elaboración del informe especial sobre aumento de capital por compensación de créditos**<sup>36</sup>, su trabajo debe ser «más extenso y profundo que cuando se comprueban los créditos en cuestión como parte de una auditoría de las cuentas anuales», que debe comprender la verificación de la aplicación de principios contables generalmente aceptados aplicados uniformemente, que los créditos tengan su origen en transacciones efectivamente realizadas, inspeccionar su existencia y su razonabilidad, y aseguramiento de que no existen hechos posteriores significativos.

En cuanto al contenido del mismo, es esencial primero la identificación del informe como «Informe Especial sobre créditos a compensar en un aumento de capital en el supuesto del artículo 301.3 LSC», y su dirección hacia los accionistas de la sociedad. A continuación debe expresar un párrafo de alcance, que se refiera a la Carta de los Administradores y al alcance de su trabajo como auditor, y un párrafo de opinión, tal y

---

<sup>35</sup> Asimismo, en el segundo supuesto de sociedades cotizadas, «en el caso particular de existir información financiera no auditada más reciente comunicada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la que resultase un valor neto patrimonial por acción superior al tipo de emisión propuesto, se deberá indicar esta circunstancia en el informe» (Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 LSA).

<sup>36</sup> Resolución de 10 de abril de 1992, del ICAC por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del informe especial sobre aumento de capital por compensación de créditos, supuesto previsto en el artículo 156 LSA (B.O.E. de 10 de julio de 1991).

como se lo exige el art. 301.3 LSC<sup>37</sup>. Así, lo ejemplifica en el modelo que recoge la Resolución, que se puede observar en el Anexo III.

## **2. LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS EN RELACIÓN CON DICHOS INFORMES.**

Sabemos que las Normas Técnicas estudiadas disponen distintos modelos de informes de valoración, que deben elaborar los expertos independientes responsables en orden a satisfacer las exigencias del legislador en determinadas operaciones societarias. Debemos conocer, por tanto, el pronunciamiento de estas Normas sobre la aplicación de métodos de valoración en los distintos casos.

El ICAC sigue la línea del legislador en cuanto a la falta de pronunciamiento y de exigencia de utilización de un método concreto de valoración. Mientras que el legislador, en líneas generales, fija el contenido del informe o requisitos que debe cumplir la valoración, el ICAC en las Resoluciones analizadas se limita a hacer referencia a distintos métodos de valoración, pero de forma meramente orientativa. Es más, dados los conocimientos contables, económicos y financieros que poseen los expertos independientes, el ICAC hace que la responsabilidad de la elección del método de valoración corresponda a ellos. Y su elección será correcta, siempre que respeten los principios que establecen dichas Normas en cuanto al desempeño de su función. Y no solo su elección se entenderá adecuada, sino vinculante para las partes<sup>38</sup>.

La única exigencia de dichas Normas, es la adecuación del método de valoración a las circunstancias y contexto de valoración, teniendo en cuenta la disponibilidad de información histórica y prospectiva<sup>39</sup>. Además, dispone la necesidad de que, en el caso de valoración de más de una sociedad, se proceda a una valoración «equilibrada» en cuanto a criterios de valoración utilizados, es decir, «sugiere que se utilice el mismo método o conjunto de métodos de valoración para todas las entidades».

---

<sup>37</sup> La Resolución de 10 de abril de 1992 dispone que debe «incluir un párrafo de opinión en el que se expresen si el documento preparado por los Administradores ofrece información adecuada respecto a los créditos a compensar para aumentar el capital social, los cuales, cumplen los requisitos previstos en el art. 156 LSA. En su caso, se detallarán las salvedades que pudieran haberse puesto de manifiesto o los motivos que le impidan opinar sobre los mismos, los cuales se describirán en un párrafo intermedio».

<sup>38</sup> *Vid.*, Nota de pie 30.

<sup>39</sup> Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 LSA.

La Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 LSA, aconseja la utilización del precio de cotización para la valoración de acciones cotizadas en mercados secundarios<sup>40</sup>. No obstante, para los casos de acciones no cotizadas o cuya cotización no está disponible, se trata de aplicar la regla correspondiente al mejor método según su adecuación a las circunstancias y a la información disponible.

Las Normas establecen los siguientes métodos de forma orientativa: valor de cotización, valor del activo neto real, valor de capitalización de resultados, y valor actual de flujos monetarios.

### **III. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS**

Dado que ni el legislador ni el ICAC establecen el uso de unos métodos como preceptivos, la responsabilidad de la elección corresponde al experto independiente designado. Por ello, conviene adentrarse ahora en los dos grandes grupos de métodos de valoración en los que los separa la doctrina, y hacer un juicio crítico sobre cada uno. Como decíamos, serán las circunstancias de cada caso las que aconsejarán uno u otro. Por tanto, nuestro objetivo es analizar los principales métodos de valoración y en qué casos resultarían adecuados.

La exposición de los métodos de valoración de empresas se va a estructurar en tres partes: en primer lugar, se abordará el método de descuento de flujos de caja frente al método basado en el balance, como caso general; en segundo y tercer lugar, se hará referencia a los casos particulares de la empresa en liquidación y la empresa cotizada. Por último, se explicarán brevemente los llamados métodos mixtos o que intentar aunar ambas perspectivas dinámica y estática.

Mientras que una parte de la doctrina se muestra rígida a la hora de defender la utilización de otros métodos de valoración que no sea el tradicional contable, otra parte

---

<sup>40</sup> En los casos en que «el valor de cotización de las acciones puede no ser representativo del valor de mercado de la entidad en su conjunto», la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente establece que éste no sería el único método a tener en cuenta. Sucedería lo mismo en «condiciones de inestabilidad bursátil general o específica, o de operaciones que pudieran implicar la toma de control de una entidad».

de la misma entiende que existen métodos más adecuados para la valoración de empresas en funcionamiento<sup>41</sup>.

Gracias a la doctrina contable, han surgido distintos métodos de valoración de empresas, que van más allá del punto de vista tradicional, y estático, de valoración del patrimonio neto. Estos métodos parten del punto de vista dinámico de la empresa, valorándola según una estimación de la rentabilidad futura, adecuándose mejor al principio contable de empresa en funcionamiento. Podemos destacar, entre los mismos, el método de descuento de flujos, además del método de cotización y de liquidación, para casos que comentaremos más adelante.

Este es el origen de la clasificación entre métodos «correctos» e «incorrectos» que realiza FERNÁNDEZ<sup>42</sup>. Mientras que los primeros son los basados en descuento de flujos y el valor de liquidación, el resto son métodos que carecen de la sensatez y de la técnica que el autor exige a un método de valoración de empresas.

El objetivo de este apartado es entrar en esta comparativa entre los métodos tradicionales y estáticos, y los actuales y más dinámicos, haciendo una especial referencia por su importancia al método de descuento de flujos de caja.

## **1. LOS MÉTODOS DINÁMICOS FRENTE A LOS MÉTODOS ESTÁTICOS. CASO GENERAL.**

Debemos comenzar la exposición de los métodos de valoración a partir de los llamados «tradicionales», porque son los que en el pasado, y cada vez con menos frecuencia, se han utilizado por los expertos contables. La doctrina contable ha ido optando cada vez por aquellos métodos que introducen el elemento dinámico de empresa en funcionamiento y que en el futuro pretende obtener rentas que deben ser valoradas. Por tanto, este es nuestro punto de partida con el ánimo de entender por qué la doctrina se posiciona a favor de los métodos dinámicos a partir de las carencias de los estáticos.

---

<sup>41</sup> En este sentido, PÉREZ TROYA, A., «Régimen ordinario de fusión», en *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Civitas, Madrid, 1998, pp. 188-189.

<sup>42</sup> FERNÁNDEZ, P., «Métodos de valoración de empresas», en *Valoración de empresas y sensatez*, IESE, 4º ed., Madrid, 2015, p. 1.

### 1.1. Métodos basados en el balance

En primer lugar, el método más tradicional es aquel que relaciona el valor de la empresa con su **patrimonio social**. Es un método esencialmente estático porque su valoración parte del balance de situación, cuenta anual que ofrece una imagen fija en un momento determinado de tiempo, y, por tanto, no introduce ningún elemento dinámico ni tiene en cuenta las expectativas de generación de riqueza futuras. Al final, por tanto, el resultado de aplicar este método es que el valor de la empresa en funcionamiento es el mismo que el de la empresa en liquidación.

Es decir, no recoge más información que la expresada en los estados contables, por lo que es un método bastante limitado para tener una imagen real de la empresa<sup>43</sup>. Sobre todo, presenta problemas importantes en el caso de empresas de servicios o cuando su valor reside principalmente en activos intangibles como marcas, patentes, o I+D, ya que en el balance de situación no se recogen dichos activos, pero es importante su identificación a la hora de valorar a la empresa<sup>44</sup>.

Además, recordemos que la elaboración del balance tiene como principio rector el principio de prudencia, que se aplica con carácter preferente respecto a otros principios. La aplicación del mismo es esencial para asegurar la adecuación de las partidas del balance a la realidad. Sin embargo, su estricta aplicación del valor histórico de los activos no es útil a la hora de reflejar una valoración de una empresa en funcionamiento<sup>45</sup>.

Para intentar salvar esta situación, se suele aplicar el mismo método pero teniendo en cuenta el valor contable ajustado o el valor del activo neto real, como sucede, por

---

<sup>43</sup> VALLS MARTÍNEZ, M.C., «Métodos clásicos de valoración de empresas», en *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 7, Nº3, 2001, pp. 49-66; Accesible en [<http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v07/073049.pdf>]; última visita el 18 de enero de 2016, cit., p. 51, dispone que «el principal problema del balance es que no recoge el fondo de comercio o *goodwill*, que en ocasiones es la partida más importante del patrimonio de la empresa».

<sup>44</sup> FABREGAT, J., «Introducción a los métodos de valoración de empresas»; Accesible en [[http://www.accid.org/revista/documents/Introduccion\\_a\\_los\\_metodos\\_de\\_valoracion\\_de\\_empresas\\_Jordi\\_Fabregat.pdf](http://www.accid.org/revista/documents/Introduccion_a_los_metodos_de_valoracion_de_empresas_Jordi_Fabregat.pdf)]; última visita el 18 de enero de 2016, cit., p. 13, afirma que, de hecho, «la NIC 38 establece tres metodologías para la valoración de intangibles, *cost approach*, *market approach* e *income approach*. Excepto la primera que considera el precio de coste de producción, las otras dos dependen del futuro».

<sup>45</sup> En este sentido, CABALLER MELLADO, V., *Métodos de valoración de empresas*, Pirámide, D.L., Madrid, 1994, cit., p. 67.

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

ejemplo, en las combinaciones de negocios<sup>46</sup>. En estos casos, se pretende ajustar a valor razonable el patrimonio neto que aparece en el balance<sup>47</sup>.

La utilidad de este método reside sólo en aquellos casos en que la estimación de los beneficios futuros de la empresa no pueda calcularse de forma fiable. En caso contrario, no es conveniente la utilización de dicho método, pues no tiene en cuenta dichas expectativas futuras de generación de riqueza<sup>48</sup>.

Por otro lado, se puede aplicar el método basado en el **valor sustancial**, el cual se define como el «valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación»<sup>49</sup>. Este método quiere superar el hecho de que la aplicación del valor histórico a las partidas del balance hace que el valor contable no se corresponda al valor patrimonial, el cual debe partir de un activo y un pasivo valorados a precio de mercado. Dicho valor se calcula por la diferencia entre los activos ajustados a valor de mercado y la deuda total, es decir, activo y pasivo tasados a precios de mercado. La doctrina se divide frente a la conveniencia de la utilización de dicho método o el del activo neto real, por divergencias en qué entienden que debe tenerse en cuenta como capacidad generadora de rentas<sup>50</sup>. Lo que sí que está claro, es que dicho método no deja de ser un método estático, y que su utilización puede ser adecuada en casos especiales, como el de empresa en liquidación, que más adelante trataremos.

---

<sup>46</sup> La Norma de Registro y Valoración (en adelante, NRV) 19ª del PGC, establece como criterio de valoración de los activos y pasivos adquiridos el valor razonable en su fecha de adquisición, siempre que dichos valores puedan determinarse con suficiente fiabilidad.

<sup>47</sup> Entre los ajustes que se deben plantear, en cuanto a los activos, debemos tener en cuenta el efecto impositivo derivado de las diferencias entre valores contables y los valores razonables, diferencias entre la amortización y la depreciación efectiva, identificación de activos que no tienen valor real, o activos no identificados. En relación con los pasivos, es necesario tener en cuenta las contingencias que nos constan en el balance, pero deben ser estimadas, pues es previsible que se conviertan en pasivos en el futuro.

<sup>48</sup> VALLS MARTÍNEZ, M.C., «Métodos clásicos...», cit., p. 51.

<sup>49</sup> FERNÁNDEZ, P., «Métodos de valoración...», p. 4. Añade que en estos casos, «normalmente no se incluyen en el valor sustancial aquellos bienes que no sirven para la explotación (terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc.)». A favor de este argumento, VALLS MARTÍNEZ, M.C., «Métodos clásicos...», cit., p. 51, que añade que, por otro lado, «debemos incluir determinados elementos que aunque no pertenezcan a la empresa son utilizados por ésta, como activos en alquiler, prestados o contruidos en terreno ajeno».

<sup>50</sup> Mientras que los que abogan por el valor sustancial entienden que la capacidad de generación de beneficios futuros reside en los medios de explotación, los partidarios del activo neto real, entienden que la clave está en los beneficios obtenidos, independientemente de que haya provocado su obtención.

## **1.2. El método de descuento de flujos de caja como introductor del dinamismo en la valoración de empresas.**

Aunque los métodos analizados hasta el momento pretenden en ocasiones introducir algún componente dinámico a la valoración de empresas, lo cierto es que son métodos limitados, ya que sólo aportan información histórica de la empresa, ya sea basada en el balance o en la cuenta de resultados. Los métodos dinámicos introducen y tienen en cuenta la capacidad de la empresa para generar flujos de caja futuros, es decir, la capacidad de generar riqueza futura. Y eso es importante porque efectivamente el valor de las acciones para los propietarios de las mismas depende esencialmente de esa capacidad. Por ello, el método de descuento de flujos de caja se presenta como el método más adecuado para la valoración de empresas.

Con respecto a otro tipo de métodos dinámicos también basados en la capacidad para generar renta mediante la estimación de beneficios o dividendos, este método pretende reducir la subjetividad mediante la objetividad que aportan los movimientos de caja. Sin embargo, no es posible la eliminación total de este tipo de subjetividad, ya que al final se están estimando flujos futuros. Para paliar este inconveniente, una de las soluciones es una búsqueda de información lo más objetiva posible, como paso previo a la aplicación del método de valoración.

El método de flujos de caja implica tres tipos de variables: la estimación de los flujos de caja, el cálculo de la tasa de actualización, y el horizonte temporal. Además, debemos separar los flujos de caja propios de la inversión que generan los activos, y los de la financiación, que asimilamos con el coste de financiación del pasivo y patrimonio neto.

### ***1.2.1. Cálculo de los flujos de caja***

Antes de proceder al cálculo de los flujos de caja, es necesario abordar qué flujos de caja vamos a elegir para considerarlos en el cálculo. Los flujos de tesorería pueden ser tanto de operaciones económicas (de explotación y de inversión/desinversión), como de operaciones financieras (de financiación propia y ajena).

El cálculo de los flujos de caja tiene como objetivo hallar los flujos de caja libres, y que nos va a dar la diferencia entre entradas y salidas de dinero en la empresa.

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

Por tanto, partimos del beneficio después de impuestos que, mediante la suma de las amortizaciones, obtenemos el *cash flow*. Si, además, se deducen las inversiones en activo no corriente (ANC) y activo corriente (AC)<sup>51</sup>, es decir, las necesidades netas de inversión, el resultado es el *cash flow libre*.

$$\begin{array}{r}
 \text{B}^\circ \text{ de explotación después de impuestos} \\
 + \text{ Amortizaciones} \\
 \hline
 = \text{ CASH FLOW} \\
 - \text{ Inversión en ANC y AC} \\
 \hline
 = \text{ CASH FLOW LIBRE}
 \end{array}$$

En definitiva, se trata de aplicar correcciones al beneficio contable, para poder superar las limitaciones que su utilización supone. Por ejemplo, en el cálculo de las amortizaciones interviene la subjetividad y el grado de conservadurismo al elaborar las cuentas anuales por parte de la empresa<sup>52</sup>. Asimismo, el beneficio no considera el valor temporal del dinero, ni incorpora la inversión en activos corrientes, y ello, en algunos casos, puede derivar en que el resultado contable no refleja la creación o no de valor por parte de la empresa. Por último, es necesario introducir el hecho de que el crecimiento requiere de financiación para la inversión necesaria, y la fuente de dicha financiación se encuentra en los beneficios no repartidos por la empresa. De tal manera que mediante tales correcciones, se puede pasar de un concepto meramente contable a un concepto puramente financiero: el *cash flow*. Y, por esta razón, el *cash flow libre*, definido como aquel flujo que obtiene el accionista, es asimilable al dividendo, ya que es el beneficio resultante después de que la empresa haya atendido sus necesidades de inversión y financiación derivadas del crecimiento.

### **1.2.2. Horizonte temporal a considerar**

La propia configuración del método dinámico de considerar la capacidad de generación de riqueza futura de la empresa, implica que a la hora de aplicar este tipo de métodos,

<sup>51</sup> La inversión en AC también se denomina “rotación del circulante”, y se calcula restando a la inversión en existencias más clientes, la financiación de proveedores.

<sup>52</sup> ADSERÀ, X., VIÑOLAS, P., *Principios de valoración de empresas*, Ediciones Deusto, Bilbao, 1997, cit., p. 118.

sea conveniente tener en cuenta infinitos flujos de caja futuros. Sin embargo, «como estos flujos futuros serán actualizados hasta el momento presente, nos enfrentamos a una renta decreciente en valores actuales y que, por lo tanto, tiene una suma finita»<sup>53</sup>. Sin embargo, otra parte de la doctrina entiende elegir un horizonte temporal infinito presenta grandes inconvenientes. En primer lugar, esta decisión implica suponer que las rentas futuras van a ser constantes a partir de un determinado tiempo, y en segundo lugar, las previsiones para el futuro a partir de un determinado número de años van a ser complicadas<sup>54</sup>.

Para superar este problema, la doctrina plantea el definir el horizonte temporal de manera finita, teniendo en cuenta que el valor de la empresa en el momento  $n$  es el llamado «valor residual»<sup>55</sup>. Por tanto, se establece una división en la valoración teniendo en cuenta el horizonte temporal:

- 1°. Horizonte temporal de 5 a 10 años: individualización de flujos de caja.
- 2°. Incorporación de todos los infinitos flujos restantes, que se denomina valor terminal o valor residual<sup>56</sup>.

Una vez definido el horizonte temporal, es necesario plantearse la fórmula que permita calcular el valor actualizado de una renta perpetua. Planteamos la siguiente fórmula, teniendo en cuenta que el primer capital de dicha renta es  $C$ , cuya tasa de crecimiento es  $g$ , y se actualiza a un tipo de interés  $i$ :

$$V_0 = \frac{C}{i - g}$$

FABREGAT plantea cómo solucionar el problema de definir la tasa de crecimiento en el valor terminal o residual. Afirma que «este crecimiento no es la inflación», «sino un crecimiento del flujo de caja que sea coherente con las inversiones netas introducidas en el mismo y que para ser superior a cero exige asumir la hipótesis de la existencia de oportunidades de inversión con valor actual neto positivo a partir del final de la

<sup>53</sup> FABREGAT, J., «Introducción a los métodos... », cit., p. 14.

<sup>54</sup> Esta es la opinión de VALLS MARTÍNEZ, M.C., «Métodos clásicos... », cit., p. 55.

<sup>55</sup> Generalmente, se calcula a partir del valor liquidativo, aunque ello supone introducir un enorme grado de subjetividad.

<sup>56</sup> FABREGAT, J., «Introducción a los métodos... », cit., p. 15.

proyección de los flujos de caja explícitos». Por tanto, al final dicho valor suele oscilar entre 0 y 3%<sup>57</sup>.

### ***1.2.3. Tasa de actualización o coste de capital***

El segundo paso dentro de la aplicación del método de descuento de flujos es actualizar los flujos de caja calculados en la primera fase. Para ello, debe calcularse previamente el coste de capital de la empresa<sup>58</sup>, determinado tanto por la estructura de financiación de la empresa como por el coste de la financiación ajena y propia. Este, además, está directamente relacionado con el riesgo de la inversión, y se verá afectado por la inflación.

En cuanto a la composición de la financiación de la empresa, hay que averiguar la proporción de fondos propios y ajenos. Dado que con este método hacemos una previsión de flujos futuros, es necesario que los valores de la financiación propia y ajena estén calculados de acuerdo al valor de mercado, y no a valor contable que tiene un componente histórico.

Por otro lado, como esquema básico a la hora de calcular el coste de ambas financiaciones, es necesario tener en cuenta que un inversor exige una rentabilidad resultante de una tasa sin riesgo a la cual se añade una determinada prima de riesgo.

El cálculo de la rentabilidad sin riesgo es sencillo<sup>59</sup>. Se parte de la rentabilidad de la Deuda Pública a largo plazo, por ejemplo, de la rentabilidad de los bonos a 10 años. En cuanto al cálculo de la prima de riesgo, es un tema más complicado, para lo cual la doctrina ha desarrollado distintos modelos como el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Este último modelo tiene en cuenta los siguientes factores para determinar la prima de riesgo: el riesgo sistemático del título ( $\beta$ ), y la prima de riesgo de mercado – diferencia entre la rentabilidad del mercado menos la rentabilidad libre de riesgo<sup>60</sup>.

---

<sup>57</sup> FABREGAT, J., «Introducción a los métodos... », cit., p. 15.

<sup>58</sup> VALLS MARTÍNEZ, M.C., «Métodos clásicos... », cit., p. 53. Al optar por utilizar el coste de capital como tasa de actualización, actualizamos los flujos de caja mediante la rentabilidad mínima que exige el inversor o accionista. De esta manera, el resultado final es el valor máximo de la empresa.

<sup>59</sup> ADSERÀ, X., VIÑOLAS, P., *Principios de valoración de empresas*, Ediciones Deusto, Bilbao, 1997, cit., p. 170, señala que la tasa libre de riesgo también puede introducir errores si no se tiene en cuenta el riesgo de tipo de interés, y su relación con el plazo de generación de valor.

<sup>60</sup> No obstante, VALLS MARTÍNEZ, M.C., «Métodos clásicos... », cit., p. 54, entiende que es importante que se incluyan estos tipos de riesgos en el cálculo de la prima de riesgo: riesgo económico («inseguridad

Con el primer sumando, se introduce cómo responde nuestro valor ante la incertidumbre del mercado. Pero si algo está claro es el hecho de que los fondos propios implican un mayor riesgo, y por tanto, una mayor rentabilidad exigida, que los fondos ajenos.

Por tanto, el cálculo del coste de capital, teniendo en cuenta el efecto impositivo<sup>61</sup>, es el siguiente:

$$\text{Coste de capital (WACC)} = k_c \frac{C}{C+D} + k_d \frac{D}{C+D} (1-t)$$

Teniendo en cuenta que  $k_c$  es el coste de los fondos propios,  $k_d$  es el coste de la financiación ajena, C y D, son la financiación propia y ajena, respectivamente, y  $t$  la tasa impositiva. Por tanto, incluye únicamente las fuentes de financiación permanente de la empresa.

#### 1.2.4. Actualización de los flujos de caja

Abordamos ahora el **cálculo del valor de la empresa o Equity value**, partiendo de los cálculos previos sobre los flujos de caja libres y la tasa de actualización. Dado que se parte que la empresa es generadora de excedentes, son aplicables los métodos de análisis de inversiones<sup>62</sup>.

Además de la actualización de los flujos de caja, es necesario disminuir el valor de la empresa en la deuda financiera, sin tener en cuenta la partida de proveedores. Esto se explica porque es necesario para hallar el valor de los fondos propios, ya que el cálculo de los flujos de caja se realiza bajo la hipótesis de inexistencia de deuda<sup>63</sup>.

En definitiva, la fórmula final sería la siguiente:

---

en la obtención de las rentas futuras estimadas»), riesgo financiero («derivado de la estructura financiera de la empresa: a mayor nivel de endeudamiento mayor riesgo y menor valor de la empresa») y riesgo de iliquidez («a medida que la transmisibilidad de las acciones sea más difícil mayor deberá ser la tasa de actualización, de acuerdo con la variación inversamente proporcional entre rentabilidad y liquidez»).

<sup>61</sup> Dado que la retribución de la deuda es mediante intereses, y estos afectan a la base imponible del Impuesto de Sociedades, debe tenerse en cuenta el efecto impositivo en el cálculo del coste de capital referido a la financiación ajena.

<sup>62</sup> CABALLER MELLADO, V., *Métodos de valoración de empresas*, cit., p. 113.

<sup>63</sup> FABREGAT, J., «Introducción a los métodos... », cit., p. 17.

*Equity value = Enterprise value – Deuda neta*

$$= \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1+WACC)^t} + \frac{Valor\ residual}{(1+WACC)^n} - Deuda + Caja$$

Teniendo en cuenta que FCL son los flujos de caja libres, y que el valor residual se calcula de la siguiente manera<sup>64</sup>:

$$Valor\ residual = \frac{FCL_{n+1}}{WACC}$$

Este valor hace referencia a aquel que tendrá la empresa al final de su actividad<sup>65</sup>.

## 2. EMPRESAS EN LIQUIDACIÓN. CASO PARTICULAR.

El método basado en el **valor de liquidación** se encuentra entre los métodos considerados como «correctos», aunque su utilidad se ve restringida a la situación concreta de adquirir la empresa con el fin de liquidarla posteriormente<sup>66</sup>. Su carácter específico es una limitación para su uso, pero además, presenta el inconveniente de que su cálculo depende de que todos los bienes cuenten con valor de venta y que, además, no se plantea en ningún momento la continuidad de la empresa<sup>67</sup>.

Por tanto, el valor de liquidación se establece en el momento en que se liquida la sociedad y, como consecuencia, se venden sus activos y se cancelan las deudas. Por tanto, es el resultado de valorar los activos vendibles a valor actual menos los gastos de enajenación, y los pasivos igualmente a valor actual o nominal. A aquellos activos que sea difícil colocarlos en el mercado, les corresponderá un valor nulo.

<sup>64</sup> Se calcula como una renta perpetua constante o con una tasa de crecimiento moderada, para lo cual el coste de capital (WACC) disminuirá en dicha tasa *g*.

<sup>65</sup> CABALLER MELLADO, V., *Métodos de valoración de empresas*, cit., p. 133. En la teoría general de inversiones, se entiende que es necesario calcular este valor como flujo adicional, cuando el número de flujos de caja a actualizar no es alto, o cuando la empresa tiene inversiones en inmovilizado duradero.

<sup>66</sup> VALLS MARTÍNEZ, M.C., «Métodos clásicos...», cit., p. 52, afirma que puede tener cierta utilidad para empresas en funcionamiento como «valor liquidativo», entiendo éste como «la cantidad por debajo de la cual no puede descender el valor de la empresa, ya que éste representa el valor mínimo de enajenación». En este sentido, FERNÁNDEZ, P., «Métodos de valoración...», p. 4.

<sup>67</sup> En este sentido, RODRÍGUEZ DE PRADO, F., MARAZUELA, E., *Cómo valorar una empresa cotizada*, Inversor D.L., Madrid, 2000, cit., p. 27.

### 3. MÉTODOS PARA EL CASO ESPECIAL DE EMPRESAS COTIZADAS.

El caso de las empresas cotizadas es un supuesto especial dentro de la valoración de empresas. Conviene hacer una reflexión en este supuesto especial sobre qué métodos se utilizan en estos casos, partiendo de métodos más sencillos y estáticos, a los más dinámicos y utilizados, argumentando la posición a favor de la doctrina de estos últimos.

En primer lugar, puede definirse su valoración a partir del valor bursátil, aquel resultado de multiplicar el número de acciones a la cotización de las mismas. Sin embargo, ya encontramos una primera limitación a su uso: el valor de cotización de las acciones varía cada día en función de la cotización de las mismas en el mercado.

Por tanto, vale la pena entrar a valorar otros métodos. Por ejemplo, el método basado en el PER consiste en multiplicar el beneficio por el ratio denominado PER (*Price earnings ratio*), el cual se calcula dividiendo el precio por acción entre el beneficio por acción. Es un método dentro de la llamada valoración por múltiplos. La multiplicación del PER por el beneficio anual, nos da el valor de la acción. El PER, además de tener una relación directa con el tiempo de recuperación de la inversión (*payback*)<sup>68</sup>, es un ratio para saber si el mercado prevé que los beneficios de la empresa van a crecer en el futuro o no<sup>69</sup>. Además, supone un índice homogéneo que facilita la comparativa entre empresas.

Este método tiene una gran utilidad cuando se trata de valorar empresas cotizadas, ya que permite observar la relación entre la rentabilidad que exigen los accionistas y el crecimiento medio del *cash flow* generado<sup>70</sup>. Sin embargo, aunque el caso de empresas cotizadas es el idóneo para aplicar este método por su facilidad de cálculo, una parte de la doctrina prefiere la utilización del método de descuento de flujos de caja, pues con el

---

<sup>68</sup> Según ADSERÀ, X., VIÑOLAS, P., *Principios de valoración de empresas*, Ediciones Deusto, Bilbao, 1997, cit., p. 65, las limitaciones del *payback* se trasladan al PER: no tiene en cuenta el valor tiempo y no tiene en cuenta la evolución de los rendimientos de la inversión.

<sup>69</sup> En el caso de un PER alto, la respuesta sería afirmativa, mientras que si tenemos un PER bajo, la respuesta sería negativa. Además, el PER, calculado de manera inversa, puede darnos la rentabilidad exigida por el inversor, siempre que los beneficios futuros sean constantes. FABREGAT, J., «Introducción a los métodos...», cit., p. 20.

<sup>70</sup> FERNÁNDEZ, P., «Métodos de valoración...», p. 6.

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

anterior entienden que se sacrifica una parte importante de información por su simplicidad<sup>71</sup>.

Otro método que tiene una relación directa con el PER y que tiene utilidad en empresas cotizadas, es el del valor de mercado sobre el valor contable o «ratio de valoración». El ratio surge de la división de la capitalización bursátil –entendida como el producto de la cotización de un título por el total de títulos cotizados-, entre el valor de los fondos propios –suma de capital más reservas-. Otra manera de calcular dicho ratio es por el producto del PER y el ROE, con lo que se demuestra la relación entre ambos ratios.

Otra forma de valorar las acciones a través de la cuenta de resultados, es mediante los dividendos, ya que son el principal flujo que producen las acciones de forma periódica. Por tanto, para calcular el valor de la acción es necesario actualizar el valor de los dividendos futuros esperados<sup>72</sup>. Se debe tener en cuenta para ello el llamado coste de oportunidad de los fondos propios, expresado por la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años más la prima de riesgo de la empresa. No obstante, algunos autores entienden que este método es excesivamente simplificador, dado que no hay una relación directa entre un mayor pago de dividendos y un mayor crecimiento, ni el 100% de los flujos de caja generados por la empresa se corresponden a dividendos. Es más, la doctrina demuestra una relación indirecta entre el reparto de dividendos y el crecimiento de una empresa, ya que si se reparten dividendos se disminuyen los fondos que se destinan a la inversión<sup>73</sup>.

Pero, sin duda, dentro de este tipo de métodos, el más utilizado es aquel cuya valoración depende de la multiplicación de las ventas por un múltiplo, para lo cual se utiliza el

---

<sup>71</sup> En este sentido, RODRÍGUEZ DE PRADO, F., MARAZUELA, E., *Cómo valorar una empresa cotizada*, cit., p. 31.

<sup>72</sup> Según FABREGAT, J., «Introducción a los métodos... », cit., p. 18, «es el segundo método en importancia dentro de los dinámicos. La mecánica es idéntica a la de los flujos de caja descontados. La diferencia estriba en que los flujos que se descuentan son los dividendos. Ello tiene varias implicaciones importantes. La primera es que, para conocer los dividendos, primero hay que descontar los gastos financieros y aplicar los impuestos sobre el beneficio después de los intereses y no sobre el beneficio de explotación como en el punto anterior. La segunda es que la tasa a la que debemos actualizar los dividendos no es el Wacc sino exclusivamente el coste de los fondos propios (Ke)».

<sup>73</sup> A favor de este método, está FABREGAT, J., «Introducción a los métodos... », cit., p. 18 «aunque esta fórmula puede parecer muy simple respecto al método de los flujos de caja descontados, en la práctica requiere efectuar exactamente las mismas hipótesis», «de hecho, si mantenemos la coherencia de las hipótesis entre los dos métodos dinámicos [se refiere al método de descuento de flujos], ambos deberían llevar al mismo resultado de valor de fondos propios».

denominado «ratio precio/ventas»<sup>74</sup>. Sin embargo, no es el único múltiplo que se tiene en cuenta en la valoración de empresas, ya que también podemos encontrar el PER, el valor de mercado sobre valor contable, y la relación entre el valor de los activos con las ventas, el EBITDA o EBIT<sup>75</sup>. Lo importante en la aplicación de este método es la elección de una variable que tenga una relación directa con el valor de la empresa y que facilite la comparación con otras empresas de características similares. La doctrina establece que, aunque este tipo de métodos aportan rapidez y facilidad al proceso de valoración, la valoración pierde fiabilidad, salvo que se aplique una vez valorado por el método de descuento de flujos<sup>76</sup>.

#### **4. PRONUNCIAMIENTO DEL LEGISLADOR Y DE LA JURISPRUDENCIA SOBRE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN**

El legislador adolece del mismo problema que una parte de la doctrina por su falta de adaptación a los métodos que se utilizan en materia contable y en finanzas de la empresa para determinar el valor de la misma. Sin embargo, no estando de acuerdo con ciertas críticas doctrinales, el legislador obra correctamente, en mi opinión, al no determinar un único método o procedimiento exigible en todas las operaciones societarias<sup>77</sup>, ya que ello implicaría ignorar las distintas peculiaridades que pueden derivarse de las mismas.

Estoy de acuerdo en que la posibilidad de elección de distintos métodos de valoración no priva de límites a la decisión misma, es decir, no implica una decisión basada en criterios arbitrarios, pues ello una vez más podría lesionar los intereses de los agentes implicados en cada operación.

---

<sup>74</sup> Según FERNÁNDEZ, P., «Métodos de valoración... », p. 8, este ratio se puede descomponer en otros dos:  $\text{Precio/ventas} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$ . Ello permite relacionar el PER con la rentabilidad sobre ventas.

<sup>75</sup> FABREGAT, J., «Introducción a los métodos... », cit., p. 19-20. Añade que «asimismo, en algunos sectores se pueden utilizar ratios que relacionen el valor de los activos con alguna variable como superficie, número de clientes, número de suscriptores, número de oyentes en una radio, número de visitas a la web y otros».

<sup>76</sup> FERNÁNDEZ, P., «Métodos de valoración... », p. 24. A favor de la complementariedad de este método, FABREGAT, J., «Introducción a los métodos... », cit., p. 20, el cual introduce una incoherencia de este método: «el numerador, sea el valor de los activos o de las acciones, depende del futuro mientras que el denominador está anclado en el presente o como mucho es la mejor estimación del año en curso».

<sup>77</sup> En cuanto a la operación de fusión, por ejemplo, el pronunciamiento de la SAP Barcelona en Sentencia 283/2004, de 2 de junio, refuerza esta postura: «el art. 235.b LSA (hoy derogado) no impone ningún criterio o método para determinar el valor real del patrimonio social».

En este sentido, la SAP de La Rioja 163/2014, de 16 de junio (Sección 1ª), trae a colación una Consulta del ICAC, que permite la utilización de distintos métodos de valoración de participaciones sociales «individualmente o combinados entre sí», «en función de las circunstancias y contexto en que se trate»<sup>78</sup>. Esta es la línea de la SAP de Madrid 204/2008, de 29 de julio (Sección 28ª), la cual establece que la Norma Técnica de la Resolución del ICAC de 10 de mayo de 1991 dispone «que los métodos a utilizar han de ser, en cada caso, adecuados en las circunstancias y contexto en que se trate tal valoración»<sup>79</sup>.

La jurisprudencia se hace eco de la posibilidad que dan las Normas Técnicas de utilizar distintos métodos de valoración, los cuales enumera de forma orientativa. La SAP de Madrid 204/2008, establece que «en principio, puede considerarse que la elección de uno de los métodos previstos en la norma técnica y de otro que pudiera considerarse similar entra dentro del arbitrio del auditor», pero no se puede afirmar que el método de descuento de flujos constituya «el único método de valoración conceptualmente correcto», «por cuanto que lo relevante no es tanto lo que la ciencia económica pueda considerar "conceptualmente correcto" como lo que la normativa de auditoría establezca como adecuado para hacer estas valoraciones»<sup>80</sup>. Por tanto, defiende el papel del auditor de elegir de manera no arbitraria entre los métodos propuestos por la norma técnica de manera orientativa<sup>81</sup>.

Sin embargo, pese a la aceptación, tanto por la jurisprudencia como por el legislador, de utilización de distintos métodos de valoración según las circunstancias del caso, parece que hay una reticencia a la utilización de métodos dinámicos. Esta reticencia se explica porque este tipo de métodos implican «una labor eminentemente estimativa, subjetiva»

---

<sup>78</sup> La SAP de La Rioja 163/2014 enumera distintos métodos de valoración de participaciones sociales que recoge la citada Consulta: «el valor de cotización en Bolsa, el del activo neto real, el de capitalización de resultados, y el actual de flujos monetarios netos».

<sup>79</sup> En este sentido, SAP de Madrid 311/2009, de 23 de diciembre (Sección 28ª): «Estos métodos pueden ser aplicados, en función de las circunstancias y especialmente de la disponibilidad de información histórica y/o prospectiva, individualmente o combinados entre sí».

<sup>80</sup> Apoyando este argumento, se pronuncia la STS 320/2012, esta vez referida a los métodos estáticos, que afirma que «el informe no justifica mínimamente la utilización de un método de valoración estático pese a que se trataba de participaciones de una sociedad que explotaba una empresa en funcionamiento, siendo notoriamente insuficiente la simple afirmación a nivel de hipótesis que el valor activo neto real es el más objetivo y certero, pues los restantes métodos son más subjetivos y estimatorios y parten de la creencia de que los flujos monetarios se van a mantener, ya que, como hemos apuntado, no son las ciencias matemáticas, sino el arte de la auditoría -ciertamente cuajado de reglas científicas- el que rige la valoración de las participaciones sociales».

<sup>81</sup> En este sentido, SAP de Madrid 311/2009, de 23 de diciembre (Sección 28ª).

(SAP de La Rioja 163/2014, de 16 de junio), derivada de la estimación de rendimientos futuros, según alegaciones de los apelantes. Sin embargo, el Tribunal entiende que la combinación del método de descuento de flujos y el de múltiplos utilizado por el auditor es «correcto y razonable», por aplicarse el principio de empresa en funcionamiento.

## IV. CASO PRÁCTICO

### 1. INTRODUCCIÓN Y RAZONES DE SU ELECCIÓN

Nuestro estudio comenzaba con una exposición de aquellos casos en que el legislador exige la intervención del experto independiente para proceder a la valoración de una o varias empresas. Una de estas situaciones tasadas por ley es en el caso de fusiones. Recordamos que, en concreto, su función es la de elaborar un informe que acredite el carácter justificado del tipo de canje, que implica un análisis de adecuación y pertinencia de los métodos de valoración utilizados.

Por tanto, este es el contexto en el que nace nuestro caso práctico. El **objetivo** es analizar un caso real de fusión en el que se estudie el papel del experto independiente en esta operación, haciendo especial mención al informe elaborado por el mismo y al cumplimiento de los requisitos exigidos por la ley, y estudiar su pronunciamiento sobre los métodos de valoración aplicados.

El caso real seleccionado es el de la **fusión por absorción de Antena 3 y la Sexta**, siendo la primera la empresa absorbente y la segunda la absorbida<sup>82</sup>. Mediante este proceso, Antena 3 como absorbente adquiere todo el patrimonio de la Sexta, por sucesión universal, de tal manera que los accionistas de la absorbida deben ser remunerados por la absorbente. En este caso, se acuerda una ampliación de capital y la entrega de acciones propias. Además, se pacta un tipo de canje de 0,527 acciones de Antena 3 de 0,75 euros de valor nominal cada una, por cada acción de la Sexta, de valor nominal 2,13 euros cada una.

---

<sup>82</sup> Por definición, una fusión por absorción implica la extinción de la absorbida (la Sexta), ya que transmite en bloque todo su patrimonio a la absorbente (Antena 3), por sucesión universal, incluyendo tanto bienes y derechos, como obligaciones.

Estos breves datos sobre la fusión nos permiten tener una idea general sobre esta operación, pero no son el objeto de análisis de nuestro caso práctico. Dado que las cuestiones a analizar han sido claramente definidas en párrafos anteriores, vamos a proceder a estudiarlas.

Para la mejor comprensión del análisis del caso práctico, los documentos analizados se encuentran adjuntos en el Anexo IV, denominado «Documentos relativos al caso práctico».

## **2. EL PAPEL DEL EXPERTO INDEPENDIENTE EN LA OPERACIÓN DE FUSIÓN POR ABSORCIÓN ENTRE ANTENA 3 Y LA SEXTA**

En una operación como la descrita, es aplicable lo dispuesto en el art. 34.1 LME, el cual exige a los administradores sociales el nombramiento de uno o varios expertos independientes para emitir un informe sobre el proyecto común de fusión. En cumplimiento de dicho precepto, los administradores sociales nombran a la auditora Grant Thornton SLP como experto independiente, que es designada por el Registro Mercantil el 8 de febrero de 2012, los cuales elaboran el informe solicitado el 22 de febrero de 2012. Tanto al inicio como al final del citado informe, los expertos destacan el fin del mismo: únicamente se emite en cumplimiento de lo exigido por el legislador en ese artículo, y no debe utilizarse para otros fines. Por tanto, conviene analizar primero si cumple con las exigencias en cuanto a estructura y, finalmente, en cuanto a contenido.

### **2.1. La estructura del informe del experto.**

**El informe analizado consta de tres partes principalmente**, siendo la cuarta la expresión de las conclusiones. En primer lugar, dedica una parte a la descripción general de la operación, en la que presenta las partes participantes de la operación, la descripción del proceso de fusión, el tipo de canje acordado y especifica el procedimiento de cálculo del mismo. Por último, dedica un breve apartado a la valoración a valor neto del patrimonio transmitido (patrimonio de la absorbida la Sexta). Esta **primera parte** no atiende a ninguna exigencia del legislador sino que su

motivación es meramente informativa y contextual, ya que dicho informe tiene como destinatarios los accionistas de ambas sociedades.

La **segunda parte** que se rubrica como «Aspectos de Valoración», introduce ya la primera de las partes exigidas por el art. 34.3 LME. Primero, introduce los métodos utilizados: el método de descuento de flujos de caja como método principal, el método de múltiplos de mercado como contraste del método anterior, y el de precio medio de cotización sólo para el caso de Antena 3. Seguidamente, realiza una breve exposición de las principales características de cada uno y sus implicaciones en la valoración. Pero ello será tratado en el siguiente apartado.

Las demás partes exigidas por la ley, es decir, la exposición de la adecuación de los métodos de valoración utilizados, la justificación del tipo de canje, y la parte referente al patrimonio de la sociedad absorbida, se recogen en el último apartado dedicado a las **conclusiones**. Es por ello que podemos afirmar que **dicho informe cumple con los requisitos legales en cuanto a estructura**. Procedemos ahora a analizar su contenido.

## **2.2. El contenido del informe del experto.**

Como explicaba en el planteamiento teórico, el legislador da un peso preponderante a cuestiones relativas al tipo de canje, pues ahí es donde reside el interés de los accionistas. En primer lugar, exige la exposición y explicación de la adecuación de los métodos seguidos por los administradores para establecer el tipo de canje, expresando «las dificultades especiales de valoración». La exposición y explicación de los métodos la abordaremos más adelante, pero es interesante entrar en cómo se han tratado las dificultades especiales de valoración, derivadas principalmente de las fuentes de información utilizadas.

Los auditores consultan una exhaustiva lista de documentación relevante para la elaboración del informe, proporcionada por la Dirección de ambas sociedades y no necesariamente auditada<sup>83</sup>. El informe limita su alcance al contenido exigido por la ley, que no incluye una auditoría de la información en cuanto a su precisión y exactitud. Así lo expresa el informe, asumiendo que «dicha información es completa y precisa». Y ello

---

<sup>83</sup> La documentación analizada por el experto independiente se detalla en el informe dentro del apartado 3 («Alcance y aspectos a considerar de nuestro trabajo»), pp. 6-7.

se traslada en la utilización de información pública, que tampoco ha sido contrastada, salvo en algunos casos. Por tanto, las deficiencias en la información serán responsabilidad de las Direcciones de las partes.

Por último, hace una referencia al alcance de su actuación como experto independiente y que tiene que ver con el alcance de su opinión. Expone que, dado que las participantes no cotizan en mercados organizados, su valoración no está exenta de subjetividad o de posibles críticas de terceros. Su opinión se fundamenta en la experiencia, en la razonabilidad de sus juicios, y en la información suministrada por las partes. Sin embargo, las proyecciones a futuro que se exponen pueden variar, ya que se trata de una estimación.

### **3. PRONUNCIAMIENTO SOBRE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN**

Como ya hemos adelantado, el tipo de canje ha sido calculado a partir de los métodos que los dos Consejos de Administración han considerado adecuados. Así lo exige también en el art. 25 de la LME, que establece que el tipo de canje se determine sobre la base del valor real de los patrimonios de ambas sociedades participantes.

Por tanto, **es perfectamente admisible, como ocurre en este caso, que los administradores sociales hayan consensuado la aplicación de tres métodos distintos de valoración, pues consideran que son los adecuados para el caso concreto. Esta adecuación es la que tiene que examinar el experto independiente en su informe.** Estos métodos han sido el descuento de flujos de caja (DFC), los múltiplos de mercado, y el precio medio de cotización.

La utilización de varios métodos de valoración distintos es aceptada por el legislador, por la doctrina, y por la jurisprudencia<sup>84</sup>.

Por un lado, hay un consenso en la doctrina en cuanto a la utilización de un criterio objetivo de valoración, pero no inflexible, ya que permite tener en cuenta aspectos relacionados con la empresa entendida con carácter general y en funcionamiento, y no

---

<sup>84</sup> Este es el sentido de los pronunciamientos de las sentencias analizadas en el apartado 5, del Epígrafe III, denominado «PRONUNCIAMIENTO DEL LEGISLADOR Y DE LA JURISPRUDENCIA SOBRE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN». En concreto, se pronuncian a favor de la utilización de distintos métodos de valoración la SAP de Madrid 204/2008, de 29 de julio (Sección 28ª) y la SAP de La Rioja 163/2014, de 16 de junio (Sección 1ª).

como una simple valoración de su patrimonio social conforme a los métodos contables. A mi juicio, la utilización de métodos distintos al método tradicional contable de valoración del patrimonio neto, permite superar el uso de datos históricos sin tener en cuenta las expectativas futuras de generación de riqueza.

Por otro lado, el legislador asume la utilización de distintos métodos. Y ello, se corresponde perfectamente con su previsión en relación a la revisión del carácter justificado por los administradores y el experto independiente, por la adecuación o no de los distintos métodos utilizados.

El **objetivo de este apartado** es analizar si efectivamente son los más adecuados para el caso concreto, ya que, en mi opinión, la argumentación que dan los administradores y el experto independiente de que su adecuación reside en que son «generalmente aceptados»<sup>85</sup>, es muy escasa para defender su pertinencia.

### **3.1. La adecuación de los métodos dinámicos en el caso concreto de fusión.**

Analizaré ahora la adecuación de la elección de métodos dinámicos para este tipo de operación, ya que los tres métodos utilizados pueden clasificarse como tales. Esta selección tiene sentido por dos razones: por el tipo de operación y por las exigencias de la normativa.

En primer lugar, la elección se explica por el tipo de operación. Las razones que llevan a dos sociedades a llevar a cabo una fusión pueden ser muy distintas, pero todas tienen en común que buscan el aprovechamiento de sinergias para crecer en el mercado. En este caso, por ejemplo, se busca el unir capacidades y posicionamiento de ambas empresas para aprovechar sinergias, mejorar la distribución, mejorar la eficiencia de los procesos productivos, y así crear valor para los accionistas. Todo ello, con el objetivo de ampliar su cuota de mercado, tanto publicitaria como en audiencia, para conseguir el liderazgo del mercado<sup>86</sup>. Por tanto, ello implica el aplicar una visión hacia el futuro, y requiere realizar previsiones de evolución de las principales magnitudes de ambos negocios.

---

<sup>85</sup> En este sentido, el Informe de los Administradores sociales sobre el proyecto común de fusión, p. 16.

<sup>86</sup> Para una mayor profundización sobre las razones de la fusión, *vid.* Informe de los Administradores sociales sobre el proyecto común de fusión, pp. 13-14.

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

Ello es perfectamente compatible con el método de descuento de flujos de caja, ya que permite introducir, como señala el Informe de los administradores en ambos casos, la capacidad de generación de caja en el futuro por parte de Antena 3 y la Sexta. Es decir, introduce esa visión a futuro que exige una operación como la fusión. Y, ello implica superar las limitaciones en cuanto al uso de datos históricos que suponen los métodos basados en el balance.

Por otro lado, tanto el método de múltiplos de mercado como el precio medio de cotización, son métodos generalmente aceptados en el caso de empresas cotizadas, como veíamos en el desarrollo teórico. Su utilización en este caso, por tanto, también es compatible con la naturaleza de la operación. En el Informe de los administradores destacan el hecho de que, para su utilización, se han construido proyecciones financieras del negocio, para lo cual se han considerado las sinergias de ingresos y costes, el valor potencial de licencias de televisión, y el valor de la marca y el posicionamiento de los canales.

Estos métodos ayudan también a introducir en la valoración conceptos que son necesarios a tener en cuenta en la fusión, pero que no se recogen en las cuentas anuales. Por ejemplo, la imagen de marca es un activo cuya valoración no se incluye en los llamados métodos estáticos, pero sí se encuentra implícita su valoración dentro de la resultante de la cotización, por ejemplo.

En segundo lugar, la superación del método meramente contable viene exigida implícitamente por la normativa. El legislador, ni en la LME ni en el PGC, exige la aplicación de un método de valoración concreto, sino el más adecuado en función de las características del caso. Sin embargo, el método de adquisición recogido en la NRV 19ª, determina que para el cálculo del coste de la combinación de negocios, se debe partir del valor razonable, en la fecha de adquisición, de los activos entregados, los pasivos incurridos o asumidos y los instrumentos de patrimonio emitidos por el adquirente. A ello debe sumarse el valor razonable de cualquier contraprestación contingente que dependa de eventos futuros o del cumplimiento de ciertas condiciones.

En este caso, el legislador exige un ajuste del patrimonio a valor razonable de ambas sociedades. Por ejemplo, en nuestro caso, el valor neto patrimonial a transmitir era de

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

44.176.233,14 euros, a 31 de diciembre de 2011<sup>87</sup>. Sin embargo, en la fecha de emisión del informe de los administradores, como consecuencia del proceso de auditoría de las cuentas anuales de la Sexta, se decide ajustar las siguientes partidas<sup>88</sup>:

	<b>VR (31/12/2011)</b>	<b>VR ajustado</b>	<b>Ajustes a VR</b>
<b>Activos a transmitir:</b>	277.867.889,45	275.631.615,00	-2.236.274,45
Activo no corriente	171.222.513,76	168.986.239,00	-2.236.274,76
Activo corriente	106.645.375,69	106.645.376,00	0,31
<b>Pasivos a transmitir:</b>	233.691.656,31	225.462.087,00	-8.229.569,31
Pasivo no corriente	12.985.816,47	5.531.566,00	-7.454.250,47
Pasivo corriente	220.705.839,84	219.930.521,00	-775.318,84
<b>Valor neto patrimonial a transmitir</b>	<b>44.176.233,14</b>	<b>50.169.528,00</b>	<b>5.993.294,86</b>

Este método es útil, como decíamos en el desarrollo teórico, cuando no es fiable la obtención de rendimientos futuros. Por tanto, en este caso, limitar la valoración de los patrimonios a la aplicación de este método es desaconsejable.

En definitiva, la normativa permite superar la utilización de métodos basados en el patrimonio social, pero ello no es significativo. La doctrina y la práctica contable ya han dado ese paso y son conscientes de las limitaciones que implican este tipo de métodos en la valoración de empresas. Debe partir, por tanto, de los administradores sociales, la elección del mejor método de valoración según las circunstancias del caso. Por ello, también, es tan importante la intervención posterior del experto independiente para asegurar esa adecuación.

### **3.2. Análisis y comentario de cada uno de los métodos utilizados.**

Por último, es necesario comentar algunos de los aspectos de cada uno de los métodos. Con respecto al **método de descuento de flujos de caja**, analizado en las pp. 3-4 del Informe del experto independiente, su mayor limitación es que es imposible reducir toda la subjetividad debido a la estimación de flujos futuros. Grant Thornton, como experto

<sup>87</sup> Informe de los administradores sociales de Antena 3 sobre el proyecto común de fusión, p. 15.

<sup>88</sup> Fuente: Informe de los administradores sociales de Antena 3 sobre el proyecto común de fusión, p. 15.

independiente en su informe es consciente de este hecho, cuando establece que «aunque hemos realizado la valoración de manera razonable, sobre la base de información disponible, debemos indicar que las valoraciones de negocios no cotizados en mercados organizados no son una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis, que contienen cierto grado de subjetividad»<sup>89</sup>.

La mejor manera de evitar el mayor grado de subjetividad es mediante la búsqueda de información lo más objetiva posible. Como decíamos en el análisis de la estructura y contenido del Informe Especial del experto independiente, éste dedica varios apartados a analizar el alcance y las limitaciones de la información suministrada, ya que no toda ha sido auditada, porque ello no es la función del experto independiente en este caso<sup>90</sup>. Por ello, a mi juicio, dado que uno de los puntos a abordar por el experto deben ser las dificultades de valoración, es muy acertada esta exposición de cuáles son las fuentes de información utilizadas, cuáles son sus características, y de qué manera pueden influir a los métodos de valoración. Además, ello permite cumplir su función principal como tutela de los accionistas, ya que les explica el alcance de su intervención como experto independiente.

Por otro lado, en cuanto a los **métodos de múltiplos de mercado y el precio medio de cotización**, analizados en la p.4 del Informe del experto, es destacable lo siguiente. En el primer caso, se toman en consideración el valor del negocio sobre EBITDA, el valor de negocio sobre EBIT, y el valor de negocio sobre ventas, siendo comparable con compañías con negocios similares a los de Antena 3 y la Sexta. El segundo método sólo se aplica para el caso de Antena 3, y considera la cotización de la empresa en el mercado bursátil español en varios horizontes temporales.

En cuanto a los múltiplos de mercado, su principal ventaja es la rapidez y la facilidad de la valoración, pero su inconveniente es la pérdida de fiabilidad. Su utilidad reside en su uso como contraste frente al método de descuento de flujos de caja, como ocurre en este caso concreto. Así lo corrobora el experto independiente en su informe, y es una decisión acertada y adecuada al caso concreto.

---

<sup>89</sup> Informe Especial de Experto independiente, p. 7.

<sup>90</sup> Así lo expresa el experto independiente en su Informe Especial, p. 7.

Lo mismo ocurre con el precio medio de cotización. Mientras que es un método que permite la comparabilidad y es fácil de aplicar, su simplicidad implica pérdida de información relevante para la valoración de empresas. De ahí, que también sea acertada su utilización como validación del principal método de descuento de flujos de caja.

#### **4. CONCLUSIONES**

En el planteamiento teórico hacía una referencia a una crítica que la doctrina hace al papel del experto independiente en sede de fusiones. La doctrina exige un análisis más crítico del proyecto común de fusión, ya que al final su intervención garantiza la tutela de los socios en relación con el tipo de canje. Este caso puede ser un ejemplo en que el experto independiente cumple con los requisitos que establece la ley en cuanto al contenido de su informe pero, sin embargo, echamos en falta un análisis más crítico del mismo.

En este caso práctico, la mayor parte del informe tiene un carácter meramente informativo para los socios. Esta información también puede ser provista por los administradores sociales, y consta también en sus informes o en el proyecto común de fusión, también accesible a los socios, y por tanto, adolece de un carácter repetitivo. Al final, dedica un párrafo únicamente a la expresión de los puntos exigidos por la ley, pero no ahonda en aspectos como la adecuación de los métodos para el cálculo del tipo de canje, en su pertinencia para el caso concreto, o cómo afecta la elección de estos métodos en los intereses de los socios.

Este es el que se supone que es su objetivo principal. Es cierto que realiza una exposición de los métodos de valoración, planteando sus características teóricas principales. Pero, salvo en el caso del método del precio medio de cotización, en ninguno de los otros dos casos explica los métodos de acuerdo al caso concreto. La explicación de su adecuación se limita al hecho de que son «comúnmente aceptados por la profesión».

A mi juicio, es cierto que es necesario explicar las limitaciones y el alcance de su informe; ello forma parte, además, de la tradición de los informes de auditoría. Sin embargo, en mi opinión, este informe pierde de vista su objetivo principal como es el hecho de tutelar por los intereses de los socios. No entraré en el estudio de la afección

del cálculo del tipo de canje a los intereses de los socios, ya que merece un estudio independiente por su importancia. Pero sí diré que es necesario que los expertos independientes asuman su papel crítico dentro de dicho proceso.

Quiero especificar también que esta crítica parte de lo analizado en este caso práctico, pero se extiende a muchos casos en la práctica. Por ello, me posiciono a favor de aquéllos que en la doctrina defienden una reforma legislativa que implique más al experto en sus funciones informativas<sup>91</sup>, que implique una asunción activa de su papel como garante de la objetividad en el proceso y que eviten la realización de informes meramente rutinarios.

## **VI. CONSIDERACIONES FINALES**

Dentro del ámbito de distintas operaciones societarias, el experto independiente no es el único facultado por la Ley para emitir informes. Sin embargo, por la misión tutelar de los intereses de socios y terceros que la Ley le otorga al mismo, sin duda es el más importante a estudiar. En primer lugar, con respecto al informe de los administradores, su intervención permite aportar objetividad, independencia y conocimientos técnicos específicos, que se traduce en información muy útil para los agentes afectados. En segundo lugar, el experto independiente tiene atribuidas funciones mucho más amplias que las de un auditor, y goza de una mayor discrecionalidad, que no arbitrariedad, para llevar a cabo su función. Y ello se manifiesta porque en sus manos está la decisión sobre el método de valoración a utilizar según las circunstancias del caso concreto.

En mi opinión, que el experto independiente actúe como validador de informes elaborados por agentes que no actúan con la suficiente objetividad, es un mecanismo de protección necesario y eficaz de dichos usuarios de información. Al final, actúa como una especie de fiscalizador y de limitación de la opinión de los administradores sociales, los cuales pueden perjudicar los intereses de los socios, no actuando con la debida diligencia que se les exige o, simplemente, derivado de un conflicto de intereses con los mismos.

---

<sup>91</sup> *Vid.* Nota a pie 16.

Además, creo que realmente es necesaria su intervención en aquellos casos analizados y tasados por Ley. Tienen como característica común que son situaciones en las que un socio o un tercero pueden estar en una situación de vulnerabilidad, en la que sus intereses pueden verse perjudicados. Y ello se deriva de que tanto el legislador en la LAC, como el ICAC en sus resoluciones, son muy conscientes del papel que tiene el experto como mecanismo de protección de distintos usuarios.

Sin embargo, observamos a través del caso práctico cómo este objetivo teórico del legislador no se traduce en la realidad. El informe del experto independiente al final no aporta más información que la que proporcionan los administradores sociales, por lo que su función principal como protector de usuarios como socios y terceros se desnaturaliza. De nada sirve que el legislador establezca los medios para garantizar sus intereses, si el experto independiente en la práctica no asume su papel crítico a la hora de emitir los informes. Por tanto, una vez más, reitero mi posición a favor de la doctrina que defiende una reforma legislativa que implique al experto de forma mucho más activa.

Y dado que los agentes emisores de las normas coinciden en cuál debe ser el papel del experto en la valoración de distintos elementos, son ellos los que deben poner los medios para que se vuelva a encauzar su necesaria función. Las Resoluciones estudiadas que publican distintas Normas Técnicas, dedican una extensa parte al contenido, pero no al fondo. Es decir, creo que dichas normas deberían exigir al experto un pronunciamiento más crítico y más ajustado al caso concreto. Si el experto debe adecuar el informe a las circunstancias concretas del caso, ello en la práctica no se observa, más bien parece que emiten informes en cierta parte repetitivos.

Por otro lado, que tanto el legislador como el ICAC den discrecionalidad al experto para la toma de decisión sobre el método de valoración a utilizar es del todo acertado, porque permite la adecuación del mismo al caso concreto. Sin embargo, ello no significa arbitrariedad en la decisión. Por ello, echo en falta una remisión en las normas técnicas a un deber de los expertos de justificar la adecuación del método seleccionado al caso concreto de forma exhaustiva, dedicando un apartado concreto del informe. Por ejemplo, en el caso práctico estudiado, su adecuación se explicaba simplemente por ser

comúnmente aceptados por la profesión. Pero ello, siendo estrictos, no implica que sea el más adecuado para el caso concreto.

En mi opinión, es correcto el análisis realizado sobre los métodos de valoración. No puedo inclinarme hacia uno de ellos únicamente, porque estoy de acuerdo con la necesaria adecuación del método al caso. Sin embargo, es notoria mi predilección por los llamados dinámicos. Creo en la empresa como un ente que está en funcionamiento continuamente, y las operaciones societarias analizadas exigen entender la empresa en evolución constante y con una visión hacia el futuro. Si el experto debe realizar una valoración, ello incluye el término «valor», tal y como lo entendemos, y ello debe contener las perspectivas futuras de creación de riqueza por parte de la empresa.

Por último, debe ser superada la reticencia de la jurisprudencia y del legislador por la utilización de los métodos dinámicos. Es cierto que incluyen una cierta subjetividad, ya que se trata de estimar flujos futuros. Sin embargo, la doctrina a lo largo de los años ha estudiado de forma exhaustiva y ha aportado objetividad a estos métodos, y ha derivado en métodos tan razonables y utilizados como el método de descuento de flujos de caja.

## BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS DOCUMENTALES

### 1. LEGISLACIÓN

Tercera Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre de 1978, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado y relativa a las fusiones de las sociedades anónimas.

Directiva 2011/35/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de abril de 2011, relativa a las fusiones de las sociedades anónimas.

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

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

Resolución de 23 de octubre de 1991, del Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial en los supuestos establecidos en los artículos 64, 147, 149 y 225 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

Resolución de 10 de abril de 1992, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del informe especial sobre aumento de capital por compensación de créditos, supuesto previsto en el artículo 156 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

Resolución de 16 de junio de 2004, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial

sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

## **2. DOCTRINA**

AA.VV., *Audidores y Expertos Independientes*, Taillefer Martos (et. al), Ediciones Francis Lefebvre, Madrid, 2002.

AA.VV., «Planteamiento jurídico y panorámica legislativa. Las transmisiones de empresas y las modificaciones estructurales de sociedades en el Derecho Comunitario y en el Derecho español» en *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, Beneyto Pérez y Largo Gil (dir.), Bosch, Barcelona, 2010, pp. 106-111.

ADSERÀ, X., VIÑOLAS, P., *Principios de valoración de empresas*, Ediciones Deusto, Bilbao, 1997.

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «Las modificaciones estructurales de la Sociedad anónima», en *Instituciones de Derecho Privado*, DELGADO DE MIGUEL (coord.), vol. II, Thomson Civitas, Madrid, 2004, p. 629-745.

CABALLER MELLADO, V., *Métodos de valoración de empresas*, Pirámide, D.L., Madrid, 1994.

CASTAÑER CODINA, J., «La solución extrajudicial de controversias acerca del tipo de canje en la fusión y escisión de sociedades de capital (análisis del artículo 38-II LME)», en *RDS*, Thomson Reuters-Aranzadi, núm.39, 2012, pp.129-159.

EMBED IRUJO, J.M., «Capítulo VIII», en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Arroyo et al. (coord.), vol. III, 2ª edición, Tecnos, Madrid, 2009, pp. 2245-2284.

FABREGAT, J., «Introducción a los métodos de valoración de empresas»; Accesible en [[http://www.accid.org/revista/documents/Introduccion\\_a\\_los\\_metodos\\_de\\_valoracion\\_de\\_empresas.\\_Jordi\\_Fabregat.pdf](http://www.accid.org/revista/documents/Introduccion_a_los_metodos_de_valoracion_de_empresas._Jordi_Fabregat.pdf)]; última visita el 18 de enero de 2016.

FERNÁNDEZ, P., «Métodos de valoración de empresas», en *Valoración de empresas y sensatez*, IESE, 4º ed., Madrid, 2015.

LARGO GIL, R., «Planteamiento jurídico y panorámica legislativa. Las transmisiones estructurales de sociedades en el Derecho comunitario y en el Derecho español», en *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, Largo Gil y Beneyto Pérez (dir.), Bosch, Barcelona, 2010, pp. 106-111.

- «La fase previa y el proyecto de fusión», en *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Rodríguez Artigas y otros (dir.), t. I, Aranzadi-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2009, pp. 421 y ss.

PÉREZ TROYA, A., «Régimen ordinario de fusión», en *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Civitas, Madrid, 1998, pp. 145-228.

RODRÍGUEZ DE PRADO, F., MARAZUELA, E., *Cómo valorar una empresa cotizada*, Inversor D.L., Madrid, 2000.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión», en *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Rodríguez Artigas y otros (dir.), t. I, Aranzadi-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2009, pp. 489 y ss.

VALLS MARTÍNEZ, M.C., «Métodos clásicos de valoración de empresas», en *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 7, Nº3, 2001, pp. 49-66; Accesible en [<http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v07/073049.pdf>]; última visita el 18 de enero de 2016.

ZUBIRI DE SALINAS, M., «El papel del auditor como experto independiente en los acuerdos de refinanciación previstos en la reforma de la Ley Concursal» en *La Reintegración en el Concurso de Acreedores*, Thomson Reuters, Pamplona, 2009, pp. 307-324.

### **3. JURISPRUDENCIA**

SAP de Madrid 204/2008, de 29 de julio (Sección 28ª)

SAP de La Rioja 163/2014, de 16 de junio (Sección 1ª)

### **4. CASO PRÁCTICO**

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

Informe de auditoría de cuentas anuales de Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A., elaborado por PricewaterhouseCoopers, S.L., de 14 de febrero de 2012.

Informe de auditoría de cuentas anuales de Antena 3 de Televisión, S.A., elaborado por Deloitte, S.L. de 22 de febrero de 2012.

Informe de administradores de Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A. sobre el proyecto común de fusión entre Antena 3 de Televisión, S.A. (como sociedad absorbente) y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A. (como sociedad absorbida), de 22 de febrero de 2012.

Informe de administradores de Antena 3 de Televisión, S.A. sobre el proyecto común de fusión entre Antena 3 de Televisión, S.A. (como sociedad absorbente) y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A. (como sociedad absorbida), de 22 de febrero de 2012.

Informe Especial de Experto Independiente, elaborado por Grant Thornton, SLP, de 22 de febrero de 2012.

## ANEXOS

**ANEXO I. Contenido del INFORME ESPECIAL SOBRE VALORACIÓN DE ACCIONES EN EL SUPUESTO DE LOS ARTÍCULOS 64, 147, 149 Y 225 DEL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS, según Resolución de 23 de octubre de 1991, del Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.**

### Contenido del informe.

**11.** Teniendo en cuenta que pueden darse una amplia variedad de circunstancias en el contexto de las actuaciones reguladas por estos artículos de la Ley, no puede formularse un modelo de redacción de informe con el lenguaje apropiado a cada circunstancia. Sin embargo, el contenido genérico de los informes emitidos por el Auditor a requerimiento de los artículos de la Ley objeto de la presente norma, ha de incluir lo siguiente:

1. Una introducción.
2. Una descripción de las características y condiciones de las acciones objeto de la transmisión o reembolso.
3. Una descripción del trabajo que se ha efectuado.
4. La conclusión sobre el valor de las acciones objeto de la transmisión o reembolso.
5. Una restricción de la utilización de este Informe Especial.

**12.** La introducción puede redactarse en los siguientes términos:

A.....

*A los fines previstos por el artículo (64, 147, 149 ó 225), del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, emitimos el presente informe especial sobre la valoración de las acciones objeto de la transmisión (reembolso). Nuestro trabajo ha sido realizado de acuerdo con los procedimientos establecidos en la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre Valoración de Acciones en el supuesto de los artículos 64, 147, 149 y 225 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.*

**13.** La redacción de la segunda sección del informe (descripción de las características y condicionantes de las acciones objeto de transmisión (reembolso)), variará dependiendo

de las circunstancias que puedan darse en cada uno de los artículos de la ley involucrados en estos informes.

**14.** La redacción de la tercera sección, (descripción del trabajo efectuado), tendrá, igualmente, un contenido diferente, dependiendo de la situación que se pueda plantear de las contempladas en el apartado 4 de la presente norma.

- a) En el caso de las situaciones previstas en el apartado 4.a), la redacción de la tercera sección del informe podría ser la siguiente:

*"Nuestro trabajo se ha concretado en la verificación del precio de cotización media del último trimestre respecto a la fecha del acuerdo de transmisión (reembolso) de las acciones."*

- b) En el caso de la situación prevista en el apartado 4.c), la redacción de la tercera sección del Informe podría ser la siguiente:

*"Nuestro trabajo ha incluido, entre otros, los siguientes procedimientos: (Descripción de aquellos más significativos utilizados)."*

**15.** La sección cuarta del informe especial, conteniendo la conclusión del auditor podría tener la siguiente redacción:

*En base al trabajo realizado, hemos determinado un valor para la transmisión (reembolso) de ..... pesetas por acción.*

**16.** La última sección del Informe Especial se redactará:

*"Este Informe Especial ha sido preparado únicamente a los efectos previstos en el artículo... del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y no puede ser utilizado para ningún otro propósito".*

*Nombre del auditor o de la Sociedad de Auditores de Cuentas.*

*Firma del Auditor o del socio responsable de este Informe Especial.*

*Fecha.*

**ANEXO II. Modelo de informe especial según Resolución de 16 de junio de 2004, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.**

### **MODELO GENERAL**

(primer inciso del artículo 159.1.c))

Informe especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

A los Accionistas de...:

A los fines previstos en el artículo 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, y de acuerdo con el encargo recibido de.... (la Sociedad) por designación del Registro Mercantil, emitimos el presente informe especial sobre el aumento de capital social en.....euros, mediante la emisión de.....(número) acciones ordinarias con exclusión del derecho de suscripción preferente, acompañado del informe adjunto de los Administradores que se someterá a la aprobación de la Junta General Ordinaria/Extraordinaria de accionistas.

Los Administradores de la Sociedad han elaborado el informe adjunto, en el que se justifica detalladamente la propuesta y el tipo de emisión de las acciones, con indicación de las personas a las que éstas habrán de atribuirse, así como la naturaleza de las aportaciones. La legislación requiere que esta emisión de acciones se realice a su valor razonable. En una valoración de acciones sólo puede hablarse de aproximaciones o juicios estimativos sobre el valor razonable, que puede depender en alto grado de evaluaciones subjetivas sobre aspectos muy variados del negocio (1).

Nuestra responsabilidad es emitir un juicio profesional, como expertos independientes, sobre el valor razonable de las acciones de la sociedad, sobre el valor teórico de los derechos de suscripción preferente cuyo ejercicio se propone suprimir y sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los Administradores. Nuestro trabajo ha sido realizado de acuerdo con la norma técnica sobre elaboración del informe especial sobre exclusión de derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

La información contable utilizada en el presente trabajo ha sido obtenida de las cuentas anuales (consolidadas) del ejercicio terminado el..... de....de 20XX ( o en los estados financieros intermedios (consolidados) al .... de.....de 20), los cuales fueron auditados por...(indíquese el nombre del auditor, la naturaleza de la opinión, y, en su caso, una transcripción íntegra de las salvedades incluidas en el mismo).

De acuerdo con la citada norma técnica sobre elaboración de este informe especial, nuestro trabajo ha consistido en la aplicación de los siguientes procedimientos:

- a) Obtención del informe de auditoría arriba citado referido a las cuentas anuales (o estados financieros) de la Sociedad (o consolidados del Grupo) del ejercicio (período) terminado el... de... de 20XX (y consideración del efecto de las salvedades contenidas en el mismo).
- b) Obtención de información del auditor de cuentas de la Sociedad sobre eventuales hechos o factores significativos con respecto a la situación económico-patrimonial de la Sociedad (Grupo) que hubiera conocido con posterioridad a la emisión del último informe de auditoría que nos ha sido facilitado.
- c) Formulación de preguntas a la Dirección de la Sociedad sobre los hechos de importancia que pudieran afectar de forma significativa al valor de la Sociedad (o Grupo) y, en su caso, verificación de los mismos.
- d) Estudio de la evolución del valor de cotización de las acciones de la sociedad y determinación del valor de cotización medio de dichas acciones durante el último período de cotización representativo anterior a la fecha del informe especial (el último trimestre, salvo justificación en contrario) y de la última cotización disponible anterior a dicha fecha, como valores indicativos del valor razonable de la sociedad. Esta determinación se realizó a partir de una certificación del organismo bursátil que incluye, además de los indicados valores de cotización y los del período inmediatamente anterior, la frecuencia y volumen de cotización de los períodos objeto de análisis (2).
- e) Constatación de que el valor de emisión propuesto por los Administradores es superior al valor neto patrimonial que resulta de las últimas cuentas anuales o estados financieros auditados de la sociedad, consolidados en caso de grupos

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

societarios, una vez tenidas en cuenta las salvedades cuantificadas expresadas en el informe de auditoría. (2)

- f) Estimación del valor razonable de las acciones de la Sociedad y verificación de si el tipo de emisión propuesto por los Administradores se corresponde con el valor razonable de las acciones de la sociedad que se desprende de la información obtenida en los puntos anteriores.
- g) Evaluación de la razonabilidad de los datos contenidos en el informe elaborado por los Administradores que justifica la propuesta y el tipo de emisión de las acciones, incluyendo la revisión de la documentación que justifica la metodología de valoración y las bases de cálculo.
- h) Determinación del valor teórico de los derechos de suscripción preferente cuyo ejercicio se propone suprimir, calculado con referencia [tanto al valor de cotización como (2)] al valor teórico contable de la Sociedad (Grupo).
- i) Obtención de una carta de manifestaciones de los Administradores de la Sociedad en la que nos comunican que han puesto en nuestro conocimiento todas las hipótesis, datos e informaciones relevantes.

El informe elaborado por los Administradores propone que el tipo de emisión de las nuevas acciones para su suscripción por.... (Identifíquense las personas físicas o jurídicas a las que habrán de atribuirse las acciones) sea..... (inclúyase un resumen de los valores propuestos en el informe de los Administradores).

Teniendo en cuenta todo lo indicado anteriormente, en nuestro juicio profesional como expertos independientes (3):

- Los datos contenidos en el informe de los Administradores de la Sociedad para justificar su propuesta son razonables por estar adecuadamente documentados y expuestos.
- El tipo (4) de emisión de..... euros por acción, propuesto por los Administradores a la aprobación de la Junta General Ordinaria/Extraordinaria de Accionistas, se corresponde con el valor razonable de las acciones de la Sociedad estimado a partir de la información antes indicada. [Asimismo, dicho tipo de emisión es superior al valor neto patrimonial (consolidado) al .... de .....de 20XX de las acciones de la Sociedad (2) ]

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

Asimismo (5), a continuación presentamos el valor teórico de los derechos de suscripción preferente cuyo ejercicio se propone suprimir derivado (respectivamente, del valor de cotización de la Sociedad durante el... (Trimestre u otro período de cotización representativa contemplado en el cálculo) terminado en... de... de 20XX y al... de... de 20XX (fecha de la última cotización disponible anterior a la fecha de este informe especial) y (del valor teórico-patrimonial de la Sociedad (del Grupo) según las cuentas anuales correspondientes al ejercicio terminado en (de los estados financieros intermedios al) ... de .... de 20XX, auditadas/os por otros auditores.

**La dilución por acción en circulación, expresada en euros por acción, es la siguiente:**

	<u>Valor en euros</u>
<b>Sobre valores de cotización (2):</b>	
<b>Del ... (período) terminado en ...de ...de 20XX</b>	<b>UUU,UU</b>
<b>Al ... de ...de 20XX</b>	<b>WWW,WW</b>
<b>Sobre valor teórico-contable auditado al ... de ... de 20XX</b>	<b>ZZZ,ZZ</b>

Con este informe especial se da cumplimiento a lo establecido en el artículo 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas en lo que se refiere al informe de los auditores de cuentas. Este informe no debe ser utilizado para ninguna otra finalidad.

Nombre del Auditor o de la Sociedad de Auditoría de Cuentas

Firma del Auditor o del Socio Responsable de este Informe.

Fecha.

*(1) Si el auditor lo considera oportuno, podrá hacer aquí referencia a las hipótesis más significativas descritas en el informe de los Administradores.*

*(2) Suprímase si la Sociedad no fuera cotizada, por no ser aplicable.*

*(3) Si el auditor concluyera que el tipo de emisión propuesto no representa el valor razonable de las acciones de la Sociedad o que no resultan adecuados los datos, la*

**El papel de experto independiente en la valoración de empresas. Comparativa de métodos de valoración.**

*documentación o la exposición realizada en el informe de los Administradores, actuará de acuerdo con lo previsto en el apartado 14 de la norma.*

*Asimismo, si el auditor se encontrara con limitaciones al alcance de su trabajo o con incertidumbres, actuará de acuerdo con lo previsto en el apartado 15 de la norma técnica.*

*En el caso de que las citadas limitaciones o incertidumbres fueran de suma importancia, la redacción de este párrafo sería la siguiente:*

*“Teniendo en cuenta todo lo indicado anteriormente, no podemos emitir nuestro juicio profesional sobre el tipo de emisión de..... euros por acción, propuesto por los Administradores a la aprobación de la Junta General Ordinaria/Extraordinaria de Accionistas”*

*(4) Añádase el calificativo de “mínimo” al tipo de emisión cuando la propuesta de los Administradores incluyera una horquilla de valores entre un tipo mínimo y otro máximo.*

*(5) En el caso de que el valor teórico por acción del derecho de suscripción, resultante de la aplicación de la fórmula no fuera positivo, se complementará o sustituirá este párrafo y el cuadro siguiente por el siguiente párrafo:*

*“El tipo de emisión propuesto no produce efecto dilución teórico [ni sobre el valor de cotización por acción del periodo terminado el \_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 20XX y al \_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 20XX, ni] sobre el valor teórico contable auditado al \_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 20XX”.*

**ANEXO III. Modelo de informe especial según Resolución de 10 de abril de 1992, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del informe especial sobre aumento de capital por compensación de créditos, supuesto previsto en el artículo 156 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.**

INFORME ESPECIAL SOBRE AUMENTO DE CAPITAL POR COMPENSACIÓN DE CRÉDITOS, SUPUESTO PREVISTO EN EL ARTÍCULO 156 DEL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS.

A los Accionistas de XYZ, S.A.

A los fines previstos en el artículo 156 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, emitimos el presente Informe Especial sobre la propuesta de aumentar el capital en ..... ptas. por compensación de créditos, formulada por los Administradores el XX de XXX de 19XX que se presenta en el documento contable adjunto. Hemos verificado, de acuerdo con normas de auditoría generalmente aceptadas, la información preparada bajo la responsabilidad de los Administradores en el documento antes mencionado, respecto a los créditos destinados al aumento de capital y que los mismos, al menos en un 25%, son líquidos, vencidos y exigibles, y que el vencimiento de los restantes no es superior a cinco años.

En nuestra opinión, el documento adjunto preparado por los Administradores ofrece información adecuada respecto a los créditos a compensar para aumentar el capital social de XYZ, S.A., los cuales, al menos en un 25% son líquidos, vencidos y exigibles, y que el vencimiento de los restantes no es superior a cinco años.

Este Informe Especial ha sido preparado únicamente a los fines previstos en el artículo 156 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, por lo que no debe ser utilizado para ninguna otra finalidad.

Nombre del Auditor o de la Sociedad de Auditores de Cuentas.

Firma del Auditor o del Socio Responsable de este Informe Especial.

Fecha.

**ANEXO IV. Documentos relativos al caso práctico.**

Este Anexo IV tiene como objeto facilitar la comprensión del caso práctico explicado y analizado. Contiene los siguientes documentos:

- **Informe Especial de Experto Independiente**, elaborado por Grant Thornton, SLP, de 22 de febrero de 2012;
- **Informe de administradores de Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A.** sobre el proyecto común de fusión entre Antena 3 de Televisión, S.A. (como sociedad absorbente) y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A. (como sociedad absorbida), de 22 de febrero de 2012;
- **Informe de administradores de Antena 3 de Televisión, S.A.** sobre el proyecto común de fusión entre Antena 3 de Televisión, S.A. (como sociedad absorbente) y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A. (como sociedad absorbida), de 22 de febrero de 2012.

A los accionistas de  
Antena 3 de Televisión, S.A. y  
Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A.

Por encargo del Registro Mercantil.

A los fines previstos en el artículo 34 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles emitimos el presente informe en calidad de expertos independientes sobre el proyecto de fusión por absorción entre las sociedades Antena 3 de Televisión, S.A. (en adelante “Antena 3” o “sociedad absorbente”) y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A. (en adelante “La Sexta” o “sociedad absorbida”, y “las Sociedades” o “las Partes” al referirnos conjuntamente a La Sexta y Antena 3) así como sobre el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue, y en particular, respecto a si el tipo de canje de las acciones está o no justificado, cuáles han sido los métodos seguidos para establecerlo y si tales métodos son adecuados.

## **1. Descripción general de la operación**

### **1.1. Relación de las sociedades participantes en la fusión**

Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A., con domicilio en Carretera de Fuencarral – Alcobendas, km 12,40, es una sociedad de nacionalidad española, con N.I.F. número A-84434935.

Antena 3 de Televisión, S.A. con domicilio social en Isla Graciosa, 13 en San Sebastián de los Reyes, es una sociedad de nacionalidad española, con N.I.F.: número A-78839271. Las acciones de Antena 3 de Televisión S.A. se encuentran admitidas a cotización en la Bolsa de Valores de Madrid.

### **1.2. Descripción del proceso de fusión**

Con fecha 25 de enero de 2012, los Consejos de Administración de La Sexta y Antena 3, a efectos de lo previsto en los artículos 30, 31 y concordantes de la Ley 3/2009, de 3 de abril sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en lo sucesivo LMESM) formularon un proyecto común de fusión, que será sometido para su aprobación, a las Juntas Generales de accionistas de Antena 3 y La Sexta, según lo previsto en el artículo 40 de la LMESM. En particular, la fusión proyectada se llevará a cabo mediante la absorción de La Sexta por Antena 3, con extinción de la primera y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la segunda, que adquirirá, por sucesión universal, la totalidad de los bienes, derechos y obligaciones de La Sexta.

Al objeto de permitir que los accionistas de La Sexta reciban un número de acciones de Antena 3 proporcional a sus respectivas participaciones en el accionariado de La Sexta, Antena 3 aumentará su capital social mediante la creación de 14.620.000 acciones de nueva emisión y entregará 1.181.296 acciones pertenecientes a su autocartera.

De este modo, los accionistas de La Sexta, como contraprestación por la aportación de la totalidad del capital social de La Sexta a Antena 3, recibirán un total de 15.801.296 acciones de Antena 3, con un valor nominal de 0,75 euros por acción que serán representativas del 7% del capital social de Antena 3 resultante tras la ejecución de la fusión. La ampliación de capital equivaldría a un porcentaje del 6,48% del capital social de Antena 3 tras la ejecución de la mencionada fusión.

### **1.3. Tipo de canje de la fusión**

En consecuencia, y sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Antena 3 y La Sexta, el proyecto de fusión contempla como criterio o relación de canje que la contraprestación por cada acción de La Sexta, de valor nominal 2,13 euros, será de 0,527 acciones de Antena 3 de 0,75 euros de valor nominal cada una. No está prevista la entrega de ninguna compensación complementaria en dinero.

### **1.4. Procedimiento de canje y método para atender la ecuación de canje**

El canje se realizará mediante una emisión de acciones nuevas en Antena 3 y con acciones mantenidas en la autocartera de Antena 3.

#### **1.4.1. Autocartera**

Antena 3 entregará a los accionistas de La Sexta 1.181.296 acciones pertenecientes a su autocartera ("Acciones A"), representativas del 0,56% de su capital social, en contraprestación por la aportación a Antena 3 de 2.237.932 acciones de La Sexta representativas del 7,48% de su capital social.

#### **1.4.2. Acciones de nueva emisión**

Los accionistas de La Sexta, como contraprestación por la aportación a Antena 3 de 27.691.631 acciones de La Sexta representativas del 92,52% de su capital social, recibirán un total de 14.620.000 acciones de Antena 3 de nueva emisión, representativas del 6,48% del capital social de Antena 3 resultante tras la fusión, distribuidas del modo siguiente:

- "Acciones B": 13.438.704 acciones
- "Acciones C": 1.181.296 acciones.

Las acciones A y B provistas de los mismos derechos y de la misma clase que las actualmente existentes. No obstante lo anterior, los titulares de estas acciones no tendrán derecho a recibir dividendos con cargo a beneficios generados por Antena 3 con anterioridad a la fecha en la que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

Las acciones C serán pertenecientes a una nueva clase cuyos derechos económicos se verán limitados de forma que sus titulares no tendrán derecho a recibir dividendos con cargos a beneficios generados por Antena 3 (i) con anterioridad a la fecha en que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid y (ii) durante los 24 meses siguientes a la fecha en la que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

Las acciones B y C serán emitidas al valor equivalente a la cotización oficial de cierre de las acciones de Antena 3 en la fecha de efectividad del acuerdo de ampliación de capital, esto es, cuando se produzca el cumplimiento de la última de las condiciones suspensivas. Tanto el valor nominal de dichas acciones como la correspondiente prima de emisión quedarán enteramente desembolsados como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio social de La Sexta a Antena 3.

### **1.5. Patrimonio de la sociedad absorbida que se transmite a la sociedad absorbente**

A los efectos de lo dispuesto en el artículo 31.9ª de la LMESM, los activos y pasivos transmitidos por La Sexta a Antena 3 se registrarán en la contabilidad de Antena 3 por su valor razonable. De acuerdo con el proyecto de fusión, el valor neto del patrimonio a transmitir a 31 de diciembre de 2011 (fecha de los balances de fusión), se estimó que ascendería a 44.176.233,14 euros. Sin embargo, de acuerdo con las cuentas anuales individuales de La Sexta auditadas, a 31 de diciembre de 2011 el patrimonio neto definitivo que finalmente se transmitirá asciende a 50.169.528 euros.

Se considerarán como balances de fusión, a los efectos del artículo 36.1 de la LMESM, los balances del ejercicio cerrados por Antena 3 y La Sexta a 31 de diciembre de 2011, que serán formulados por los respectivos consejos de administración y debidamente verificados por los auditores de cuentas de ambas sociedades y sometidas a la aprobación de las respectivas juntas generales de accionistas.

## **2. Aspectos de Valoración**

### **2.1. Criterios de valoración adoptados**

A fin de determinar el valor de la aportación, las Partes han efectuado sendas valoraciones de Antena 3 y La Sexta utilizando los métodos del i) Descuento de flujos de Caja (DFC), ii) Múltiplos de Mercado y iii) Precio medio de cotización (éste último solamente para el caso de Antena 3). La metodología principal aplicada ha sido el DFC y, como contraste los otros dos métodos mencionados. La información en la cual se ha basado la valoración es fundamentalmente información pública y, de forma limitada, información que ha sido facilitada por la Dirección de Antena 3.

#### **2.1.1. Descuento de Flujos de Caja (DFC)**

De acuerdo con el método del DFC, el valor de un negocio es igual al valor actual de los flujos de caja del negocio que él mismo generará en el futuro, para un período previamente delimitado, más el valor residual del negocio al final de dicho período, ambos sumandos descontados al valor presente sobre la base de una tasa de actualización que refleje adecuadamente el riesgo de la inversión. El proceso de DFC lo podemos dividir en las fases siguientes:

- Estimar los flujos de caja libres futuros para un determinado período de proyección a partir de las proyecciones financieras que nos han sido facilitadas.
- Estimar el valor presente de dichos flujos de caja, aplicando una tasa de descuento que considera el riesgo relativo de obtenerlos y el valor temporal del dinero.
- Estimar el valor residual del negocio al final del período de proyección y estimar su valor presente.

- Agregar el valor residual y el valor presente de los flujos de caja proyectados para obtener el valor del negocio.
- Realizar un análisis de sensibilidad de las variables críticas para obtener diversos escenarios distintos al caso base.

### **2.1.2. Múltiplos de Mercado**

El método de múltiplos de compañías comparables indica el valor de mercado de una compañía comparándolo con los múltiplos resultantes de compañías cotizadas de negocios similares. Las condiciones y las expectativas de las compañías comparables dependen de factores comunes tales como la demanda global de sus productos y servicios, su tamaño, rentabilidad y expectativas de crecimiento, entre otros.

Después de identificar y seleccionar las compañías comparables cotizadas, se analiza su negocio y sus resultados para establecer la similitud relativa. Se calculan los múltiplos de precio y valor de negocio de las compañías comparables y después se ajustan con factores tales como el tamaño, el crecimiento, la rentabilidad, el riesgo y el retorno de la inversión. Los múltiplos ajustados se aplican a los resultados de la compañía analizada para estimar un valor de mercado.

Del mismo modo, se pueden utilizar múltiplos implícitos en operaciones sobre el capital de empresas similares, aunque puedan no estar cotizadas, lo que nos permite tener una indicación del valor de mercado asignado a la fecha de la operación.

El método de múltiplos suele ser utilizado para contrastar y validar el método DFC.

### **2.1.3. Precio medio de cotización**

La cotización media durante un período representativo anterior al acuerdo de fusión, es un criterio de valoración establecido por la normativa vigente. A estos efectos se ha ponderado la cotización media en función del volumen de títulos negociados para el periodo considerado de doce meses.

Adicionalmente las Partes han evaluado las posibles sinergias resultantes de la fusión con base en las estructuras de costes actuales, así como los planes conjuntos de La Sexta y Antena 3. Asimismo, se ha considerado las sinergias fiscales derivadas de la utilización de las bases imponibles negativas de La Sexta. Las sinergias y el escudo fiscal derivado de la utilización de las bases imponibles negativas suponen un mayor valor de los activos de La Sexta para Antena 3. Si bien su consecución contiene un cierto grado de subjetividad, como parte de nuestra intervención hemos considerado que La Sexta contribuye en más de un 7% (equivalente a su participación en la sociedad resultante de la fusión) a que se generen dichas sinergias

Las valoraciones de Antena 3 y La Sexta efectuadas de acuerdo a los métodos anteriormente descritos constituyó la base para determinar los términos de la fusión y, en particular, el tipo de canje acordado.

### **3. Alcance y aspectos a considerar de nuestro trabajo**

El alcance de nuestra actuación profesional se ha limitado a lo establecido en el artículo 34 de la LMESM como profesionales encargados de elaborar el informe único sobre el proyecto de fusión. En concreto, nuestro trabajo ha cubierto los siguientes aspectos:

- Justificación o no del tipo de canje de las acciones
- Adecuación de los métodos seguidos para establecer dicho tipo de canje.
- Dificultades especiales de valoración.
- Comprobación de si el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue es igual por lo menos, al aumento de capital de la sociedad absorbente.

#### **3.1. Alcance**

Nuestro trabajo ha cubierto fundamentalmente las siguientes áreas:

- Revisión del ejercicio de valoración de La Sexta realizado con motivo del nombramiento del Registro Mercantil número XIII de Madrid de fecha 25 de enero de 2010.
- Breve análisis del mercado audiovisual;
- Breve análisis de la evolución histórica y estratégica de las Compañías;
- Adquisición de un buen entendimiento sobre el alcance y las conclusiones del trabajo de valoración de Antena 3 y de La Sexta, así como de la ecuación de canje resultante;
- Revisión, análisis y contraste de las metodologías de valoración empleadas en la determinación del valor;
- Análisis de los documentos detallados de las valoraciones y consideración de toda la información financiera tanto interna como externa, auditada y/o no auditada que sea necesaria para completar el alcance anterior ;
- Revisión y análisis de la razonabilidad de las hipótesis que sustentan los Planes de Negocio de las Compañías teniendo en cuenta el comportamiento histórico, la situación actual y las perspectivas del mercado audiovisual;
  - Análisis de los Planes de Negocio elaborados por la Dirección de ambas Compañías;
  - Contraste de las hipótesis empleadas en la preparación de las proyecciones financieras.
- Revisión de los cálculos fiscales relativos al valor actual de los créditos fiscales de la Sexta que está previsto que se compensen en el futuro, de acuerdo con su plan de negocio.
- Consideración (no auditoría) de los estados financieros más recientes disponibles;
- Revisión de los acontecimientos más significativos acaecidos entre la fecha estados financieros más recientes disponibles y la fecha actual (actas, etc.).

- Revisión de la tasa de descuento utilizada para el Descuento de Flujos de Caja. Análisis de sensibilidad teniendo en cuenta distintas primas de riesgo, teniendo en cuenta las hipótesis consideradas en las proyecciones;
- Análisis del valor residual, análisis del flujo de caja normalizado y del crecimiento a perpetuidad considerado. Análisis de sensibilidad en su caso;
- Revisión del análisis de Múltiplos de Mercado, completarlo en caso de que sea necesario, y contraste con la valoración obtenida a través del método DCF;
- Estimación del precio medio de cotización de Antena 3 de los 12 meses previos al acuerdo de fusión, ponderado por el volumen de negociación.
- Entendimiento de las sinergias generadas en la fusión y revisión del cálculo de la valoración sobre las mismas realizado por las Partes.
- Mantenimiento de reuniones con Antena 3 con el propósito de obtener un buen entendimiento de la operación y del trabajo realizado así como de obtener aclaraciones sobre las cuestiones que se han planteado durante la realización de nuestro trabajo y recabar otra información considerada de utilidad;
- Análisis final de razonabilidad de todos los resultados obtenidos y elaboración de las conclusiones;

La documentación relevante utilizada para la realización de nuestro trabajo ha sido la siguiente:

- Documento de solicitud de nombramiento de experto independiente presentado en el Registro Mercantil por Antena 3.
- Nombramiento de experto independiente por el Registro Mercantil número XIV de Madrid de fecha 8 de febrero de 2012.
- Acuerdo de Integración de Antena 3 y La Sexta, de 14 de diciembre de 2011.
- Proyecto Común de Fusión entre Antena 3 y La Sexta, de 25 de enero de 2012.
- Descripción de los criterios de valoración empleados por la Dirección de Antena 3 y sus asesores que conducen a la valoración efectuada de la aportación no dineraria relativa a las acciones ordinarias de La Sexta.
- Importe de la ampliación de capital prevista (número de acciones y valor nominal) y, en su caso, prima de emisión de las acciones a emitir como contrapartida.
- Documentos detallados de valoración de La Sexta preparados por la Dirección de Antena 3 y sus asesores.
- Cuentas anuales auditadas de La Sexta, individuales y consolidadas, correspondientes al ejercicio 2011.
- Estados financieros de La Sexta correspondientes a los ejercicios 2011 y 2010. Estimación de cierre de la cuenta de resultados consolidados correspondientes a enero de 2012 de La Sexta, y su comparativa con el ejercicio anterior y presupuesto.
- Presupuesto consolidado mensualizado de La Sexta del año 2012 de la cuenta de resultados preparado por la Dirección.
- Proyecciones financieras, planes estratégicos u otra información pública disponible sobre aspectos tales como la gestión, organización, mercado o trayectoria previsible de La Sexta, proporcionada por Antena 3, que pudiera ser de interés para la realización de nuestro trabajo.

- Estados financieros consolidados no auditados 2011 y auditados 2010 de Antena 3.
- Proyecciones financieras de Antena 3 preparadas por la Dirección.
- Información relativa a las sinergias previstas de la fusión, así como una estimación de su valor actual
- Obtención de una carta firmada por la Dirección de Antena 3 y La Sexta, en la que nos han confirmado que nos han facilitado toda la información necesaria para la elaboración de nuestro informe de experto independiente, así como que no se han producido acontecimientos hasta la fecha de nuestro informe, los cuales no hayan sido puestos en nuestro conocimiento y que pudiesen tener un efecto significativo sobre los resultados del mismo.

Nuestro trabajo se ha basado en la información auditada y/o no auditada proporcionada por la Dirección de las Partes. En la realización de nuestro trabajo hemos asumido que dicha información es completa y precisa, así como que refleja las mejores estimaciones de la Dirección de Antena 3 acerca de las perspectivas de su negocio desde el punto de vista operativo, económico y financiero. En este sentido, el alcance de nuestro trabajo no ha consistido en comprobar la veracidad de la información recibida de la Dirección de las Sociedades, no constituyendo el mismo una auditoría a dicha información.

Asimismo nuestro trabajo se ha basado, entre otras, en fuentes de información públicas. No ha constituido parte de nuestro trabajo el contraste de dicha información con evidencias externas a las Sociedades, excepto en aquellos casos en que lo hemos considerado necesario. No obstante, sí nos hemos satisfecho, en la medida de lo posible, de que la información presentada es consistente con otros datos que nos han podido ser proporcionados durante el curso de nuestro trabajo.

Hemos asumido que todas las autorizaciones y registros que resulten pertinentes en España y en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas Sociedades para la efectividad de la operación proyectada se obtendrán sin ningún efecto adverso para Antena 3 y La Sexta o para los beneficios esperados de la operación que afecten de forma significativa a nuestro análisis.

Finalmente, debemos mencionar que nuestro trabajo es de naturaleza independiente y, por tanto, no supone ninguna recomendación a la Dirección de las Sociedades, a los accionistas de las mismas o a terceros en relación con la posición que deberían tomar en relación con la operación u otras transacciones de acciones de las Sociedades. Nuestro trabajo no tiene por objeto analizar la conveniencia de las estrategias de negocio actuales o pasadas de las Sociedades ni las razones de la fusión en relación con otras estrategias de negocio o transacciones por las que hubieran podido optar las Sociedades.

### **3.2. Aspectos relevantes a considerar en nuestra intervención de Experto Independiente**

Las estimaciones de valor están basadas en métodos de valoración comúnmente aceptados en la profesión. Aunque hemos realizado la valoración de manera razonable, sobre la base de la información disponible, debemos indicar que las valoraciones de negocios no cotizados en mercados organizados no son una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis, que contienen cierto grado de subjetividad. En estas circunstancias, no podemos asegurar que terceras partes vayan a estar necesariamente de acuerdo con nuestras conclusiones.

Consideramos conveniente destacar que los estados financieros proyectados, la determinación de los criterios y premisas sobre los que están basados, así como el detalle de la información pertinente que pudiera afectar a la ejecución de los mismos, son responsabilidad de Antena 3 y de La Sexta. En este sentido, como parte integrante de los procedimientos habituales en este tipo de proyectos, hemos solicitado una "Carta de Manifestaciones" en la que representantes de Antena 3 nos confirman por escrito la información (histórica y proyectada) que hemos recibido para la realización de nuestro trabajo, así como otros asuntos que, en su caso, no apareciesen de forma explícita en dicha información.

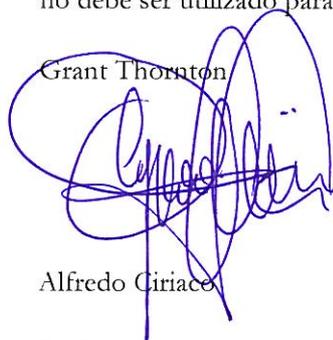
Una parte sustancial de nuestro trabajo y, por lo tanto, de los resultados del mismo, se ha basado en las proyecciones financieras del negocio de La Sexta y Antena 3 preparadas de acuerdo con unas hipótesis facilitadas por la Dirección de Antena 3 que recogen su estimación más fundamentada acerca del desarrollo de determinados acontecimientos futuros, basándose en las presentes circunstancias y su esperada evolución. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido, y podrían ocurrir acontecimientos no previstos. Por lo tanto, los resultados estimados de los negocios para el periodo de proyección podrían no resultar en el futuro tal y como se han definido, afectando, por tanto, a nuestras conclusiones.

#### **4. Conclusión**

En nuestro juicio profesional, teniendo en cuenta los aspectos relevantes expuestos en el apartado anterior, los métodos seguidos para establecer el canje de las acciones son adecuados y el tipo de canje contenido en el proyecto de fusión está justificado. Asimismo, y de acuerdo al precio de cotización de Antena 3 utilizado en el proceso de valoración, el patrimonio aportado por la sociedad absorbida que se extingue es igual, por lo menos, al aumento de capital social que con motivo de la fusión llevará a cabo la sociedad absorbente.

Este Informe Especial ha sido preparado únicamente a efectos de lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, por lo que no debe ser utilizado para ninguna otra finalidad.

Grant Thornton



Alfredo Ciriaco

Socio

22 de febrero de 2012

**INFORME DE ADMINISTRADORES**  
DE  
**ANTENA 3 DE TELEVISIÓN, S.A.**  
SOBRE  
**EL PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN**

ENTRE

**ANTENA 3 DE TELEVISIÓN, S.A.**

(como sociedad absorbente)

Y

**GESTORA DE INVERSIONES AUDIOVISUALES LA SEXTA, S.A.**

(como sociedad absorbida)

Madrid, 22 de febrero de 2012

## ÍNDICE

<b>1.</b>	<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>4</b>
<b>2.</b>	<b>ASPECTOS JURÍDICOS DEL PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN.....</b>	<b>4</b>
<b>2.1</b>	<b>Estructura de la operación: Fusión por absorción.....</b>	<b>4</b>
<b>2.2</b>	<b>Análisis de los aspectos jurídicos del Proyecto Común de Fusión.....</b>	<b>5</b>
2.2.1	Identificación de las sociedades participantes en la Fusión.....	5
2.2.2	Tipo de canje de la Fusión.....	5
2.2.3	Métodos para atender la ecuación de canje.....	5
2.2.4	Procedimiento de canje de las acciones.....	6
2.2.5	Balances de fusión y valoración de los activos y pasivos que se transmiten...	6
2.2.6	Fechas de las cuentas utilizadas para establecer las condiciones de la Fusión.....	6
2.2.6	Prestaciones accesorias y derechos especiales.....	7
2.2.7	Ventajas atribuidas a los administradores y expertos independientes.....	7
2.2.8	Fecha a partir de la cual las acciones que sean entregadas en canje dan derecho a participar en las ganancias sociales de Antena 3.....	7
2.2.9	Fecha de efectos contables de la Fusión.....	7
2.2.10	Modificaciones estatutarias.....	8
2.2.11	Impacto en empleo, género y responsabilidad social corporativa.....	8
2.2.12	Otras menciones del Proyecto Común de Fusión.....	8
<b>2.3.</b>	<b>Desarrollo del procedimiento legal de la Fusión.....</b>	<b>9</b>
2.3.1	Aprobación y firma del Proyecto Común de Fusión.....	9
2.3.2	Informe del experto independiente sobre el Proyecto Común de Fusión.....	10
2.3.3	Informe de administradores sobre el Proyecto Común de Fusión.....	10
2.3.4	Convocatoria de las juntas generales ordinarias de accionistas de Antena 3 y La Sexta.....	10
2.3.5	Información sobre la Fusión.....	11
2.3.6	Acuerdos de fusión y publicación de anuncios.....	11

2.3.6	Otorgamiento e inscripción de la escritura de fusión.....	12
2.3.7	Realización del canje y admisión a negociación.....	12
3	<b>ASPECTOS ECONÓMICOS DEL PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN...</b>	13
3.1	Justificación estratégica de la Fusión.....	13
3.2	Balances de fusión.....	14
3.3	Valoración de los activos y pasivos de La Sexta objetos de transmisión.....	14
3.4	Justificación del tipo de canje.....	15
4	<b>IMPLICACIONES DE LA FUSIÓN PARA LOS ACCIONISTAS, LOS ACREEDORES Y LOS TRABAJADORES, ASÍ COMO SU EVENTUAL IMPACTO DE GÉNERO EN LOS ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN Y LA INCIDENCIA, EN SU CASO, EN LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LA EMPRESA.....</b>	18
4.1	Implicaciones para los accionistas.....	18
4.2	Implicaciones para los acreedores.....	19
4.3	Implicaciones para los trabajadores.....	19
4.4	Eventual impacto de género en los órganos de administración.....	19
4.5	Incidencia de la Fusión en la responsabilidad social de la empresa.....	19
5	<b>AUMENTO DE CAPITAL EN ANTENA 3.....</b>	20
5.1	Fundamento del informe.....	20
5.2	Propuesto de acuerdo y justificación.....	20
5.3	Propuesta de modificación estatutaria.....	21
6	<b>CONCLUSIONES.....</b>	22

## 1. INTRODUCCIÓN

Con fecha 25 de enero de 2012, los consejos de administración de ANTENA 3 DE TELEVISIÓN, S.A. ("**Antena 3**" o la "**Sociedad**") y de GESTORA DE INVERSIONES AUDIOVISUALES LA SEXTA, S.A. ("**La Sexta**") suscribieron un proyecto común de fusión (el "**Proyecto Común de Fusión**") relativo a la fusión por absorción de La Sexta por parte de Antena 3 (la "**Fusión**").

El Proyecto Común de Fusión, a su vez, recogió los términos esenciales que fueron acordados en el Acuerdo de Integración suscrito el día 14 de diciembre de 2011 entre, de un lado, Antena 3 y, de otro, La Sexta y sus accionistas, según fue comunicado por la Sociedad a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "**CNMV**") ese mismo día mediante el oportuno hecho relevante.

En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 32 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en lo sucesivo, la "**Ley de Modificaciones Estructurales**"), el Proyecto Común de Fusión fue objeto de depósito en el Registro Mercantil de Madrid el día 7 de febrero de 2012, siendo publicado este hecho en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME), número 34 (pág 8966), de fecha 17 de febrero de 2012.

Los miembros del consejo de administración de Antena 3, en cumplimiento de lo establecido en el artículo 33 de la Ley de Modificaciones Estructurales, elaboran y suscriben el presente informe al objeto de explicar y justificar detalladamente el Proyecto Común de Fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje de las acciones y a las especiales dificultades de valoración que pudieran existir, así como las implicaciones de la Fusión para los accionistas, los acreedores y los trabajadores (el "**Informe**").

## 2. ASPECTOS JURÍDICOS DEL PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN

### 2.1 Estructura de la operación: Fusión por absorción

La estructura jurídica elegida para llevar a cabo la integración de los negocios de Antena 3 y La Sexta es la fusión, en los términos previstos en los artículos 22 y siguientes de la Ley de Modificaciones Estructurales. En particular, la Fusión se llevará a cabo mediante la absorción de La Sexta (sociedad absorbida) por Antena 3 (sociedad absorbente), con extinción de la primera y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la segunda, que adquirirá, por sucesión universal, la totalidad de los derechos y obligaciones de La Sexta.

Al objeto de permitir que los accionistas de La Sexta reciban el número de acciones de Antena 3 que resulta de la relación de canje y en proporción a sus respectivas participaciones en el accionariado de La Sexta, Antena 3 aumentará su capital social mediante la creación de acciones de nueva emisión y entregará también acciones pertenecientes a su autocartera, tal y como se señala en el apartado 5 del Proyecto Común de Fusión y en el apartado 2.2.3 del presente Informe. Las implicaciones de la Fusión para los accionistas y acreedores de Antena 3 y La Sexta se examinan en detalle en el apartado 4 del presente Informe.

## **2.2 Análisis de los aspectos jurídicos del Proyecto Común de Fusión**

El Proyecto Común de Fusión se ha elaborado con arreglo a lo dispuesto en los artículos 30 y 31 de la Ley de Modificaciones Estructurales y, por tanto, analiza y contiene las menciones legalmente exigibles. Asimismo, el Proyecto Común de Fusión analiza otros aspectos que los consejos de administración de Antena 3 y La Sexta consideraron oportuno incluir.

A continuación, se analizan de forma detallada los aspectos jurídicos del Proyecto Común de Fusión.

### **2.2.1 Identificación de las sociedades participantes en la Fusión**

El apartado 2 del Proyecto Común de Fusión, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 31.1ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, identifica a las sociedades participantes en la Fusión mediante la indicación de las denominaciones, los tipos sociales y los domicilios tanto de la sociedad absorbida (La Sexta) como de la sociedad absorbente (Antena 3).

Asimismo, se recogen los datos identificadores de la inscripción de Antena 3 y La Sexta en el Registro Mercantil de Madrid, así como sus correspondientes números de identificación fiscal.

### **2.2.2 Tipo de canje de la Fusión**

El apartado 3 del Proyecto Común de Fusión, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 31.2ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, indica el tipo de canje de la Fusión. La justificación económica de este tipo de canje se incluye en el apartado 3.4 del presente Informe.

De la misma forma, el tipo de canje ha sido sometido a verificación por parte de Grant Thornton SLP, en su condición de experto independiente designado por el Registro Mercantil de Madrid, de conformidad con lo previsto en el artículo 34 de la Ley de Modificaciones Estructurales, que ha concluido en su informe que el tipo de canje está justificado y que, de acuerdo al precio de cotización de Antena 3 utilizado en el proceso de valoración, el patrimonio aportado por la sociedad absorbida que se extingue (La Sexta) es igual, por lo menos, al aumento de capital social que con motivo de la Fusión llevará a cabo la sociedad absorbente (Antena 3).

Debe destacarse además que, como acuerdo independiente aunque vinculado a la Fusión, Antena 3 y La Sexta han acordado también atribuir a los accionistas de esta última una participación adicional de hasta 15.818.704 acciones de Antena 3 representativas del 7% de su capital, aunque condicionada al cumplimiento en cualquiera de los ejercicios de 2012, 2013, 2014, 2015 y 2016 de unos objetivos relacionados con los resultados del Grupo Antena 3. La entrega total o parcial de esta participación adicional, en caso de cumplirse los objetivos previstos, se realizaría íntegramente mediante acciones pertenecientes a la autocartera de Antena 3 y no supondría, pues, ninguna emisión de acciones adicional.

### **2.2.3 Métodos para atender la ecuación de canje**

El apartado 5 del Proyecto Común de Fusión prevé que Antena 3 atenderá el canje de las acciones de La Sexta tanto con acciones mantenidas en autocartera como con acciones de nueva emisión, que incluyen tanto acciones ordinarias como acciones de una nueva clase.

En concreto, Antena 3 entregará a los accionistas de La Sexta 1.181.296 acciones pertenecientes a su autocartera (en adelante, "**Acciones A**"). Asimismo, se someterá a la aprobación de la junta general la adopción de un acuerdo de ampliación de capital en virtud del cual se emitirán 13.438.704 acciones ordinarias con los mismos derechos y de la misma clase que las actualmente existentes (en adelante, "**Acciones B**") y otras 1.181.296 acciones de una nueva clase (en lo sucesivo, "**Acciones C**"), cuya principal especialidad radica en una limitación temporal del derecho a recibir dividendos durante 24 meses desde la efectividad de la Fusión. El apartado 5 del Proyecto Común de Fusión y el apartado 2.2.9 del presente Informe describen los derechos económicos que gozarán los titulares de dichas acciones.

Asimismo, el apartado 5 del presente Informe describe y analiza con detalle la propuesta de ampliación de capital.

#### 2.2.4 Procedimiento de canje de las acciones

El apartado 6 del Proyecto Común de Fusión, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 31.2ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, describe el procedimiento de canje de las acciones, que sólo podrá tener lugar una vez que la escritura de fusión haya quedado inscrita en el Registro Mercantil de Madrid. En concreto, las acciones de Antena 3 que corresponden a los accionistas de La Sexta serán entregadas a éstos e inscritas en los correspondientes registros contables. A efectos informativos, el apartado 5 del Proyecto Común de Fusión señala las acciones que recibirán cada uno de los accionistas de la Sexta con motivo del procedimiento de canje.

#### 2.2.5 Balances de Fusión y valoración de los activos y pasivos que se transmiten

El apartado 4.1 del Proyecto Común de Fusión especifica, a los efectos del artículo 36.1 de la Ley de Modificaciones Estructurales, que se considerarán como balances de fusión los cerrados por Antena 3 y La Sexta, respectivamente, a 31 de diciembre de 2011. Asimismo, dicho apartado señala que a la fecha de emisión del Proyecto Común de Fusión no se había producido ninguna de las circunstancias previstas en el artículo 36.2 de la Ley de Modificaciones Estructurales que obligase a modificar las valoraciones contenidas en los referidos balances de Antena 3 y La Sexta de cara a la Fusión.

El apartado 4.3 del Proyecto Común de Fusión, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 31.9ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, incluye la valoración individual del activo y pasivo del patrimonio de La Sexta. En este sentido, el apartado 3.3 del presente Informe incluye dicha valoración y describe los criterios contables que se han utilizado para llevar a cabo la misma.

#### 2.2.6 Fechas de las cuentas de Antena 3 y La Sexta utilizadas para establecer las condiciones de la Fusión

El apartado 4.2 del Proyecto Común de Fusión, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 31.10ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, hace constar que las condiciones en las que se realiza la Fusión se han determinado tomando en consideración las cuentas anuales de Antena 3 y La Sexta correspondientes al ejercicio cerrado el día 31 de diciembre de 2011, siendo el ejercicio social de las sociedades que se fusionan coincidente con el año natural.

#### 2.2.7 Prestaciones accesorias y derechos especiales

El apartado 9 del Proyecto Común de Fusión, en cumplimiento de lo dispuesto en los artículos 31.3ª y 31.4ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, hace constar que no existen en La Sexta prestaciones accesorias, acciones especiales ni derechos especiales distintos de las acciones que pudieran verse afectados como consecuencia de la extinción de aquélla por causa de la Fusión.

A su vez, se indica que las acciones de Antena 3 que se entreguen a los accionistas de La Sexta en virtud de la Fusión no otorgarán a sus titulares derecho especial alguno.

#### 2.2.8 Ventajas atribuidas a los administradores y expertos independientes

El apartado 10 del Proyecto en Común de Fusión, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 31.5ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, indica que no se atribuirá ninguna clase de ventajas a los miembros del consejo de administración de ninguna de la entidades participantes en la Fusión, ni a favor del experto independiente que intervenga en el proceso de fusión.

#### 2.2.9 Fecha a partir de la cual las acciones que sean entregadas en canje dan derecho a participar en las ganancias sociales de Antena 3

El apartado 7 del Proyecto Común de Fusión, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 31.6ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, establece que las acciones de Antena 3 que sean entregadas para atender el canje –ya sean acciones procedentes de la autocartera o emitidas por Antena 3 en el contexto del aumento de capital que, en su caso, se apruebe de acuerdo con lo dispuesto en el apartado 5 del Proyecto Común de Fusión– darán derecho a sus titulares, desde la fecha en que sean emitidas o entregadas, a participar en las ganancias sociales de Antena 3 en los siguientes términos:

- (a) Las Acciones A y las Acciones B darán derecho a sus titulares a participar en las ganancias sociales de Antena 3 generadas a partir de la fecha en que se haya inscrito la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan; y
- (b) Las Acciones C darán derecho a sus titulares a participar en las ganancias sociales de Antena 3 generadas a partir de los 24 meses siguientes a la fecha en que se haya inscrito la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

#### 2.2.10 Fecha de efectos contables de la Fusión

El apartado 8 del Proyecto Común de Fusión, en cumplimiento de lo previsto con el artículo 31.7ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, señala cuál será la fecha de

efectos contables de la Fusión de conformidad con la normativa contable aplicable. A estos efectos, dicha fecha dependerá del momento en que todas las autorizaciones administrativas que resulten preceptivas para la ejecución de la Fusión sean obtenidas y, en su caso, de que dichas autorizaciones se concedan o no con sujeción al cumplimiento de condiciones y de que éstas sean aceptadas por Antena 3 o por los accionistas de La Sexta, cuando les afecten.

#### 2.2.11 Modificaciones estatutarias

El apartado 12 del Proyecto Común de Fusión, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 31.8ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, hace constar expresamente que Antena 3, en su condición de sociedad absorbente, continuará regida por sus Estatutos sociales, según éstos están vigentes a día de hoy (una copia de los cuales se adjuntó al Proyecto Común de Fusión).

Debe destacarse en todo caso que Antena 3 tiene previsto someter a la aprobación de la junta general ordinaria de accionistas una extensa reforma de sus Estatutos sociales, con el fin de adaptarlos esencialmente a los recientes cambios normativos en el ámbito de las sociedades de capital y en materia de gobierno corporativo, que es ajena como tal a la Fusión.

Asimismo, el apartado 12 del Proyecto Común de Fusión hace constar que las únicas modificaciones que se derivarán directamente de la Fusión son las relativas al artículo 5 de los Estatutos sociales de Antena 3, relativo al capital social, que se verá modificado en el importe correspondiente a las acciones de nueva emisión que se crearán, y al artículo 8 (derechos del socio). A estos efectos, el apartado 5 del presente Informe incluye las propuestas de nueva redacción de dichos artículos que se presentarán a la junta general de Antena 3 para su aprobación.

#### 2.2.12 Impacto en empleo, género y responsabilidad social corporativa

El apartado 13 del Proyecto Común de Fusión, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 31.11ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, recoge las posibles consecuencias de la Fusión sobre el empleo, así como su eventual impacto de género en los órganos de administración y la incidencia, en su caso, en la responsabilidad social de la empresa.

En el apartado 4 de este Informe se analizan las implicaciones de la Fusión para los accionistas, los acreedores y los trabajadores de las sociedades participantes, así como su eventual impacto de género en los órganos de administración y la incidencia, en su caso, en la responsabilidad social de la empresa.

#### 2.2.13 Otras menciones del Proyecto Común de Fusión

Además de las menciones mínimas exigidas por la ley, los consejos de administración de Antena 3 y La Sexta consideraron oportuno incluir las siguientes cuestiones en el Proyecto Común de Fusión:

##### (a) Régimen fiscal

El apartado 11 del Proyecto Común de Fusión indica que la Fusión se acoge al régimen tributario establecido en el Capítulo VIII del Título VII del Texto

Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, concurriendo en la misma los motivos económicos válidos exigidos para la aplicación de dicho régimen especial en cumplimiento del artículo 96.2 de dicha Ley.

(b) Nombramiento de experto independiente

De conformidad con lo señalado en el apartado 14 del Proyecto Común de Fusión, los consejos de administración de Antena 3 y La Sexta solicitaron con fecha 31 de enero de 2012 al Registro Mercantil de Madrid la designación de un mismo experto independiente para la elaboración de un único informe sobre el Proyecto Común de Fusión y sobre el patrimonio aportado por La Sexta a Antena 3 como consecuencia de la Fusión.

En este sentido, el Registro Mercantil de Madrid designó a Grant Thornton SLP como experto independiente el 8 de febrero de 2012, que aceptó dicha designación en esa misma fecha.

(c) Autorizaciones administrativas

El apartado 15 del Proyecto Común de Fusión hace constar que la efectividad de la Fusión y, por tanto, su inscripción registral, queda sujeta a la obtención de determinadas autorizaciones. En particular, la efectividad de la Fusión quedará supeditada a la obtención de la autorización por parte de las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia y la autorización para la transmisión de la licencia de comunicación audiovisual titularidad de La Sexta y de la concesión para el uso privativo del dominio público radioeléctrico aparejada a la misma.

Esta última autorización fue concedida mediante Acuerdo del Consejo de Ministros de 16 de diciembre de 2011, aunque con la condición de que la transmisión de la licencia se formalice en el plazo máximo de tres meses desde dicha fecha, por lo que en su caso será necesario solicitar la prórroga de la autorización.

## **2.3 Desarrollo del procedimiento legal de la Fusión**

Para una mejor comprensión del desarrollo del proceso de Fusión, resulta conveniente identificar y exponer sucintamente sus principales hitos en orden cronológico.

### **2.3.1 Aprobación y firma del Proyecto Común de Fusión**

La Ley de Modificaciones Estructurales establece, como punto de partida obligatorio del proceso de fusión, la elaboración, por parte de los administradores de las sociedades intervinientes, de un proyecto común de fusión (artículos 30 y siguientes).

El Proyecto Común de Fusión sobre el que versa este Informe fue suscrito por los consejos de administración de Antena 3 y La Sexta el día 25 de enero de 2012. La aprobación del Proyecto Común de Fusión fue comunicada por la Sociedad al mercado y a la CNMV el día siguiente mediante el oportuno hecho relevante.

Un ejemplar original del Proyecto Común de Fusión quedó depositado en el Registro Mercantil de Madrid el pasado día 7 de febrero de 2012 habiendo sido publicado este hecho en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME), número 34 (pág 8966) con fecha 17 de febrero de 2012.

### 2.3.2 Informe del experto independiente sobre el Proyecto Común de Fusión

Tal y como se señala en el apartado 2.2.13 (b), Antena 3 y La Sexta solicitaron la designación de un mismo experto independiente para que emitiese un único informe sobre el Proyecto Común de Fusión y, en este sentido, el Registro Mercantil de Madrid designó a Grant Thornton SLP como tal el 8 de febrero de 2012.

Grant Thornton SLP ha emitido su informe el día 22 de febrero de 2012, concluyendo que el tipo de canje está justificado y que, de acuerdo al precio de cotización de Antena 3 utilizado en el proceso de valoración, el patrimonio aportado por la sociedad absorbida que se extingue (La Sexta) es igual, por lo menos, al aumento de capital social que con motivo de la Fusión llevará a cabo la sociedad absorbente (Antena 3).

### 2.3.3 Informe de administradores sobre el Proyecto Común de Fusión

Tal y como dispone el artículo 33 de la Ley de Modificaciones Estructurales, el consejo de administración de Antena 3 ha redactado el presente Informe, en el cual se explica y justifica detalladamente el Proyecto Común de Fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje de las acciones, así como las implicaciones de la Fusión para los accionistas, los acreedores y los trabajadores de Antena 3.

### 2.3.4 Convocatoria de las juntas generales ordinarias de accionistas de Antena 3 y La Sexta

El consejo de administración de Antena 3 ha acordado asimismo en el día de hoy convocar la junta general ordinaria de accionistas para su celebración en San Sebastián de los Reyes (Madrid) el 25 de abril de 2012, en primera convocatoria o, de no alcanzarse el quórum necesario, en segunda convocatoria, el día siguiente, 26 de abril de 2012.

Por su parte, se prevé que La Sexta celebre una junta general extraordinaria de accionistas con carácter universal para resolver sobre la Fusión, con carácter simultáneo a la celebración de la junta general de accionistas de Antena 3.

Los siguientes acuerdos relativos a la Fusión se incluyen en el orden del día de la convocatoria de la junta general ordinaria de accionistas de Antena 3:

Punto Tercero: aprobación de la fusión por absorción entre Antena 3, como sociedad absorbente, y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A. ("La Sexta") como sociedad absorbida, de acuerdo con los términos del proyecto común de fusión depositado en el Registro Mercantil de Madrid el 7 de febrero de 2012. Aprobación como balance de fusión del balance cerrado a 31 de diciembre de 2011.

Punto Cuarto: nombramiento de dos nuevos consejeros dominicales de la Sociedad, condicionado suspensivamente a la efectiva ejecución de la fusión

### 2.3.5 Información sobre la Fusión

De acuerdo con lo establecido en el artículo 39 de la Ley de Modificaciones Estructurales, desde la publicación de la convocatoria de la junta general ordinaria de accionistas de Antena 3 se pondrán a disposición de sus accionistas, así como de los representantes de sus trabajadores, para su examen en el domicilio social, los siguientes documentos relativos a la Fusión:

- (a) El Proyecto Común de Fusión.
- (b) Los informes de los consejos de administración de Antena y La Sexta sobre el Proyecto Común de Fusión.
- (c) El informe emitido por Grant Thornton, S.L.P., en su condición de experto independiente único designado por el Registro Mercantil de Madrid, sobre el Proyecto Común de Fusión.
- (d) Las cuentas anuales y los informes de gestión individuales y consolidadas de Antena 3 y La Sexta correspondientes a los ejercicios cerrados el 31 de diciembre de 2009, 2010 y 2011, junto con sus correspondientes informes de auditoría.
- (e) Los balances de fusión de Antena 3 y La Sexta, que se corresponden con los últimos balances anuales individuales auditados de cada sociedad y cerrados, respectivamente, a 31 de diciembre de 2011, junto con los correspondientes informes de auditoría. Dichos balances anuales se encuentran incluidos en las cuentas anuales individuales auditadas de Antena 3 y La Sexta.
- (f) Los estatutos sociales vigentes de Antena 3 y La Sexta.
- (g) El texto íntegro de los estatutos sociales de la sociedad absorbente que serán de aplicación una vez se ejecute la fusión.
- (h) La identidad de los administradores de las sociedades participantes así como la fecha desde la que desempeñan sus cargos.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 39 de la Ley de Modificaciones Estructurales, los accionistas y los representantes de los trabajadores de Antena 3 y La Sexta están facultados para pedir la entrega o el envío gratuito de copia de todos estos documentos por cualquier medio admitido en derecho. Igualmente, el consejo de administración de Antena 3 comunicará a la junta general las modificaciones importantes del activo o del pasivo que puedan producirse entre la fecha de redacción del Proyecto Común de Fusión y la de la reunión de la junta general que haya de aprobar la Fusión.

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 518 de la Ley de Sociedades de Capital, las propuestas de acuerdos, junto con su justificación y los informes que sean preceptivos o cuya puesta a disposición acuerde el consejo de administración, podrán consultarse también, desde la fecha de publicación del anuncio de convocatoria, en la página web corporativa de Antena 3 <http://www.grupoantena3.com>.

### 2.3.6 Acuerdos de Fusión y publicación de anuncios

Tal como dispone el artículo 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales, la Fusión deberá ser acordada por las juntas generales de accionistas de Antena 3 y La Sexta, ajustándose estrictamente al Proyecto Común de Fusión.

Una vez que, en su caso, se adopte el acuerdo de fusión por absorción de Antena 3 y La Sexta, éste será publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME) y en un diario de gran circulación en la provincia de Madrid, tal y como exige el artículo 43 de la Ley de Modificaciones Estructurales. En estos anuncios se hará constar: (i) el derecho que asiste a los accionistas y acreedores de Antena 3 y La Sexta a obtener el texto íntegro del acuerdo adoptado y del balance de la Fusión, así como (ii) el derecho de oposición que corresponde a los acreedores.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 44 de la Ley de Modificaciones Estructurales, con la publicación del último de los anuncios se abrirá el preceptivo plazo de un (1) mes para que puedan oponerse a la Fusión los acreedores de Antena 3 y La Sexta cuyos créditos hubieran nacido antes de la publicación del Proyecto Común de Fusión y no hubieran vencido en ese momento, hasta que se les garanticen tales créditos. No gozarán de derecho de oposición los acreedores cuyos créditos se encuentren ya suficientemente garantizados.

En los casos en que los acreedores tengan derecho a oponerse a la Fusión, ésta no podrá llevarse a efecto hasta que Antena 3 o La Sexta (según corresponda) presente garantía a satisfacción del acreedor o, en otro caso, hasta que notifique a dicho acreedor la prestación de fianza solidaria a favor de Antena 3 o La Sexta (según corresponda) por una entidad de crédito debidamente habilitada para prestarla, por la cuantía del crédito de que fuera titular el acreedor, y hasta tanto no prescriba la acción para exigir su cumplimiento.

### 2.3.7 Otorgamiento e inscripción de la escritura de fusión

Se procederá a otorgar la correspondiente escritura de fusión por absorción de La Sexta por parte de Antena 3 una vez:

- (a) adoptados los correspondientes acuerdos de fusión;
- (b) publicados los anuncios;
- (c) transcurrido el plazo legal sin que ningún acreedor hubiera ejercitado su derecho de oposición o, en su caso, habiéndose satisfecho o garantizado debidamente los créditos de aquéllos que sí lo hubiesen ejercitado; y
- (d) se hayan obtenido las autorizaciones señaladas en el apartado 15 del Proyecto Común de Fusión y en el apartado 2.2.13 del presente Informe y, en caso de que las mismas estén sujetas a condiciones, Antena 3 o, en caso de afectarles, los accionistas de La Sexta, hayan decidido aceptarlas y ejecutar la Fusión.

La escritura de fusión será presentada para su inscripción en el Registro Mercantil de Madrid, lo que supondrá la cancelación de los asientos registrales en dicho Registro correspondientes a La Sexta.

### 2.3.8 Realización del canje y admisión a negociación

Una vez inscrita la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid se procederá al canje de las acciones de La Sexta por acciones de Antena 3, en los términos establecidos en el Proyecto Común de Fusión y en el apartado 2.2.4 del presente Informe.

Inmediatamente después, se solicitará a la CNMV, los organismos rectores de los mercados e Iberclear la admisión a negociación de las Acciones B de nueva emisión. Respecto a las Acciones C, está previsto que la solicitud de admisión a negociación de las mismas se realice una vez transcurridos 24 meses desde la fecha en que la Fusión resulte, en su caso, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, momento en que pasarán a tener los mismos derechos que las restantes acciones ordinarias de la Sociedad. La llevanza del registro contable de las Acciones C podrá ser confiada a Iberclear o, en su caso, y hasta que se verifique su admisión a cotización, a cualquier otra entidad o empresa autorizada.

### **3. ASPECTOS ECONÓMICOS DEL PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN**

#### **3.1 Justificación estratégica de la Fusión**

Los consejos de administración de Antena 3 y La Sexta consideran que la integración de sus respectivos negocios mediante la Fusión encuentra fundamento en las siguientes razones justificativas:

- (a) En el actual entorno macroeconómico y de competitividad, el hecho de que las actividades económicas y negocios de las sociedades que participan en la Fusión estén dirigidas al mismo mercado equivale a una clara oportunidad de aglutinar las capacidades y posicionamiento en el mercado de Antena 3 y de La Sexta. De esta manera, se espera que la gestión conjunta de los negocios y la unificación de las actividades de Antena 3 y La Sexta genere importantes sinergias tanto en costes como en oportunidades de negocio.
- (b) Una estrategia de programación unificada para todos los canales traerá consigo de manera inequívoca una mejora de la distribución de los contenidos a la hora de su distribución, enfocándolos y empaquetándolos a los públicos objetivo de manera que se maximice el retorno en audiencia y que sean lo más eficientes posible desde el punto de vista comercial.
- (c) Mejoras significativas en la eficiencia en procesos productivos: planificación y estrategia de la programación, producción de contenidos de actualidad e informativos, adquisición de programas y contenidos a terceros, continuidad, emisión, documentación, etc. En cada proceso serán adoptadas las mejores prácticas y procedimientos de entre Antena 3 y La Sexta.
- (d) Al tener dentro de su objeto social el mismo negocio, ambas sociedades podrán unificar las estructuras corporativas con relativa facilidad, produciendo una gestión más eficaz desde el punto de vista financiero, administrativo, comercial y operativo.
- (e) La Fusión permitirá a Antena 3 y La Sexta presentar al consumidor audiovisual una parrilla de programas más completa y variada y una difusión

maximizada de sus contenidos, al contar con más posibilidades de emisión a través de un mayor número de canales.

- (f) La Fusión mejorará la oferta de espacios publicitarios de Antena 3 y La Sexta, al incrementar su cobertura, no solo en términos cuantitativos (mayor audiencia), sino también cualitativos. Ello permitirá a Antena 3 y La Sexta ampliar el espectro de oferta a los anunciantes y crear un producto altamente adecuado para satisfacer las necesidades de los clientes en este sector, al poder abarcar el anunciante un rango más amplio de público objetivo negociando únicamente con un solo operador, lo que necesariamente mejora el impacto y abarata los costes de gestión de las campañas publicitarias. De este modo, los clientes de Antena 3 y La Sexta dispondrán de un mejor producto, con más cobertura, y podrán cumplir sus objetivos de audiencia de manera más eficaz y con menores costes de gestión.
- (g) La Fusión permitirá la creación de valor para los accionistas, debido a los impactos que tendrá en la racionalización de costes y la mejora de la eficiencia comercial.

En suma, resulta plenamente razonable que en Antena 3, como sociedad absorbente en la Fusión, queden integradas todas las actividades y procesos del negocio de televisión desarrolladas por el grupo.

De esta forma, tras la operación de fusión se creará un líder en el negocio de televisión en abierto en España, con una cuota de mercado publicitaria en el entorno del 42% y una cuota de audiencia conjunta de aproximadamente el 25%, sobre una sólida y atractiva oferta de hasta ocho canales de televisión.

### **3.2 Balances de fusión**

El apartado 4.1 del Proyecto Común de Fusión especifica que se considerarán como balances de fusión, a los efectos del artículo 36.1 de la Ley de Modificaciones Estructurales, los cerrados por Antena 3 y La Sexta, respectivamente, a 31 de diciembre de 2011.

Dichos balances, que se encuentran incluidos en las cuentas anuales individuales auditadas de Antena 3 y La Sexta, han sido formulados por los respectivos consejos de administración los días 22 de febrero de 2012 (en el caso de Antena 3) y 6 de febrero de 2012 (en el caso de La Sexta), debidamente verificados por los auditores de cuentas de ambas sociedades (esto es, Deloitte, S.L., en el caso de Antena 3, y PricewaterhouseCoopers, S.L., en el caso de La Sexta) y serán sometidos a la aprobación de las juntas generales ordinarias de accionistas de ambas sociedades que aprueben la Fusión.

### **3.3 Valoración de los activos y pasivos de La Sexta objeto de transmisión**

El apartado 4.3 del Proyecto Común de Fusión indica que los activos y pasivos transmitidos por La Sexta a Antena 3 se registrarán en la contabilidad de Antena 3 por su valor razonable, de acuerdo con las reglas contenidas en el Plan General de Contabilidad, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre (en lo sucesivo, "PGC"), en la redacción dada al mismo por el Real Decreto 1159/2010, de

17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas y se modifica el PGC.

De conformidad con lo previsto en el apartado 4.3 del Proyecto Común de Fusión, a 31 de diciembre de 2011, las principales categorías individuales de activo y pasivo de La Sexta, eran las siguientes:

- (a) Activos a transmitir:
  - Activo no corriente: 171.222.513,76 euros
  - Activo corriente: 106.645.375,69 euros
- (b) Pasivos a asumir:
  - Pasivo no corriente: 12.985.816,47 euros
  - Pasivo corriente: 220.705.839,84 euros
- (c) Valor neto patrimonial a transmitir: 44.176.233,14 euros

No obstante lo anterior, a fecha de la emisión del presente Informe, los valores correspondientes a las partidas del balance de situación señaladas con anterioridad han sido ajustadas como consecuencia del proceso de auditoría de las cuentas anuales de La Sexta, sin tener ningún tipo de impacto en el tipo de canje de la Fusión. De conformidad con dichos ajustes, a 31 de diciembre de 2011, las principales categorías individuales de activo y pasivo de La Sexta, son las siguientes:

- (a) Activos a transmitir:
  - Activo no corriente: 168.986.239 euros
  - Activo corriente: 106.645.376 euros
- (b) Pasivos a asumir:
  - Pasivo no corriente: 5.531.566 euros
  - Pasivo corriente: 219.930.521 euros
- (c) Valor neto patrimonial a transmitir: 50.169.528 euros

De acuerdo con el PGC, el coste de una combinación de negocios para la empresa adquirente vendrá determinado por la suma de:

- (a) Los valores razonables, en la fecha de adquisición, de los activos entregados, los pasivos incurridos o asumidos y los instrumentos de patrimonio emitidos por la adquirente. No obstante, cuando el valor razonable del negocio adquirido sea más fiable, se utilizará éste para estimar el valor razonable de la contrapartida entregada.

- (b) El valor razonable de cualquier contraprestación contingente que dependa de eventos futuros o del cumplimiento de ciertas condiciones, que deberá registrarse como un activo, un pasivo o como patrimonio neto de acuerdo con su naturaleza.

### 3.4 **Justificación del tipo de canje de las acciones**

Tal y como se indica en el apartado 3 del Proyecto Común de Fusión, el tipo de canje de la Fusión es de 0,527 acciones de Antena 3, de SETENTA Y CINCO CÉNTIMOS (0,75) DE EURO de valor nominal cada una, por cada acción de La Sexta, de DOS EUROS CON TRECE CÉNTIMOS (2,13) DE EURO de valor nominal cada una.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 25 de la Ley de Modificaciones Estructurales, el tipo de canje ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios de Antena 3 y La Sexta, tomando en consideración los métodos y criterios de valoración generalmente aceptados que los consejos de administración han considerado adecuados.

En este sentido, se han tomado en consideración los siguientes métodos generalmente aceptados de valoración para el cálculo del referido tipo de canje:

- (a) Descuento de flujos de caja (DFC)

El valor de acuerdo al método de descuentos de flujos de caja es estimado en función de la capacidad de generación de caja por parte de Antena 3 y La Sexta en el futuro. En este sentido, este método se ha basado en las siguientes estimaciones:

- Estimación de los flujos de caja libres futuros para un periodo proyectado de las sociedades;
- Estimación del valor presente de los flujos de caja libre proyectados aplicando una tasa de descuento (cuya estimación tiene en cuenta el valor de obtener los recursos, el riesgo implícito del negocio y el valor temporal del dinero);
- Estimación del valor residual del negocio de las sociedades estimando un crecimiento a perpetuidad al final del periodo de proyección así como una actualización del mismo para calcular el valor presente; y
- A partir de la estimación del valor presente de los flujos de caja proyectados y del valor residual, se estima el valor de los negocios. A este valor de los negocios ("Enterprise Value") se le debe ajustar por el valor estimado de la Deuda Financiera Neta en el momento de la valoración; siendo la diferencia entre ambos importes el Valor de los Fondos Propios aportados ("Equity Value").

- (b) Múltiplos de mercado

Otro de los métodos utilizados para valorar los patrimonios de Antena 3 y La Sexta ha consistido en el análisis de los valores de mercado de una selección de compañías cotizadas comparables (compañías con negocios similares a los de Antena 3 y La Sexta) en los principales mercados de valores.

Una vez identificadas y seleccionadas las compañías con negocios comparables a los de Antena 3 y La Sexta, se utilizan los principales múltiplos de cotización que se han tomado en consideración para la realización de este análisis:

- el Valor del Negocio sobre EBITDA;
- el Valor de Negocio sobre EBIT; y
- el Valor del Negocio sobre Ventas;

que se aplican sobre los resultados (Ventas, EBITDA y EBIT) de las sociedades a los efectos de calcular el valor de mercado.

(c) Transacciones precedentes

Se han tomado como referencia adicional las transacciones precedentes de características similares realizadas por compañías del mismo sector, tanto en España como a nivel mundial. En este sentido, se han obtenido los múltiplos de las transacciones comparables identificadas a nivel de dos variables principales: Valor del Negocio sobre Ventas y Valor del Negocio sobre EBITDA. A partir de estos múltiplos de transacciones precedentes comparables se obtiene el valor aplicando los mismos sobre las variables operativas de Antena 3 y La Sexta.

(d) Precio medio de cotización (sólo aplicable para el caso de Antena 3)

Se ha estimado el valor de Antena 3 en función del precio medio de cotización de la acción de Antena 3 en el mercado bursátil español, considerando varios escenarios:

- Cotización media durante los últimos 12 meses;
- Cotización media durante los últimos 6 meses;
- Cotización media a fecha de firma del acuerdo de integración entre el consejo de administración de Antena 3 y los accionistas de La Sexta (i.e. 14 de diciembre de 2011);
- Cotización media a fecha de la firma del Proyecto Común de Fusión; y
- Cotización media a fecha actual.

Para la utilización de los anteriores métodos de valoración, se han tomado en consideración, en primer lugar, los resultados históricos auditados de Antena 3 y La Sexta. A partir de estos resultados históricos, se han considerado como datos de partida los datos presupuestarios del ejercicio 2012 y, a partir de estos datos históricos y del presupuesto 2012, se han construido unas proyecciones financieras del negocio de Antena 3 y de La Sexta, en base a unas estimaciones de evolución de las principales hipótesis del negocio de ambas sociedades.

Adicionalmente a la valoración de los resultados económicos de cada sociedad, se han considerado otros conceptos que incrementan el valor de los negocios de Antena 3 y La Sexta:

- Se han evaluado las potenciales sinergias, de ingresos y costes, resultantes tras la fusión de ambas sociedades;
- Se ha evaluado el valor potencial que las licencias de televisión podría tener en función de los rendimientos que las mismas producen a sus titulares cuando éstas son cedidas a cambio de cánones de arrendamiento; y
- Se ha evaluado el valor de la marca y el posicionamiento de los canales de televisión de cada sociedad en términos de audiencia.

En definitiva, el consejo de administración de Antena 3 considera que el tipo de canje propuesto en el Proyecto Común de Fusión está suficientemente justificado y resulta equitativo para los accionistas de Antena 3, toda vez que ha sido calculado a partir de una contraprestación razonable desde un punto de vista financiero para dichos accionistas.

En este sentido, la visión del consejo de administración ha sido confirmada por los informes de "*fairness opinions*" emitidos por Morgan Stanley S.V. S.A.U. y Banco Santander, S.A., dirigidos al consejo de administración de Antena 3, en virtud de los cuales se señala que la contraprestación a entregar a los accionistas de La Sexta en el marco de la Fusión es razonable desde un punto de vista financiero para los accionistas de Antena 3.

A este respecto, igualmente Gran Thornton, experto independiente designado por el Registro Mercantil de Madrid, ha emitido un informe dirigido a los consejos de administración de Antena 3 y La Sexta, copia del cual se adjunta, en el que confirma que (i) el tipo de canje contenido en el Proyecto Común de Fusión está justificado y (ii) los métodos seguidos para establecer dicho canje de las acciones son adecuados.

#### **4. IMPLICACIONES DE LA FUSIÓN PARA LOS ACCIONISTAS, LOS ACREEDORES Y LOS TRABAJADORES, ASÍ COMO SU EVENTUAL IMPACTO DE GÉNERO EN LOS ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN Y LA INCIDENCIA, EN SU CASO, EN LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LA EMPRESA**

##### **4.1 Implicaciones para los accionistas**

Como consecuencia de la Fusión, los accionistas de La Sexta dejarán de ostentar dicha condición, incorporándose como accionistas de Antena 3. Todo ello se articulará mediante la atribución de acciones de Antena 3 a los accionistas de La Sexta en proporción a su respectiva participación en el capital de La Sexta, de acuerdo con el canje fijado, tal y como se señala en el apartado 2.2.2 del presente Informe. El canje se desarrollará en los términos expuestos en el apartado 2.2.4 anterior y, por tanto, no requiere de ninguna actuación especial por parte de los accionistas de La Sexta.

Desde la efectividad de la Fusión, La Sexta se extinguirá con la consiguiente integración de su patrimonio en Antena 3. Los estatutos por los que se regirá Antena 3 (y que, por tanto, regularán las relaciones entre los hasta entonces accionistas de La Sexta y la sociedad absorbente) serán aquéllos que están vigentes a día de hoy (una copia de los cuales se adjunta al Proyecto Común de Fusión), sin perjuicio de las modificaciones de los referidos estatutos que puedan resultar de los acuerdos cuya adopción propondrá el consejo de administración de Antena 3 a la junta general

ordinaria de accionistas, bajo el punto sexto de su orden del día, con el fin de adaptarlos a los recientes cambios normativos y de introducir otras mejoras desde la perspectiva del gobierno corporativo.

Por último, la Fusión implica para los accionistas de La Sexta la atribución de los derechos y deberes en igualdad de condiciones con los actuales accionistas de Antena 3 que les correspondan, legal y estatutariamente, por su condición de accionistas, sin perjuicio de la limitación temporal de los derechos económicos de las acciones de la nueva clase ("**Acciones C**") que les serán entregadas en el contexto de la Fusión.

#### **4.2. Implicaciones para los acreedores**

La Fusión implicará el traspaso a favor de Antena 3, a título universal y en un solo acto, de todos los bienes, derechos y obligaciones que conforman el patrimonio social de La Sexta. Las obligaciones que Antena 3 hubiera contraído con sus acreedores con anterioridad a la Fusión se mantendrán inalteradas. Las relaciones jurídicas de La Sexta, que engloban aquellas que haya contraído con sus acreedores, se mantendrán vigentes, aunque su titular pasará a ser Antena 3. Por consiguiente, Antena 3 pasará a ser parte deudora en las obligaciones que La Sexta hubiera contraído con sus acreedores.

Finalmente, debe recordarse que, a partir del momento en que se publique el anuncio del acuerdo de fusión, los acreedores de Antena 3 y de La Sexta cuyos créditos no estén vencidos y hubieran nacido antes de la fecha de publicación del Proyecto Común de Fusión podrán, durante el plazo de un (1) mes y hasta que se les garanticen tales créditos, ejercer su derecho de oposición a la Fusión, en los términos regulados en el artículo 44 de la Ley de Modificaciones Estructurales. No gozarán del derecho de oposición los acreedores cuyos créditos se encuentren ya suficientemente garantizados.

#### **4.3 Implicaciones para los trabajadores**

Tras la Fusión no está previsto que se produzcan consecuencias negativas sobre el empleo, dado que Antena 3, en su condición de sociedad absorbente, se hará cargo de la totalidad de medios humanos y materiales con que La Sexta cuenta en la actualidad. En consecuencia, y en virtud de lo dispuesto en el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores, regulador del supuesto de sucesión de empresa, Antena 3 se subrogará en los derechos y obligaciones laborales de los trabajadores de La Sexta.

A su vez, Antena 3 dará cumplimiento a sus obligaciones de información a la representación legal de sus trabajadores, conforme a lo dispuesto en la normativa laboral. Del mismo modo, la Fusión se notificará a los organismos públicos a los que resulte procedente y, en particular, a la Tesorería General de la Seguridad Social.

#### **4.4 Eventual impacto de género en los órganos de administración**

No está previsto que, con ocasión de la Fusión, se produzcan cambios en la estructura del órgano de administración de la sociedad absorbente desde el punto de vista de su distribución por géneros. De igual manera, la Fusión no modificará la política que ha venido gobernando esta materia en Antena 3.

Está previsto, en todo caso, que la junta general ordinaria de Antena 3 apruebe, dentro del punto 4º del orden del día, la designación de dos nuevos consejeros dominicales en representación de los actuales accionistas de La Sexta, designación que –al igual que los restantes acuerdos relacionados con la Fusión- se aprobará bajo la condición suspensiva de la ejecución y plena efectividad jurídica de la Fusión, una vez se obtengan las oportunas autorizaciones administrativas y de competencia.

#### **4.5 Incidencia de la Fusión en la responsabilidad social de la empresa**

No cabe esperar que la actual política de responsabilidad social corporativa de Antena 3 vaya a sufrir modificaciones de ningún tipo como consecuencia de la Fusión.

### **5. AUMENTO DE CAPITAL EN ANTENA 3**

#### **5.1 Fundamento del informe**

El presente Informe se emite también en cumplimiento de lo establecido en el artículo 286 de la Ley de Sociedades de Capital y, por tanto, al objeto de justificar el aumento de capital de la Sociedad y las consecuentes modificaciones estatutarias que se someterán a la junta general ordinaria de la Sociedad para su aprobación con motivo de la Fusión.

#### **5.2 Propuesta de acuerdo y justificación**

A los efectos de entregar a los accionistas de La Sexta las acciones señaladas en el apartado 2.2.2 y correlativos del presente Informe con motivo del canje derivado de la Fusión, se propondrá aumentar el capital social de la Sociedad en un importe nominal de DIEZ MILLONES NOVECIENTOS SESENTA Y CINCO MIL EUROS (10.965.000 euros), mediante la emisión de TRECE MILLONES CUATROCIENTAS TREINTA Y OCHO MIL SETECIENTAS CUATRO (13.438.704) acciones de SETENTA Y CINCO CÉNTIMOS DE EURO (0,75 euros) de valor nominal cada una, de la misma clase y serie que las actualmente en circulación, y la emisión de UN MILLÓN CIENTO OCHENTA Y UN MIL DOSCIENTAS NOVENTA Y SEIS (1.181.296) acciones de SETENTA Y CINCO CÉNTIMOS DE EURO (0,75 euros) de valor nominal cada una, de diferente clase y provistas de diferentes derechos que las actualmente existentes. En particular, tal y como se señala en el apartado 5 del Proyecto Común de Fusión, se emitirán las siguientes acciones:

- (a) Acciones B: se emitirán 13.438.704 acciones provistas de los mismos derechos y de la misma clase que las actualmente existentes. No obstante lo anterior, los titulares de estas acciones no tendrán derecho a recibir dividendos con cargo a beneficios generados por Antena 3 con anterioridad a la fecha en la que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan; y
- (b) Acciones C: se emitirán 1.181.296 acciones pertenecientes a una nueva clase cuyos derechos económicos se verán limitados, de forma que sus titulares no tendrán derecho a recibir dividendos con cargos a beneficios generados por Antena 3 (i) con anterioridad a la fecha en que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid y (ii) durante los 24 meses siguientes a la fecha en que la fusión resulte debidamente inscrita en el

Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 304.2 de la Ley de Sociedades de Capital, se hace constar que los actuales accionistas de Antena 3 no disfrutarán de ningún derecho de preferencia para la suscripción de las nuevas acciones que se emitan en relación con la absorción de La Sexta.

Se solicitará la admisión a cotización de las nuevas Acciones B en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao, así como su incorporación al Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo). No está previsto solicitar la admisión a cotización de las nuevas Acciones C hasta que no se conviertan en acciones ordinarias, una vez transcurridos 24 meses desde la fecha en que la Fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid y pierdan la limitación temporal de sus derechos económicos.

Las Acciones B y las Acciones C serán emitidas al valor equivalente a la cotización oficial de cierre de las acciones de Antena 3 en la fecha de efectividad del acuerdo de ampliación de capital, esto es, cuando se produzca el cumplimiento de la última de las condiciones suspensivas.

Asimismo, la diferencia entre el valor de emisión y el valor nominal de las nuevas acciones emitidas por Antena 3 se considerará prima de emisión. Tanto el valor nominal de dichas acciones como la correspondiente prima de emisión quedarán enteramente desembolsados como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio social de La Sexta a Antena 3, que adquirirá por sucesión universal la totalidad de derechos y obligaciones de aquella sociedad.

Las conclusiones del informe de Grant Thornton SLP, en su calidad de experto independiente designado por el Registro Mercantil, se incluyen en el apartado 4 de dicho informe, copia del cual se adjunta como Anexo I a este Informe. En concreto, dicho informe concluye que el tipo de canje está justificado y que, de acuerdo al precio de cotización de Antena 3 utilizado en el proceso de valoración, el patrimonio aportado por la sociedad absorbida que se extingue (La Sexta) es igual, por lo menos, al aumento de capital social que con motivo de la Fusión llevará a cabo la sociedad absorbente (Antena 3).

### 5.3 **Propuesta de modificación estatutaria**

La propuesta de ampliación de capital y la correspondiente modificación estatutaria quedarán sujetas en su efectividad a la obtención de las autorizaciones señaladas en el apartado 2.2.13 (c) del presente Informe. En caso de que se ejecute la Fusión, los artículos 5 y 8 de los estatutos sociales de la Sociedad quedarán redactados de la siguiente forma:

#### ***"Artículo 5.- CAPITAL SOCIAL***

- 1. El Capital social se fija en la suma de CIENTO SESENTA Y NUEVE MILLONES DOSCIENTOS NOVENTA Y NUEVE MIL SEISCIENTOS EUROS (169.299.600 EUROS), dividido en 225.732.800 acciones, numeradas correlativamente de la 1 a la 225.732.800, ambos inclusive, de SETENTA Y CINCO CÉNTIMOS (0,75) DE*

*EURO de valor nominal cada una, acumulables, indivisibles y con iguales derechos, salvo por lo dispuesto en el apartado 2 siguiente.*

2. *Las acciones se dividen en dos clases diferentes, A y B, que atribuyen a sus titulares distintos derechos económicos:*
  - a. *Son acciones de clase A las numeradas de la 1 a la 224.551.504, ambas inclusive, que tendrán la consideración de acciones ordinarias.*
  - b. *Son acciones de clase B las numeradas de la 224.551.505 a la 225.732.800, ambas inclusive. Los titulares de las acciones de clase B no tendrán derecho a recibir dividendos con cargo a beneficios generados por la Sociedad durante los 24 meses siguientes a la fecha en que la fusión por absorción entre la Sociedad (como sociedad absorbente) y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A. (como sociedad absorbida) resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.*

*Una vez que haya transcurrido el citado plazo de 24 meses desde la inscripción de la fusión entre la Sociedad y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A., las acciones de clase B quedarán automáticamente convertidas en acciones de clase A, pasando a otorgar a sus titulares los mismos derechos económicos que las acciones ordinarias.*

3. *Las acciones son nominativas y se encuentran totalmente suscritas y desembolsadas. Las acciones están representadas por medio de anotaciones en cuenta."*

#### **"Artículo 8.- DERECHOS DEL SOCIO**

*Las acciones confieren a su titular legítimo la condición de socio, e implican para éste el pleno y total acatamiento de lo dispuesto en los presentes Estatutos y en los acuerdos válidamente adoptados por los órganos rectores de la Sociedad, al tiempo que le faculta para el ejercicio de los derechos inherentes a su condición, conforme a estos Estatutos y a la Ley. En los términos establecidos en la Ley, y salvo en los casos en ella previstos, el accionista tendrá, como mínimo, los siguientes derechos:*

1. *El de participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación, con la limitación temporal que se prevé en el artículo 5 de estos Estatutos para las acciones de clase B.*
2. *El de suscripción preferente en los supuestos de emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones.*
3. *El de asistir y votar en las Juntas Generales de Accionistas, de conformidad con lo previsto en estos Estatutos, y el de impugnar los acuerdos sociales.*
4. *El de información, para conocer el estado y la situación de la Sociedad.*
5. *La Sociedad podrá emitir acciones sin derecho a voto, en las condiciones y con los límites y requisitos establecidos en la Ley."*

## **6. CONCLUSIONES**

Con base en todo lo anterior, los miembros del consejo de administración de Antena 3 expresan su convencimiento de que:

- (i) la Fusión entre Antena 3 y La Sexta a la que se refiere el Proyecto Común de Fusión objeto del presente Informe resulta beneficiosa para ambas entidades y, por ende, para sus respectivos accionistas; y
- (ii) la relación de canje propuesta en el Proyecto Común de Fusión está justificada, como corrobora el informe emitido por el experto independiente designado por el Registro Mercantil de Madrid.

En Madrid, a 22 de febrero de 2012

## **Anexo I: Informe del experto independiente sobre el Proyecto Común de Fusión**



**Grant Thornton**

An instinct for growth™

## **Antena 3 de Televisión, S.A. Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A**

Informe de experto independiente en relación con el Proyecto Común de Fusión relativo a la fusión por absorción de Antena 3 de Televisión, S.A. y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A., así como del patrimonio que aporta la sociedad absorbida que se extingue a la sociedad absorbente, como consecuencia de la fusión.

### **Estrictamente Confidencial**

Madrid, 22 de febrero de 2012



A los accionistas de  
Antena 3 de Televisión, S.A. y  
Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A.

Por encargo del Registro Mercantil.

A los fines previstos en el artículo 34 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles emitimos el presente informe en calidad de expertos independientes sobre el proyecto de fusión por absorción entre las sociedades Antena 3 de Televisión, S.A. (en adelante “Antena 3” o “sociedad absorbente”) y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A. (en adelante “La Sexta” o “sociedad absorbida”, y “las Sociedades” o “las Partes” al referirnos conjuntamente a La Sexta y Antena 3) así como sobre el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue, y en particular, respecto a si el tipo de canje de las acciones está o no justificado, cuáles han sido los métodos seguidos para establecerlo y si tales métodos son adecuados.

## **1. Descripción general de la operación**

### **1.1. Relación de las sociedades participantes en la fusión**

Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A., con domicilio en Carretera de Fuencarral – Alcobendas, km 12,40, es una sociedad de nacionalidad española, con N.I.F. número A-84434935.

Antena 3 de Televisión, S.A. con domicilio social en Isla Graciosa, 13 en San Sebastián de los Reyes, es una sociedad de nacionalidad española, con N.I.F.: número A-78839271. Las acciones de Antena 3 de Televisión S.A. se encuentran admitidas a cotización en la Bolsa de Valores de Madrid.

### **1.2. Descripción del proceso de fusión**

Con fecha 25 de enero de 2012, los Consejos de Administración de La Sexta y Antena 3, a efectos de lo previsto en los artículos 30, 31 y concordantes de la Ley 3/2009, de 3 de abril sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en lo sucesivo LMESM) formularon un proyecto común de fusión, que será sometido para su aprobación, a las Juntas Generales de accionistas de Antena 3 y La Sexta, según lo previsto en el artículo 40 de la LMESM. En particular, la fusión proyectada se llevará a cabo mediante la absorción de La Sexta por Antena 3, con extinción de la primera y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la segunda, que adquirirá, por sucesión universal, la totalidad de los bienes, derechos y obligaciones de La Sexta.

Al objeto de permitir que los accionistas de La Sexta reciban un número de acciones de Antena 3 proporcional a sus respectivas participaciones en el accionariado de La Sexta, Antena 3 aumentará su capital social mediante la creación de 14.620.000 acciones de nueva emisión y entregará 1.181.296 acciones pertenecientes a su autocartera.

De este modo, los accionistas de La Sexta, como contraprestación por la aportación de la totalidad del capital social de La Sexta a Antena 3, recibirán un total de 15.801.296 acciones de Antena 3, con un valor nominal de 0,75 euros por acción que serán representativas del 7% del capital social de Antena 3 resultante tras la ejecución de la fusión. La ampliación de capital equivaldría a un porcentaje del 6,48% del capital social de Antena 3 tras la ejecución de la mencionada fusión.

### **1.3. Tipo de canje de la fusión**

En consecuencia, y sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Antena 3 y La Sexta, el proyecto de fusión contempla como criterio o relación de canje que la contraprestación por cada acción de La Sexta, de valor nominal 2,13 euros, será de 0,527 acciones de Antena 3 de 0,75 euros de valor nominal cada una. No está prevista la entrega de ninguna compensación complementaria en dinero.

### **1.4. Procedimiento de canje y método para atender la ecuación de canje**

El canje se realizará mediante una emisión de acciones nuevas en Antena 3 y con acciones mantenidas en la autocartera de Antena 3.

#### **1.4.1. Autocartera**

Antena 3 entregará a los accionistas de La Sexta 1.181.296 acciones pertenecientes a su autocartera ("Acciones A"), representativas del 0,56% de su capital social, en contraprestación por la aportación a Antena 3 de 2.237.932 acciones de La Sexta representativas del 7,48% de su capital social.

#### **1.4.2. Acciones de nueva emisión**

Los accionistas de La Sexta, como contraprestación por la aportación a Antena 3 de 27.691.631 acciones de La Sexta representativas del 92,52% de su capital social, recibirán un total de 14.620.000 acciones de Antena 3 de nueva emisión, representativas del 6,48% del capital social de Antena 3 resultante tras la fusión, distribuidas del modo siguiente:

- "Acciones B": 13.438.704 acciones
- "Acciones C": 1.181.296 acciones.

Las acciones A y B provistas de los mismos derechos y de la misma clase que las actualmente existentes. No obstante lo anterior, los titulares de estas acciones no tendrán derecho a recibir dividendos con cargo a beneficios generados por Antena 3 con anterioridad a la fecha en la que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

Las acciones C serán pertenecientes a una nueva clase cuyos derechos económicos se verán limitados de forma que sus titulares no tendrán derecho a recibir dividendos con cargos a beneficios generados por Antena 3 (i) con anterioridad a la fecha en que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid y (ii) durante los 24 meses siguientes a la fecha en la que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

Las acciones B y C serán emitidas al valor equivalente a la cotización oficial de cierre de las acciones de Antena 3 en la fecha de efectividad del acuerdo de ampliación de capital, esto es, cuando se produzca el cumplimiento de la última de las condiciones suspensivas. Tanto el valor nominal de dichas acciones como la correspondiente prima de emisión quedarán enteramente desembolsados como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio social de La Sexta a Antena 3.

### **1.5. Patrimonio de la sociedad absorbida que se transmite a la sociedad absorbente**

A los efectos de lo dispuesto en el artículo 31.9ª de la LMESM, los activos y pasivos transmitidos por La Sexta a Antena 3 se registrarán en la contabilidad de Antena 3 por su valor razonable. De acuerdo con el proyecto de fusión, el valor neto del patrimonio a transmitir a 31 de diciembre de 2011 (fecha de los balances de fusión), se estimó que ascendería a 44.176.233,14 euros. Sin embargo, de acuerdo con las cuentas anuales individuales de La Sexta auditadas, a 31 de diciembre de 2011 el patrimonio neto definitivo que finalmente se transmitirá asciende a 50.169.528 euros.

Se considerarán como balances de fusión, a los efectos del artículo 36.1 de la LMESM, los balances del ejercicio cerrados por Antena 3 y La Sexta a 31 de diciembre de 2011, que serán formulados por los respectivos consejos de administración y debidamente verificados por los auditores de cuentas de ambas sociedades y sometidas a la aprobación de las respectivas juntas generales de accionistas.

## **2. Aspectos de Valoración**

### **2.1. Criterios de valoración adoptados**

A fin de determinar el valor de la aportación, las Partes han efectuado sendas valoraciones de Antena 3 y La Sexta utilizando los métodos del i) Descuento de flujos de Caja (DFC), ii) Múltiplos de Mercado y iii) Precio medio de cotización (éste último solamente para el caso de Antena 3). La metodología principal aplicada ha sido el DFC y, como contraste los otros dos métodos mencionados. La información en la cual se ha basado la valoración es fundamentalmente información pública y, de forma limitada, información que ha sido facilitada por la Dirección de Antena 3.

#### **2.1.1. Descuento de Flujos de Caja (DFC)**

De acuerdo con el método del DFC, el valor de un negocio es igual al valor actual de los flujos de caja del negocio que él mismo generará en el futuro, para un período previamente delimitado, más el valor residual del negocio al final de dicho período, ambos sumandos descontados al valor presente sobre la base de una tasa de actualización que refleje adecuadamente el riesgo de la inversión. El proceso de DFC lo podemos dividir en las fases siguientes:

- Estimar los flujos de caja libres futuros para un determinado período de proyección a partir de las proyecciones financieras que nos han sido facilitadas.
- Estimar el valor presente de dichos flujos de caja, aplicando una tasa de descuento que considera el riesgo relativo de obtenerlos y el valor temporal del dinero.
- Estimar el valor residual del negocio al final del período de proyección y estimar su valor presente.

- Agregar el valor residual y el valor presente de los flujos de caja proyectados para obtener el valor del negocio.
- Realizar un análisis de sensibilidad de las variables críticas para obtener diversos escenarios distintos al caso base.

### **2.1.2. Múltiplos de Mercado**

El método de múltiplos de compañías comparables indica el valor de mercado de una compañía comparándolo con los múltiplos resultantes de compañías cotizadas de negocios similares. Las condiciones y las expectativas de las compañías comparables dependen de factores comunes tales como la demanda global de sus productos y servicios, su tamaño, rentabilidad y expectativas de crecimiento, entre otros.

Después de identificar y seleccionar las compañías comparables cotizadas, se analiza su negocio y sus resultados para establecer la similitud relativa. Se calculan los múltiplos de precio y valor de negocio de las compañías comparables y después se ajustan con factores tales como el tamaño, el crecimiento, la rentabilidad, el riesgo y el retorno de la inversión. Los múltiplos ajustados se aplican a los resultados de la compañía analizada para estimar un valor de mercado.

Del mismo modo, se pueden utilizar múltiplos implícitos en operaciones sobre el capital de empresas similares, aunque puedan no estar cotizadas, lo que nos permite tener una indicación del valor de mercado asignado a la fecha de la operación.

El método de múltiplos suele ser utilizado para contrastar y validar el método DFC.

### **2.1.3. Precio medio de cotización**

La cotización media durante un período representativo anterior al acuerdo de fusión, es un criterio de valoración establecido por la normativa vigente. A estos efectos se ha ponderado la cotización media en función del volumen de títulos negociados para el periodo considerado de doce meses.

Adicionalmente las Partes han evaluado las posibles sinergias resultantes de la fusión con base en las estructuras de costes actuales, así como los planes conjuntos de La Sexta y Antena 3. Asimismo, se ha considerado las sinergias fiscales derivadas de la utilización de las bases imponibles negativas de La Sexta. Las sinergias y el escudo fiscal derivado de la utilización de las bases imponibles negativas suponen un mayor valor de los activos de La Sexta para Antena 3. Si bien su consecución contiene un cierto grado de subjetividad, como parte de nuestra intervención hemos considerado que La Sexta contribuye en más de un 7% (equivalente a su participación en la sociedad resultante de la fusión) a que se generen dichas sinergias

Las valoraciones de Antena 3 y La Sexta efectuadas de acuerdo a los métodos anteriormente descritos constituyó la base para determinar los términos de la fusión y, en particular, el tipo de canje acordado.

### **3. Alcance y aspectos a considerar de nuestro trabajo**

El alcance de nuestra actuación profesional se ha limitado a lo establecido en el artículo 34 de la LMESM como profesionales encargados de elaborar el informe único sobre el proyecto de fusión. En concreto, nuestro trabajo ha cubierto los siguientes aspectos:

- Justificación o no del tipo de canje de las acciones
- Adecuación de los métodos seguidos para establecer dicho tipo de canje.
- Dificultades especiales de valoración.
- Comprobación de si el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue es igual por lo menos, al aumento de capital de la sociedad absorbente.

#### **3.1. Alcance**

Nuestro trabajo ha cubierto fundamentalmente las siguientes áreas:

- Revisión del ejercicio de valoración de La Sexta realizado con motivo del nombramiento del Registro Mercantil número XIII de Madrid de fecha 25 de enero de 2010.
- Breve análisis del mercado audiovisual;
- Breve análisis de la evolución histórica y estratégica de las Compañías;
- Adquisición de un buen entendimiento sobre el alcance y las conclusiones del trabajo de valoración de Antena 3 y de La Sexta, así como de la ecuación de canje resultante;
- Revisión, análisis y contraste de las metodologías de valoración empleadas en la determinación del valor;
- Análisis de los documentos detallados de las valoraciones y consideración de toda la información financiera tanto interna como externa, auditada y/o no auditada que sea necesaria para completar el alcance anterior ;
- Revisión y análisis de la razonabilidad de las hipótesis que sustentan los Planes de Negocio de las Compañías teniendo en cuenta el comportamiento histórico, la situación actual y las perspectivas del mercado audiovisual;
  - Análisis de los Planes de Negocio elaborados por la Dirección de ambas Compañías;
  - Contraste de las hipótesis empleadas en la preparación de las proyecciones financieras.
- Revisión de los cálculos fiscales relativos al valor actual de los créditos fiscales de la Sexta que está previsto que se compensen en el futuro, de acuerdo con su plan de negocio.
- Consideración (no auditoría) de los estados financieros más recientes disponibles;
- Revisión de los acontecimientos más significativos acaecidos entre la fecha estados financieros más recientes disponibles y la fecha actual (actas, etc.).

- Revisión de la tasa de descuento utilizada para el Descuento de Flujos de Caja. Análisis de sensibilidad teniendo en cuenta distintas primas de riesgo, teniendo en cuenta las hipótesis consideradas en las proyecciones;
- Análisis del valor residual, análisis del flujo de caja normalizado y del crecimiento a perpetuidad considerado. Análisis de sensibilidad en su caso;
- Revisión del análisis de Múltiplos de Mercado, completarlo en caso de que sea necesario, y contraste con la valoración obtenida a través del método DCF;
- Estimación del precio medio de cotización de Antena 3 de los 12 meses previos al acuerdo de fusión, ponderado por el volumen de negociación.
- Entendimiento de las sinergias generadas en la fusión y revisión del cálculo de la valoración sobre las mismas realizado por las Partes.
- Mantenimiento de reuniones con Antena 3 con el propósito de obtener un buen entendimiento de la operación y del trabajo realizado así como de obtener aclaraciones sobre las cuestiones que se han planteado durante la realización de nuestro trabajo y recabar otra información considerada de utilidad;
- Análisis final de razonabilidad de todos los resultados obtenidos y elaboración de las conclusiones;

La documentación relevante utilizada para la realización de nuestro trabajo ha sido la siguiente:

- Documento de solicitud de nombramiento de experto independiente presentado en el Registro Mercantil por Antena 3.
- Nombramiento de experto independiente por el Registro Mercantil número XIV de Madrid de fecha 8 de febrero de 2012.
- Acuerdo de Integración de Antena 3 y La Sexta, de 14 de diciembre de 2011.
- Proyecto Común de Fusión entre Antena 3 y La Sexta, de 25 de enero de 2012.
- Descripción de los criterios de valoración empleados por la Dirección de Antena 3 y sus asesores que conducen a la valoración efectuada de la aportación no dineraria relativa a las acciones ordinarias de La Sexta.
- Importe de la ampliación de capital prevista (número de acciones y valor nominal) y, en su caso, prima de emisión de las acciones a emitir como contrapartida.
- Documentos detallados de valoración de La Sexta preparados por la Dirección de Antena 3 y sus asesores.
- Cuentas anuales auditadas de La Sexta, individuales y consolidadas, correspondientes al ejercicio 2011.
- Estados financieros de La Sexta correspondientes a los ejercicios 2011 y 2010. Estimación de cierre de la cuenta de resultados consolidados correspondientes a enero de 2012 de La Sexta, y su comparativa con el ejercicio anterior y presupuesto.
- Presupuesto consolidado mensualizado de La Sexta del año 2012 de la cuenta de resultados preparado por la Dirección.
- Proyecciones financieras, planes estratégicos u otra información pública disponible sobre aspectos tales como la gestión, organización, mercado o trayectoria previsible de La Sexta, proporcionada por Antena 3, que pudiera ser de interés para la realización de nuestro trabajo.

- Estados financieros consolidados no auditados 2011 y auditados 2010 de Antena 3.
- Proyecciones financieras de Antena 3 preparadas por la Dirección.
- Información relativa a las sinergias previstas de la fusión, así como una estimación de su valor actual
- Obtención de una carta firmada por la Dirección de Antena 3 y La Sexta, en la que nos han confirmado que nos han facilitado toda la información necesaria para la elaboración de nuestro informe de experto independiente, así como que no se han producido acontecimientos hasta la fecha de nuestro informe, los cuales no hayan sido puestos en nuestro conocimiento y que pudiesen tener un efecto significativo sobre los resultados del mismo.

Nuestro trabajo se ha basado en la información auditada y/o no auditada proporcionada por la Dirección de las Partes. En la realización de nuestro trabajo hemos asumido que dicha información es completa y precisa, así como que refleja las mejores estimaciones de la Dirección de Antena 3 acerca de las perspectivas de su negocio desde el punto de vista operativo, económico y financiero. En este sentido, el alcance de nuestro trabajo no ha consistido en comprobar la veracidad de la información recibida de la Dirección de las Sociedades, no constituyendo el mismo una auditoría a dicha información.

Asimismo nuestro trabajo se ha basado, entre otras, en fuentes de información públicas. No ha constituido parte de nuestro trabajo el contraste de dicha información con evidencias externas a las Sociedades, excepto en aquellos casos en que lo hemos considerado necesario. No obstante, sí nos hemos satisfecho, en la medida de lo posible, de que la información presentada es consistente con otros datos que nos han podido ser proporcionados durante el curso de nuestro trabajo.

Hemos asumido que todas las autorizaciones y registros que resulten pertinentes en España y en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas Sociedades para la efectividad de la operación proyectada se obtendrán sin ningún efecto adverso para Antena 3 y La Sexta o para los beneficios esperados de la operación que afecten de forma significativa a nuestro análisis.

Finalmente, debemos mencionar que nuestro trabajo es de naturaleza independiente y, por tanto, no supone ninguna recomendación a la Dirección de las Sociedades, a los accionistas de las mismas o a terceros en relación con la posición que deberían tomar en relación con la operación u otras transacciones de acciones de las Sociedades. Nuestro trabajo no tiene por objeto analizar la conveniencia de las estrategias de negocio actuales o pasadas de las Sociedades ni las razones de la fusión en relación con otras estrategias de negocio o transacciones por las que hubieran podido optar las Sociedades.

### **3.2. Aspectos relevantes a considerar en nuestra intervención de Experto Independiente**

Las estimaciones de valor están basadas en métodos de valoración comúnmente aceptados en la profesión. Aunque hemos realizado la valoración de manera razonable, sobre la base de la información disponible, debemos indicar que las valoraciones de negocios no cotizados en mercados organizados no son una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis, que contienen cierto grado de subjetividad. En estas circunstancias, no podemos asegurar que terceras partes vayan a estar necesariamente de acuerdo con nuestras conclusiones.

Consideramos conveniente destacar que los estados financieros proyectados, la determinación de los criterios y premisas sobre los que están basados, así como el detalle de la información pertinente que pudiera afectar a la ejecución de los mismos, son responsabilidad de Antena 3 y de La Sexta. En este sentido, como parte integrante de los procedimientos habituales en este tipo de proyectos, hemos solicitado una "Carta de Manifestaciones" en la que representantes de Antena 3 nos confirman por escrito la información (histórica y proyectada) que hemos recibido para la realización de nuestro trabajo, así como otros asuntos que, en su caso, no apareciesen de forma explícita en dicha información.

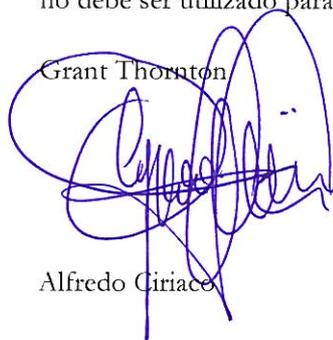
Una parte sustancial de nuestro trabajo y, por lo tanto, de los resultados del mismo, se ha basado en las proyecciones financieras del negocio de La Sexta y Antena 3 preparadas de acuerdo con unas hipótesis facilitadas por la Dirección de Antena 3 que recogen su estimación más fundamentada acerca del desarrollo de determinados acontecimientos futuros, basándose en las presentes circunstancias y su esperada evolución. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido, y podrían ocurrir acontecimientos no previstos. Por lo tanto, los resultados estimados de los negocios para el periodo de proyección podrían no resultar en el futuro tal y como se han definido, afectando, por tanto, a nuestras conclusiones.

#### **4. Conclusión**

En nuestro juicio profesional, teniendo en cuenta los aspectos relevantes expuestos en el apartado anterior, los métodos seguidos para establecer el canje de las acciones son adecuados y el tipo de canje contenido en el proyecto de fusión está justificado. Asimismo, y de acuerdo al precio de cotización de Antena 3 utilizado en el proceso de valoración, el patrimonio aportado por la sociedad absorbida que se extingue es igual, por lo menos, al aumento de capital social que con motivo de la fusión llevará a cabo la sociedad absorbente.

Este Informe Especial ha sido preparado únicamente a efectos de lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, por lo que no debe ser utilizado para ninguna otra finalidad.

Grant Thornton



Alfredo Ciriaco

Socio

22 de febrero de 2012



**INFORME DE ADMINISTRADORES**  
DE  
**GESTORA DE INVERSIONES AUDIOVISUALES LA SEXTA, S.A.**  
SOBRE  
**EL PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN**

ENTRE

**ANTENA 3 DE TELEVISIÓN, S.A.**  
(COMO SOCIEDAD ABSORBENTE)

Y

**GESTORA DE INVERSIONES AUDIOVISUALES LA SEXTA, S.A.**  
(COMO SOCIEDAD ABSORBIDA)

Madrid, 22 de febrero de 2012

## 1. INTRODUCCIÓN

Con fecha 25 de enero de 2012, los Consejos de Administración de ANTENA 3 DE TELEVISIÓN, S.A. ("**Antena 3**") y GESTORA DE INVERSIONES AUDIOVISUALES LA SEXTA, S.A. ("**La Sexta**") acordaron redactar, aprobar y suscribir un proyecto común de fusión relativo a la fusión por absorción de La Sexta por parte de Antena 3 (en lo sucesivo, respectivamente, la "**Fusión**" y el "**Proyecto Común de Fusión**").

En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 32 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en lo sucesivo, la "**Ley de Modificaciones Estructurales**"), un ejemplar del Proyecto Común de Fusión fue presentado para su depósito en el Registro Mercantil de Madrid, habiendo quedado efectuado el depósito en fecha 7 de febrero de 2012, tal y como resultó publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME), número 34, de fecha 17 de febrero de 2012.

Adicionalmente, y de conformidad con lo establecido en el artículo 33 de la Ley de Modificaciones Estructurales, los administradores tanto de Antena 3 como de La Sexta han de elaborar respectivos informes explicando y justificando detalladamente el Proyecto Común de Fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, así como las implicaciones de la Fusión para los accionistas, acreedores y trabajadores.

En atención a lo anterior, los administradores de La Sexta elaboran y suscriben el presente informe sobre el Proyecto Común de Fusión a los efectos de dar cumplimiento a lo previsto en el artículo 33 y concordantes de la Ley de Modificaciones Estructurales (en lo sucesivo, el "**Informe**").

## 2. JUSTIFICACIÓN ESTRATÉGICA DE LA FUSIÓN

De conformidad con el Proyecto Común de Fusión, los Consejos de Administración de Antena 3 y La Sexta han decidido promover la integración de ambas compañías (la fusión tiene su origen en el "Acuerdo de Integración de Antena 3 y La Sexta", que fue suscrito por ambas sociedades el pasado 14 de diciembre de 2011) sobre la base de las siguientes razones justificativas:

- (i) En el actual entorno macroeconómico y de competitividad, el hecho de que las actividades económicas y negocios de las sociedades que participan en la Fusión estén dirigidas al mismo mercado equivale a una clara oportunidad de aglutinar las capacidades y posicionamiento en el mercado de las Sociedades participantes en la fusión. De esta forma, se espera que la gestión conjunta de los negocios y la unificación de las actividades de Antena 3 y de La Sexta genere importantes sinergias tanto en costes como en oportunidades de negocio.
- (ii) Una estrategia de programación unificada para todos los canales traerá consigo de manera inequívoca una mejora de la distribución de los contenidos a la hora de su distribución, enfocándolos y empaquetándolos a los públicos objetivo de manera que se maximice el retorno en audiencia y que sean lo más eficiente posible desde el punto de vista comercial.

- (iii) Mejoras significativas en la eficiencia en procesos productivos: planificación y estrategia de la programación, producción de contenidos de actualidad e informativos, adquisición de programas y contenidos a terceros, continuidad, emisión, documentación, etc. En cada proceso serán adoptadas las mejores prácticas y procedimientos de entre Antena 3 y La Sexta.
- (iv) Al tener dentro de su objeto social el mismo negocio, ambas sociedades podrán unificar las estructuras corporativas con relativa facilidad, produciendo una gestión más eficaz desde el punto de vista financiero, administrativo, comercial y operativo.
- (v) La fusión permitirá a Antena 3 y La Sexta presentar al consumidor audiovisual una parrilla de programas más completa y variada y una difusión maximizada de sus contenidos, al contar con más posibilidades de emisión a través de un mayor número de canales.
- (vi) La fusión mejorará la oferta de espacios publicitarios de Antena 3 y La Sexta, al incrementar su cobertura, no solo en términos cuantitativos (mayor audiencia), sino también cualitativos. Ello permitirá a Antena 3 y La Sexta ampliar el espectro de oferta a los anunciantes y crear un producto altamente adecuado para satisfacer las necesidades de los clientes en este sector, al poder abarcar el anunciante un rango más amplio de público objetivo negociando únicamente con un solo operador, lo que necesariamente mejora el impacto y abarata los costes de gestión de las campañas publicitarias. De este modo, los clientes de Antena 3 y La Sexta dispondrán de un mejor producto, con más cobertura, y podrá cumplir sus targets de audiencia de manera más eficaz y con menores costes de gestión.
- (vii) La fusión permitirá la creación de valor para los accionistas, debido a los impactos que tendrá en la racionalización de costes y la mejora de la eficiencia comercial.

En resumen, resulta plenamente razonable que en Antena 3, como sociedad absorbente en la fusión, queden integradas todas las actividades y procesos del negocio de televisión desarrolladas por el grupo.

De esta forma, tras la operación de fusión se creará un líder en el negocio de televisión en abierto en España, con una cuota de mercado publicitaria en el entorno del 42% y una cuota de audiencia conjunta de aproximadamente el 25%, sobre una sólida y atractiva oferta de hasta 8 canales de televisión.

### **3. ASPECTOS JURÍDICOS DEL PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN**

#### **3.1 ESTRUCTURA DE LA OPERACIÓN: FUSIÓN POR ABSORCIÓN**

La estructura jurídica elegida para llevar a cabo la integración de los negocios de Antena 3 y La Sexta es la fusión, en los términos previstos en los artículos 22 y siguientes de la Ley de Modificaciones Estructurales, así como en los artículos 226 a 234 del Reglamento del Registro Mercantil.

En concreto, la fusión proyectada se arbitrará mediante la absorción de La Sexta (sociedad absorbida) por Antena 3 (sociedad absorbente), con extinción, vía disolución

sin liquidación, de la primera y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la segunda, que adquirirá, por sucesión universal, la totalidad de los derechos y obligaciones de La Sexta. Como consecuencia de la Fusión, los accionistas de La Sexta recibirán en canje acciones de Antena 3. Las implicaciones de la Fusión para los accionistas y acreedores de La Sexta se examinan en detalle, respectivamente, en los apartados 5.1 y 5.2 posteriores de este Informe.

### **3.2 ANÁLISIS DE LOS ASPECTOS JURÍDICOS DEL PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN**

El Proyecto Común de Fusión se ha elaborado con arreglo a lo dispuesto en los artículos 30 y 31 de la Ley de Modificaciones Estructurales y, por tanto, incluye las menciones que estos preceptos configuran como su contenido mínimo. Asimismo, el Proyecto Común de Fusión aborda otros aspectos -distintos de los que señala la ley con carácter preceptivo-que, por su trascendencia, los Consejos de Administración que lo han formulado han considerado oportuno incluir.

A continuación, se analizan pormenorizadamente los aspectos jurídicos del Proyecto Común de Fusión.

#### **3.2.1 Identificación de las sociedades participantes en la Fusión**

De conformidad con lo dispuesto en la mención 1ª del artículo 31 de la Ley de Modificaciones Estructurales, el apartado 2 del Proyecto Común de Fusión identifica a las sociedades participantes en la Fusión mediante la indicación de sus denominaciones, de sus tipos sociales y de los domicilios tanto de la sociedad absorbida (La Sexta) como de la absorbente (Antena 3).

Asimismo, se apuntan los datos identificadores de inscripción de Antena 3 y La Sexta en el Registro Mercantil de Madrid, así como sus correspondientes números de identificación fiscal.

Se ha considerado preferible que sea Antena 3 la sociedad absorbente en la fusión proyectada. Ello responde al carácter de sociedad cotizada de Antena 3 así como al sentido estratégico de la operación, que consiste, entre otras cosas, en lograr que queden integradas todas las actividades y procesos del negocio de televisión desarrolladas por el grupo creándose un líder en el negocio de televisión en abierto en España, como se ha afirmado en el apartado 2 anterior.

#### **3.2.2 Tipo de canje de las acciones**

Conforme a las exigencias del apartado 2º del artículo 31 de la Ley de Modificaciones Estructurales, el apartado 3 del Proyecto Común de Fusión expresa el tipo de canje de la Fusión.

El tipo de canje ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Antena 3 y La Sexta, y será de 0,527 acciones de Antena 3, de SETENTA Y CINCO CÉNTIMOS DE EURO (0,75 Euros) de valor nominal cada una, por cada acción de La Sexta, de DOS EUROS CON TRECE CÉNTIMOS (2,13) DE EUROS de valor nominal cada una.

Se hace constar que no está prevista la entrega de ninguna compensación complementaria en dinero.

Como acuerdo independiente aunque vinculado a la fusión, Antena 3 y La Sexta, han acordado igualmente atribuir a los accionistas de esta última una participación adicional de hasta 15.818.704 acciones de Antena 3 representativas del 7% de su capital, aunque condicionada al cumplimiento en cualquiera de los ejercicios de 2012, 2013, 2014, 2015 y 2016 de unos objetivos relacionados con los resultados del Grupo Antena 3. La entrega total o parcial de esta participación adicional, en caso de cumplirse los objetivos previstos, se realizaría íntegramente mediante acciones pertenecientes a la autocartera de Antena 3 y no supondría, pues, ninguna emisión de acciones adicional.

El apartado 4.3 de este Informe contiene el análisis económico del tipo de canje de la Fusión.

### **3.2.3 Métodos para atender la ecuación de canje**

El apartado 5 del Proyecto Común de Fusión prevé que Antena 3 atenderá el canje de las acciones de La Sexta, fijado conforme a la ecuación de canje establecida en el apartado 3 del Proyecto Común de Fusión, con acciones mantenidas en autocartera y de nueva emisión.

Antena 3 entregará a los accionistas de La Sexta 1.181.296 acciones pertenecientes a su autocartera, provistas de los mismos derechos y de la misma clase que las actualmente existentes ("**Acciones A**"). No obstante lo anterior, los titulares de estas acciones no tendrán derecho a recibir dividendos con cargo a beneficios generados por Antena 3 con anterioridad a la fecha en la que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

Asimismo, el Consejo de Administración de Antena 3 someterá a la aprobación de la Junta General la adopción de un acuerdo de ampliación de capital mediante la creación de las siguientes acciones de nueva emisión para su entrega a los accionistas de La Sexta:

- a) "**Acciones B**": se crearán 13.438.704 acciones provistas de los mismos derechos y de la misma clase que las actualmente existentes. No obstante lo anterior, los titulares de estas acciones no tendrán derecho a recibir dividendos con cargo a beneficios generados por Antena 3 con anterioridad a la fecha en la que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan; y
- b) "**Acciones C**": se crearán 1.181.296 acciones pertenecientes a una nueva clase cuyos derechos económicos se verán limitados de forma que sus titulares no tendrán derecho a recibir dividendos con cargos a beneficios generados por Antena 3 (i) con anterioridad a la fecha en que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid y (ii) durante los 24 meses siguientes a la fecha en que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

Se hace constar que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 304.2 de la Ley de Sociedades de Capital, aprobada por medio del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2

de julio (la "**Ley de Sociedades de Capital**"), los actuales accionistas de Antena 3 no disfrutarán de ningún derecho de preferencia para la suscripción de las nuevas acciones que se emitan en relación con la absorción de La Sexta.

Asimismo, la diferencia entre el valor de emisión de las acciones y el valor nominal de las nuevas acciones emitidas por Antena 3 se considerará prima de emisión.

Tanto el valor nominal de dichas acciones como la correspondiente prima de emisión quedarán enteramente desembolsadas como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio social de La Sexta a Antena 3, que adquirirá por sucesión universal la totalidad de derechos y obligaciones de aquella sociedad.

A efectos meramente informativos, y de conformidad con la información relativa a la titularidad de las acciones de La Sexta señalada en el apartado 2.2 del Proyecto Común de Fusión:

- Gamp Audiovisual, S.A. recibirá 614.038 Acciones A, 6.985.438 Acciones B y 614.038 Acciones C;
- Grupo Televisa, S.A.B. (o el socio que pueda sucederle, al estar prevista la aportación por Grupo Televisa S.A.B. de sus actuales participaciones en La Sexta a Imagina Media Audiovisual S.L. a cambio de una participación en el capital de ésta) recibirá 481.614 Acciones A, 5.478.960 Acciones B y 481.614 Acciones C; y
- Gala Desarrollos Comerciales, S.L. recibirá 85.644 Acciones A, 974.306 Acciones B y 85.644 Acciones C.

Se solicitará la admisión a cotización de las nuevas Acciones B en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao, así como su incorporación al Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo). No se solicitará la admisión a cotización de las nuevas Acciones C hasta que no se conviertan en acciones ordinarias, una vez transcurridos 24 meses desde la fecha en que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid y pierdan la limitación temporal de sus derechos económicos.

Las acciones B y C serán emitidas al valor equivalente a la cotización oficial de cierre de las acciones de Antena 3 en la fecha de efectividad del acuerdo de ampliación de capital, esto es, cuando se produzca el cumplimiento de la última de las condiciones suspensivas.

#### **3.2.4 Procedimiento de canje de las acciones**

De conformidad, asimismo, con lo dispuesto en el apartado 2º del artículo 31 de la Ley de Modificaciones Estructurales, el procedimiento de canje de las acciones de La Sexta por acciones de Antena 3 se resume en el apartado 6 del Proyecto Común de Fusión, y transcurrirá del siguiente modo:

- a) Acordada la Fusión por las Juntas Generales de accionistas de ambas sociedades e inscrita la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid (una vez calificada por el Registro Mercantil de Madrid, declarando -mediante nota firmada por el Registrador correspondiente- la inexistencia de obstáculos registrales para la Fusión pretendida), se procederá al canje de las acciones de La

Sexta por acciones de Antena 3. En concreto, las acciones de Antena 3 que corresponden a los accionistas de La Sexta serán entregadas a éstos e inscritas en los correspondientes registros de Iberclear.

b) Como consecuencia de la fusión, las acciones de La Sexta quedarán extinguidas.

### **3.2.5 Balances de fusión y valoración de los activos y pasivos que se transmiten**

El apartado 4.1 del Proyecto Común de Fusión especifica que se considerarán como balances de fusión, a los efectos del artículo 36.1 de la Ley de Modificaciones Estructurales, los cerrados por Antena 3 y La Sexta, respectivamente, el 31 de diciembre de 2011. Asimismo, se hace constar que a dicha fecha no se había producido ninguna de las circunstancias previstas en el artículo 36.2 de la Ley de Modificaciones Estructurales que obligase a modificar las valoraciones contenidas en los referidos balances de Antena 3 y La Sexta de cara a la Fusión.

Dichos balances han sido formulados por los respectivos Consejos de Administración los días 22 de febrero (en el caso de Antena 3) y 6 de febrero de 2012 (en el caso de La Sexta), debidamente verificados por los auditores de cuentas de ambas sociedades (esto es Deloitte, S.L. y PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L., respectivamente) y serán sometidos a la aprobación de las Juntas Generales de accionistas de cada una de las sociedades que hayan de resolver sobre la Fusión, con carácter previo a la adopción del propio acuerdo de fusión.

Asimismo, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 31.10ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, el apartado 4.2 del Proyecto Común de Fusión deja constancia de que las condiciones en las que se realiza la Fusión se han determinado tomando en consideración las cuentas anuales de las sociedades que se fusionan correspondientes al ejercicio cerrado el día 31 de diciembre de 2011, siendo el ejercicio social de Antena 3 y La Sexta coincidente con el año natural.

Por su parte, el apartado 4.3 del Proyecto Común de Fusión, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 31.9ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, indica que los activos y pasivos transmitidos por La Sexta a Antena 3 se registrarán en la contabilidad de Antena 3 por su valor razonable, de conformidad con las reglas contenidas en el Plan General de Contabilidad, aprobado por medio del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre (en adelante, "PGC"), en la redacción dada al mismo por el Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas y se modifica dicho Plan General de Contabilidad.

Después de describir la valoración de los distintos activos y pasivos, el mencionado apartado 4.3 del Proyecto Común de Fusión, concluye que el valor del patrimonio neto a transmitir por La Sexta a Antena 3, a 31 de diciembre de 2011, asciende, aproximadamente, a 44.176.233,14€. Sin embargo, de acuerdo con las cuentas anuales individuales de La Sexta auditadas, a 31 de diciembre de 2011, el patrimonio neto definitivo que finalmente se transmitirá asciende a 50.169.528€.

### **3.2.6 Prestaciones accesorias y derechos especiales**

En el apartado 9 del Proyecto Común de Fusión se indica expresamente que no existen prestaciones accesorias, acciones especiales ni otros derechos especiales distintos de las acciones en La Sexta, a los efectos de los apartados 3º y 4º del artículo 31 de la Ley de Modificaciones Estructurales, que pudieran verse afectados como consecuencia de la extinción de aquélla por causa de la Fusión.

A su vez, se indica que las acciones de Antena 3 que se entreguen a los accionistas de La Sexta en virtud de la Fusión contemplada en el Proyecto Común de Fusión no otorgarán a sus titulares derecho especial alguno.

### **3.2.7 Ventajas atribuidas a los administradores y expertos independientes**

De conformidad con el artículo 31.5ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, en el apartado 10 del Proyecto Común de Fusión se indica que no se atribuirá ninguna clase de ventaja a los administradores de ninguna de las entidades participantes en la Fusión ni al experto independiente que intervenga en la Fusión.

### **3.2.8 Fecha a partir de la cual las acciones que sean entregadas en canje dan derecho a participar en las ganancias sociales de Antena 3**

El Proyecto Común de Fusión, en su apartado 7, establece que las acciones de Antena 3 que sean entregadas para atender el canje -en los términos previstos en el apartado 5 del Proyecto Común de Fusión- darán derecho a sus titulares, desde la fecha en que sean emitidas o entregadas, a participar en las ganancias sociales de Antena 3 en los siguientes términos:

- "Acciones A" y "Acciones B": darán derecho a sus titulares a participar en las ganancias sociales de Antena 3 generadas a partir de la fecha en que se haya inscrito la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan; y
- "Acciones C": darán derecho a sus titulares a participar en las ganancias sociales de Antena 3 generadas a partir de los 24 meses siguientes a la fecha en que se haya inscrito la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

Con estas indicaciones, el apartado 7 del Proyecto Común de Fusión cumple lo dispuesto en el artículo 31.6ª de la Ley de Modificaciones Estructurales.

### **3.2.9 Fecha de efectos contables de la Fusión**

De conformidad con el artículo 31.7ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, en el apartado 8 del Proyecto Común de Fusión se establece que, de conformidad con lo establecido en el PGC, al estar previsto que los acuerdos de fusión a adoptar por las Juntas Generales de Accionistas de Antena 3 y de La Sexta se aprueben con sujeción a la condición suspensiva de la obtención de las oportunas autorizaciones administrativas señaladas en el apartado 15 del Proyecto Común de Fusión, se establece la fecha correspondiente al momento en que la última de dichas autorizaciones sea efectivamente obtenida como la fecha a partir de la cual las operaciones de La Sexta se considerarán realizadas a efectos contables por cuenta de Antena 3.

Como excepción a lo anterior, en caso de que dichas autorizaciones se concedan pero con sujeción al cumplimiento de condiciones por parte de Antena 3 o de los accionistas de La Sexta, se considerará como la fecha de efectos contables de la fusión la correspondiente al momento en que Antena 3 o, en su caso, los accionistas de la Sexta decidan ejecutar la fusión a pesar de las condiciones impuestas.

En el supuesto de que las referidas autorizaciones administrativas se obtengan con anterioridad a la aprobación de los correspondientes acuerdos de fusión por las juntas generales de Antena 3 y de La Sexta, la fecha de efectos contables de la fusión será la correspondiente a esta última.

### **3.2.10 Modificaciones estatutarias**

Para dar por cumplida la exigencia contenida en el artículo 31.8ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, el Proyecto Común de Fusión hace constar expresamente en su apartado 12 que Antena 3, en su condición de sociedad absorbente, continuará regida por sus Estatutos Sociales (copia de los cuales se adjuntó al indicado Proyecto Común de Fusión).

Se destacó en el citado apartado 12 del Proyecto Común de Fusión que Antena 3 tiene previsto someter a la aprobación de la próxima Junta General Ordinaria una extensa reforma de sus estatutos sociales, con el fin de adaptarlos esencialmente a los recientes cambios normativos en el ámbito de las sociedades de capital y en materia de gobierno corporativo.

A su vez, se hizo constar que el artículo 5 de los referidos Estatutos Sociales de Antena 3, relativo al capital social, se verá modificado en el importe correspondiente a las acciones de nueva emisión que se crearán de conformidad con el apartado 3.2.3 anterior, y al artículo 8 (derechos del socio), que se verá modificado con el fin de reflejar que los titulares de las Acciones C sólo tendrán derecho a participar en las ganancias sociales de Antena 3 generadas a partir de los 24 meses siguientes a la fecha en que se haya inscrito la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

A tal efecto, y de conformidad con lo previsto en el artículo 39 de la Ley de Modificaciones Estructurales, el Consejo de Administración de Antena 3 someterá a la aprobación de la Junta General de accionistas de Antena 3 que apruebe la fusión la pertinente propuesta de acuerdo de modificación de estatutos; todo ello en los términos de la vigente Ley de Sociedades de Capital.

### **3.2.11 Impacto en empleo, género y responsabilidad social corporativa**

El apartado 13 del Proyecto Común de Fusión recoge las posibles consecuencias de la Fusión sobre el empleo, así como su eventual impacto de género en los órganos de administración y la incidencia, en su caso, en la responsabilidad social de la empresa. Con ello, el Proyecto Común de Fusión cumple con lo dispuesto en la mención 11ª del artículo 31 de la Ley de Modificaciones Estructurales.

En el apartado 5 de este Informe se analizan las consecuencias de la Fusión para los accionistas, los acreedores y los trabajadores de las sociedades participantes.

### **3.2.12 Otras menciones del Proyecto Común de Fusión**

Además de las menciones mínimas exigidas por la ley, el Proyecto Común de Fusión aborda otras cuestiones cuya inclusión obedece a un criterio de relevancia o trascendencia a juicio de los Consejos de Administración de Antena 3 y La Sexta que han concebido y proyectado la operación. Se trata, en suma, de los puntos siguientes:

#### 3.2.12.1 Régimen fiscal

El apartado 11 del Proyecto Común de Fusión indica que la Fusión se acoge al régimen tributario establecido en el Capítulo VIII del Título VII y disposición adicional segunda del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, concurriendo en la misma los motivos económicos válidos exigidos para la aplicación de dicho régimen especial en cumplimiento del artículo 96.2 de dicha Ley, previendo la realización de las comunicaciones pertinentes a tal efecto.

#### 3.2.12.2 Nombramiento de experto independiente

Se ha considerado oportuno indicar en el Proyecto Común de Fusión (*vid.* apartado 14) que los Consejos de Administración de las sociedades participantes han optado, de conformidad con el artículo 34.1 de la Ley de Modificaciones Estructurales, por solicitar al Registro Mercantil de Madrid la designación de un único experto independiente para que elabore un único informe sobre el Proyecto Común de Fusión y sobre el patrimonio aportado por La Sexta a Antena 3 como consecuencia de la Fusión. Todo ello de conformidad con lo establecido en el artículo 34 de la Ley de Modificaciones Estructurales y en los artículos 349.2 y 338 del Reglamento del Registro Mercantil.

En este sentido, se hace constar que el 8 de febrero de 2012, el indicado Registro Mercantil de Madrid designó como experto independiente a GRANT THORNTON, S.L.P, el cual aceptó su designación en esa misma fecha.

#### 3.2.12.3 Autorizaciones administrativas

A su vez, el apartado 15 del Proyecto Común de Fusión alude a las autorizaciones que pudieran resultar necesarias (en particular, la obtención de la autorización por parte de las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia y la autorización para la transmisión de la licencia de comunicación audiovisual titularidad de La Sexta y de la concesión para el uso privativo del dominio público radioeléctrico aparejada a la misma) a las cuales queda condicionada la efectividad de la Fusión y, por tanto, su inscripción registral.

### 3.3 DESARROLLO DEL PROCEDIMIENTO LEGAL DE FUSIÓN POR ABSORCIÓN

Para una mejor comprensión del desarrollo del proceso de fusión, resulta conveniente identificar y exponer brevemente sus principales hitos, en orden cronológico, mencionando asimismo los preceptos relevantes de las leyes que lo gobiernan.

#### 3.3.1 Aprobación y firma del Proyecto Común de Fusión

La Ley establece, como punto de partida obligatorio del proceso de fusión, la elaboración, por parte de los administradores de las sociedades intervinientes, de un

proyecto común de fusión (artículos 30 y siguientes de la Ley de Modificaciones Estructurales).

El Proyecto Común de Fusión objeto de este Informe, en el que se sientan las bases y la estructura de la operación, fue redactado, aprobado y suscrito por los Consejos de Administración de Antena 3 y La Sexta en sendas sesiones celebradas el día 25 de enero de 2012.

El pasado día 7 de febrero de 2012 se presentó para su depósito un ejemplar original del Proyecto Común de Fusión en el Registro Mercantil de Madrid, habiendo quedado efectuado el depósito en fecha 7 de febrero de 2012, tal y como resultó publicado en el BORME, número 34, de fecha 17 de febrero de 2012.

### **3.3.2 Informe del experto independiente sobre el Proyecto Común de Fusión**

De conformidad con lo establecido en los artículos 34 de la Ley de Modificaciones Estructurales y 338 y 349 del Reglamento del Registro Mercantil y concordantes, el día 26 de enero de 2012, Antena 3 y La Sexta presentaron una instancia conjunta en el Registro Mercantil de Madrid por la cual solicitaban la designación de un experto independiente común para que emitiese un único informe sobre el Proyecto Común de Fusión.

La designación se produjo el día 8 de febrero de 2012 y recayó en GRANT THORNTON, S.L.P, que aceptó el encargo en esa misma fecha. El día 21 de febrero GRANT THORNTON, S.L.P emitió el preceptivo informe sobre el Proyecto Común de Fusión, copia del cual se adjunta como Anexo a este Informe.

### **3.3.3 Informe de administradores sobre el Proyecto Común de Fusión**

Siguiendo el mandato del artículo 33 de la Ley de Modificaciones Estructurales, los administradores de La Sexta han redactado este Informe, en el que explican y justifican detalladamente el Proyecto Común de Fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje de las acciones, así como las implicaciones de la Fusión para los accionistas, los acreedores y los trabajadores de La Sexta. El Consejo de Administración de La Sexta ha aprobado este Informe en la fecha de hoy.

Igualmente, de acuerdo con el artículo 33 de la Ley de Modificaciones Estructurales, los administradores de Antena 3 en el día de hoy, han aprobado un informe que recoge su respectiva justificación y explicación sobre el Proyecto Común de Fusión.

### **3.3.4 Documentación equivalente al folleto**

Ni la emisión ni la admisión a cotización de las nuevas acciones de Antena 3 que, en su caso, se emitan con ocasión de la Fusión por absorción entre Antena 3 y La Sexta requerirán la publicación de un folleto informativo, sino la presentación ante la CNMV de la “información equivalente” a que se refiere el artículo 26 del Real Decreto 1310/2005 y que se pondrá oportunamente a disposición de los accionistas.

### **3.3.5 Convocatoria de las Juntas Generales de accionistas de La Sexta y de Antena 3**

Se prevé que La Sexta celebre una Junta General extraordinaria de accionistas con carácter universal para resolver sobre la operación de fusión, con carácter simultáneo a la celebración de la Junta General de accionistas que a continuación se detalla de Antena 3.

Por su parte, el Consejo de Administración de Antena 3 ha acordado, en el día de hoy, convocar la Junta General ordinaria de accionistas para su celebración en Madrid el 25 de abril de 2012, en primera convocatoria o, de no alcanzarse el quórum necesario, en segunda convocatoria, el día siguiente, 26 de abril de 2012.

A su vez, de acuerdo con lo establecido en el Proyecto Común de Fusión, entre los puntos del Orden del Día de la Junta General ordinaria de accionistas de Antena 3 se encontrará la deliberación y, en su caso, aprobación de los acuerdos de fusión por absorción de La Sexta por parte de Antena 3, así como el aumento de su capital social para atender la ecuación de canje y la consecuente modificación del artículo 5 de sus Estatutos Sociales.

Al publicar la convocatoria de la Junta General de Accionistas de Antena 3, se pondrán a disposición los documentos que se detallan en el apartado 3.4 siguiente.

### **3.3.6 Acuerdos de Fusión y publicación de anuncios**

De conformidad con el artículo 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales, la Fusión deberá ser acordada por las Juntas Generales de accionistas de Antena 3 y La Sexta, ajustándose estrictamente al Proyecto Común de Fusión.

Una vez que, en su caso, se adopte el acuerdo de fusión por absorción de Antena 3 y La Sexta, su texto será publicado en el BORME y en un diario de gran circulación de la provincia de Madrid, tal y como exige el artículo 43 de la Ley de Modificaciones Estructurales. En estos anuncios se hará constar: (a) el derecho que asiste a los accionistas y acreedores de Antena 3 y La Sexta a obtener el texto íntegro del acuerdo adoptado y del balance de la Fusión; así como (b) el derecho de oposición que corresponde a los acreedores.

De acuerdo con el artículo 44 de la Ley de Modificaciones Estructurales, con la publicación del último de los anuncios se abrirá el preceptivo plazo de un (1) mes para que puedan oponerse a la Fusión los acreedores y los titulares de obligaciones de Antena 3 y La Sexta cuyos créditos hubieran nacido antes de la publicación del Proyecto Común de Fusión, no hubieran vencido en ese momento y hasta que se les garanticen tales créditos, siempre y cuando, en el caso de los obligacionistas, la Fusión no haya sido aprobada por la correspondiente asamblea de obligacionistas. No gozarán de derecho de oposición los acreedores cuyos créditos se encuentren ya suficientemente garantizados.

### **3.3.7 Otorgamiento e inscripción de la escritura de Fusión**

Una vez adoptados los correspondientes acuerdos de fusión, publicados los anuncios y transcurrido el plazo legal sin que ningún acreedor hubiera ejercitado su derecho de oposición o, en su caso, habiéndose satisfecho o garantizado debidamente los créditos

de aquéllos que sí lo hubiesen ejercitado, y habiéndose obtenido las oportunas autorizaciones administrativas señaladas en el apartado 15 del Proyecto Común de Fusión, se procederá a otorgar la correspondiente escritura de Fusión por absorción de La Sexta por parte de Antena 3.

A continuación, la escritura de Fusión será presentada para su inscripción en el Registro Mercantil de Madrid, procediéndose a la cancelación de los asientos registrales correspondientes a La Sexta.

### **3.3.8 Realización del canje y admisión a negociación**

Una vez inscrita la escritura de Fusión en el Registro Mercantil de Madrid se procederá al canje de las acciones de La Sexta por acciones de Antena 3, en los términos establecidos en el Proyecto Común de Fusión y en el apartado 3.2.4 de este Informe.

Inmediatamente después se solicitará la admisión a cotización de las nuevas Acciones B en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao, así como su incorporación al Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo). No se solicitará la admisión a cotización de las nuevas Acciones C hasta que no se conviertan en acciones ordinarias, una vez transcurridos 24 meses desde la fecha en que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid y pierdan la limitación temporal de sus derechos económicos.

Las acciones B y C serán emitidas al valor equivalente a la cotización oficial de cierre de las acciones de Antena 3 en la fecha de efectividad del acuerdo de ampliación de capital, esto es, cuando se produzca el cumplimiento de la última de las condiciones suspensivas.

### **3.4 INFORMACIÓN SOBRE LA OPERACIÓN PROYECTADA**

De acuerdo con lo establecido en el artículo 39 de la Ley de Modificaciones Estructurales, desde la publicación de la convocatoria de la Junta General de accionistas de Antena 3, se pondrán a disposición de sus accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales, así como de los representantes de sus trabajadores, para su examen en el domicilio social, los siguientes documentos relativos a la Fusión:

- a) el Proyecto Común de Fusión;
- b) los informes de los administradores de Antena 3 y de La Sexta sobre el Proyecto Común de Fusión;
- c) el informe del experto independiente;
- d) las cuentas anuales y los informes de gestión de Antena 3 y La Sexta de los últimos tres ejercicios, junto con los informes de los auditores de cuentas correspondientes;
- e) el balance de Fusión de Antena 3 y La Sexta;
- f) los estatutos sociales vigentes de Antena 3 y La Sexta;
- g) el texto íntegro de las propuestas de acuerdo correspondientes a los puntos del orden del día de la convocatoria de la Junta General de accionistas de Antena 3

junto con los preceptivos informes del Consejo de Administración de Antena 3 en relación con aquellas de esas propuestas de acuerdo que así lo requieran o que, de otro modo, se han considerado convenientes; y

h) la identidad de los administradores de Antena 3 y La Sexta, respectivamente, así como la fecha desde la que desempeñan sus cargos.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 39 de la Ley de Modificaciones Estructurales, los accionistas y los representantes de los trabajadores de Antena 3 y La Sexta están facultados para pedir la entrega o el envío gratuito de todos estos documentos por cualquier medio admitido en derecho.

De acuerdo con lo dispuesto en la Ley de Sociedades de Capital y sus normas de desarrollo, las propuestas de acuerdos, junto con su justificación y los informes que sean preceptivos o cuya puesta a disposición acuerde el Consejo, podrán consultarse también, desde las fechas de la convocatoria, en la página web corporativa de Antena 3 ([www.grupoantena3.com](http://www.grupoantena3.com)).

#### **4 ASPECTOS ECONÓMICOS DEL PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN**

##### **4.1 BALANCES DE FUSIÓN, CUENTAS ANUALES Y MODIFICACIONES**

El apartado 4.1 del Proyecto Común de Fusión especifica que se considerarán como balances de fusión, a los efectos del artículo 36.1 de la Ley de Modificaciones Estructurales, los cerrados por Antena 3 y La Sexta, respectivamente, el 31 de diciembre de 2011.

Dichos balances han sido formulados por los respectivos Consejos de Administración los días 22 de febrero de 2012 (en el caso de Antena 3) y 6 de febrero de 2012 (en el caso de La Sexta), debidamente verificados por los auditores de cuentas de ambas sociedades y serán sometidos a la aprobación de las Juntas Generales de accionistas de cada una de las sociedades que hayan de resolver sobre la Fusión, con carácter previo a la adopción del propio acuerdo de fusión.

Asimismo, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 31.10ª de la Ley de Modificaciones Estructurales, el apartado 4.2 del Proyecto Común de Fusión deja constancia de que las condiciones en las que se realiza la Fusión se han determinado tomando en consideración las cuentas anuales de las sociedades que se fusionan correspondientes al ejercicio cerrado el día 31 de diciembre de 2011, siendo el ejercicio social de Antena 3 y La Sexta coincidente con el año natural.

Los balances de fusión y las cuentas anuales referidas se pondrán a disposición de los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales, así como de los representantes de los trabajadores, junto con los restantes documentos a que hace referencia el artículo 39.1 Ley de Modificaciones Estructurales, para su examen en el correspondiente domicilio social en el momento en que se publique la convocatoria de la junta general de accionistas que haya de resolver sobre la Fusión.

##### **4.2 TIPO DE CANJE DE LAS ACCIONES**

Tal y como se indica en el apartado 3 del Proyecto Común de Fusión, el tipo de canje de las acciones de las entidades que participan en la Fusión, que ha sido determinado sobre

la base del valor real de los patrimonios sociales de Antena 3 y La Sexta, será de 0,527 acciones de Antena 3, de SETENTA Y CINCO CÉNTIMOS (0,75) DE EURO de valor nominal cada una, por cada acción de La Sexta, de DOS EUROS CON TRECE CÉNTIMOS (2,13) DE EUROS de valor nominal cada una.

Como acuerdo independiente aunque vinculado a la fusión, Antena 3 y La Sexta han acordado igualmente atribuir a los accionistas de esta última una participación adicional de hasta 15.818.704 acciones de Antena 3 representativas del 7% de su capital, aunque condicionada al cumplimiento en cualquiera de los ejercicios de 2012, 2013, 2014, 2015 y 2016 de unos objetivos relacionados con los resultados del Grupo Antena 3. La entrega total o parcial de esta participación adicional, en caso de cumplirse los objetivos previstos, se realizaría íntegramente mediante acciones pertenecientes a la autocartera de Antena 3 y no supondría, pues, ninguna emisión de acciones adicional.

#### **4.3 JUSTIFICACIÓN DEL TIPO DE CANJE**

El tipo de canje, de conformidad con lo previsto en el artículo 25 de la Ley de Modificaciones Estructurales, ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios de La Sexta y Antena 3.

El criterio utilizado por el Consejo de Administración de La Sexta para determinar el valor real de los patrimonios de La Sexta y Antena 3 a efectos de determinar dicho tipo de canje ha sido principalmente el método del Descuento de Flujos de Caja (DFC) y como contraste el método de Múltiplos de Mercado y el de precio medio de cotización (éste solamente aplicable a Antena 3).

##### **• Descuento de Flujos de Caja (DFC)**

De acuerdo con el método del DFC, el valor de un negocio es igual al valor actual de los flujos de caja del negocio que él mismo generará en el futuro, para un período previamente delimitado, más el valor residual del negocio al final de dicho período, ambos sumandos descontados al valor presente sobre la base de una tasa de actualización que refleje adecuadamente el riesgo de la inversión. El proceso de DFC se puede dividir en las siguientes fases:

- Estimar los flujos de caja libres futuros para un determinado período de proyección a partir de las proyecciones financieras que nos han sido facilitadas.
- Estimar el valor presente de dichos flujos de caja, aplicando una tasa de descuento que considera el riesgo relativo de obtenerlos y el valor temporal del dinero.
- Estimar el valor residual del negocio al final del período de proyección y estimar su valor presente.
- Agregar el valor residual y el valor presente de los flujos de caja proyectados para obtener el valor del negocio.
- Realizar un análisis de sensibilidad de las variables críticas para obtener diversos escenarios distintos al caso base.

- **Múltiplos de Mercado**

El método de múltiplos de compañías comparables indica el valor de mercado de una compañía comparándolo con los múltiplos resultantes de compañías cotizadas de negocios similares. Las condiciones y las expectativas de las compañías comparables dependen de factores comunes tales como la demanda global de sus productos y servicios, su tamaño, rentabilidad y expectativas de crecimiento, entre otros.

Después de identificar y seleccionar las compañías comparables cotizadas, se analiza su negocio y sus resultados para establecer la similitud relativa. Se calculan los múltiplos de precio y valor de negocio de las compañías comparables y después se ajustan con factores tales como el tamaño, el crecimiento, la rentabilidad, el riesgo y el retorno de la inversión.

Los múltiplos ajustados se aplican a los resultados de la compañía analizada para estimar un valor de mercado. Del mismo modo, se pueden utilizar múltiplos implícitos en operaciones sobre el capital de empresas similares, aunque puedan no estar cotizadas, lo que nos permite tener una indicación del valor de mercado asignado a la fecha de la operación.

El método de múltiplos suele ser utilizado para contrastar y validar el método DFC.

- **Precio medio de cotización**

La cotización media durante un período representativo anterior al acuerdo de fusión, es un criterio de valoración establecido por la normativa vigente. A estos efectos se ha ponderado la cotización media en función del volumen de títulos negociados para el periodo considerado de doce meses.

- Adicionalmente los administradores de Antena 3 y La Sexta han evaluado las posibles sinergias resultantes de la fusión con base en las estructuras de costes actuales, así como los planes conjuntos de ambas sociedades.

Asimismo, se ha considerado que las sinergias y el escudo fiscal derivado de la utilización de las bases imponibles negativas suponen un mayor valor de los activos de La Sexta para Antena 3, contribuyendo La Sexta en más de un 7% (equivalente a su participación en la sociedad resultante de la fusión) a que se generen dichas sinergias.

#### **4.3.4. Conclusión**

En definitiva, por todo cuanto antecede, el Consejo de Administración de La Sexta considera que el tipo de canje propuesto en el Proyecto de Fusión está suficientemente justificado y resulta equitativo para los accionistas de La Sexta.

Así lo ha confirmado GRANT THORNTON, S.L.P, experto independiente designado por el Registro Mercantil de Madrid, al que se ha hecho referencia el apartado 3.3.2 anterior, en el informe dirigido a los Consejo de Administración de Antena 3 y la Sexta, copia del cual se adjunta a este Informe como Anexo.

#### **4.4 VALOR NETO CONTABLE DEL PATRIMONIO DE LA SEXTA QUE SE TRANSMITIRÁ A ANTENA 3**

De acuerdo con el balance de La Sexta a 31 de diciembre de 2011, tal y como se indica en el apartado 4.3.3 del Proyecto Común de Fusión, el valor de los fondos propios de La Sexta que será recibido por Antena 3 asciende a 44.176.233,14€. Sin embargo, de acuerdo con las cuentas anuales individuales de La Sexta auditadas, a 31 de diciembre de 2011, el patrimonio neto definitivo que finalmente se transmitirá asciende a 50.169.528€.

### **5. IMPLICACIONES DE LA FUSIÓN PARA LOS ACCIONISTAS, LOS ACREEDORES Y LOS TRABAJADORES.**

#### **5.1 IMPLICACIONES PARA LOS ACCIONISTAS**

Como consecuencia de la Fusión, los accionistas de La Sexta dejarán de ostentar dicha condición, incorporándose como accionistas de Antena 3. Ello se articulará mediante la atribución de acciones de Antena 3 a los accionistas de La Sexta en proporción a su respectiva participación en el capital de La Sexta, de acuerdo con el tipo de canje fijado (vid. *supra* apartado 3.2.2). El canje se desarrollará en los términos expuestos en el apartado 3.2.4 anterior y, por tanto, no requiere de ninguna actuación especial por parte de los accionistas de La Sexta.

Desde la efectividad de la Fusión, La Sexta se extinguirá para integrarse en Antena 3. Los estatutos por los que se regirá Antena 3 (y que, por tanto, regularán las relaciones entre los hasta entonces accionistas de La Sexta y la sociedad absorbente) serán aquéllos que están vigentes a día de hoy en su página web corporativa, [www.grupoantena3.com](http://www.grupoantena3.com) y copia de los cuales se adjunta al Proyecto Común de Fusión como anexo a aquél, todo ello sin perjuicio de las modificaciones de los referidos estatutos que puedan resultar de los acuerdos cuya adopción propondrá el Consejo de Administración de Antena 3 a la Junta General ordinaria de accionistas de Antena 3.

Por último, debe señalarse que la Fusión implica para los accionistas de La Sexta la atribución de los derechos y deberes, en igualdad de condiciones con los actuales accionistas de Antena 3, que les correspondan, legal y estatutariamente, por su condición de accionistas, a excepción de las particularidades recogidas en el apartado 3.2.3 relativas al derecho a recibir dividendos.

#### **5.2 IMPLICACIONES PARA LOS ACREEDORES**

La Fusión implicará el traspaso en favor de Antena 3, a título universal y en un solo acto, de todos los bienes, derechos y obligaciones que conforman el patrimonio social de La Sexta. Las obligaciones que Antena 3 hubiera contraído con sus acreedores con anterioridad a la Fusión se mantendrán inalteradas. Las relaciones jurídicas de La Sexta, que engloban aquellas que haya contraído con sus acreedores, se mantendrán vigentes si bien habrá cambiado su titular, pasando a ser Antena 3 (salvo aquéllas en las que el cambio de titular lleve aparejada su resolución, que dejarán de surtir efectos). Por consiguiente, Antena 3 pasará a ser parte deudora en las obligaciones que La Sexta hubiera contraído con sus acreedores.

Por último, debe recordarse que, a partir del momento en que se publique el anuncio del acuerdo de fusión, los acreedores y titulares de obligaciones de La Sexta cuyos créditos no estén vencidos y hubieran nacido antes de la fecha de publicación del Proyecto Común de Fusión podrán, durante el plazo de un (1) mes y hasta que se les garanticen tales créditos, ejercer su derecho de oposición a la Fusión en los términos regulados en el artículo 44 de la Ley de Modificaciones Estructurales. No gozarán de derecho de oposición los acreedores cuyos créditos se encuentren ya suficientemente garantizados.

### **5.3 IMPLICACIONES PARA LOS TRABAJADORES**

Tras la Fusión, Antena 3, en su condición de sociedad absorbente, se hará cargo de la totalidad de medios humanos y materiales con que La Sexta cuenta en la actualidad, así como de las políticas y procedimientos que ésta ha venido observando en materia de gestión de personal. En consecuencia, y de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores, regulador del supuesto de sucesión de empresa, Antena 3 se subrogará en los derechos y obligaciones laborales de los trabajadores de La Sexta.

A su vez, La Sexta dará cumplimiento a sus obligaciones de información y, en su caso, de consulta a la representación legal de sus trabajadores, conforme a lo dispuesto en la normativa laboral. Asimismo, la Fusión se notificará a los organismos públicos a los que resulte procedente y, en particular, a la Tesorería General de la Seguridad Social.

### **6. CONCLUSIONES**

Con base en todo lo anterior, los miembros del Consejo de Administración de La Sexta expresan su convencimiento de que:

(i) la Fusión entre Antena 3 y La Sexta a la que se refiere el Proyecto Común de Fusión objeto de este Informe resulta beneficiosa para ambas entidades y, por ende, para sus respectivos accionistas; y

(ii) la relación de canje propuesta en el Proyecto Común de Fusión está justificada y resulta razonable desde la perspectiva financiera para los accionistas de ambas entidades, como corrobora el experto independiente designado por el Registro Mercantil de Madrid.

En Madrid, a 22 de febrero de 2012



Grant Thornton

An instinct for growth™

## Antena 3 de Televisión, S.A. Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A

Informe de experto independiente en relación con el Proyecto Común de Fusión relativo a la fusión por absorción de Antena 3 de Televisión, S.A. y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A., así como del patrimonio que aporta la sociedad absorbida que se extingue a la sociedad absorbente, como consecuencia de la fusión.

### Estrictamente Confidencial

Madrid, 22 de febrero de 2012



A los accionistas de  
Antena 3 de Televisión, S.A. y  
Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A.

Por encargo del Registro Mercantil.

A los fines previstos en el artículo 34 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles emitimos el presente informe en calidad de expertos independientes sobre el proyecto de fusión por absorción entre las sociedades Antena 3 de Televisión, S.A. (en adelante “Antena 3” o “sociedad absorbente”) y Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A. (en adelante “La Sexta” o “sociedad absorbida”, y “las Sociedades” o “las Partes” al referirnos conjuntamente a La Sexta y Antena 3) así como sobre el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue, y en particular, respecto a si el tipo de canje de las acciones está o no justificado, cuáles han sido los métodos seguidos para establecerlo y si tales métodos son adecuados.

## **1. Descripción general de la operación**

### **1.1. Relación de las sociedades participantes en la fusión**

Gestora de Inversiones Audiovisuales La Sexta, S.A., con domicilio en Carretera de Fuencarral – Alcobendas, km 12,40, es una sociedad de nacionalidad española, con N.I.F. número A-84434935.

Antena 3 de Televisión, S.A. con domicilio social en Isla Graciosa, 13 en San Sebastián de los Reyes, es una sociedad de nacionalidad española, con N.I.F.: número A-78839271. Las acciones de Antena 3 de Televisión S.A. se encuentran admitidas a cotización en la Bolsa de Valores de Madrid.

### **1.2. Descripción del proceso de fusión**

Con fecha 25 de enero de 2012, los Consejos de Administración de La Sexta y Antena 3, a efectos de lo previsto en los artículos 30, 31 y concordantes de la Ley 3/2009, de 3 de abril sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en lo sucesivo LMESM) formularon un proyecto común de fusión, que será sometido para su aprobación, a las Juntas Generales de accionistas de Antena 3 y La Sexta, según lo previsto en el artículo 40 de la LMESM. En particular, la fusión proyectada se llevará a cabo mediante la absorción de La Sexta por Antena 3, con extinción de la primera y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la segunda, que adquirirá, por sucesión universal, la totalidad de los bienes, derechos y obligaciones de La Sexta.

Al objeto de permitir que los accionistas de La Sexta reciban un número de acciones de Antena 3 proporcional a sus respectivas participaciones en el accionariado de La Sexta, Antena 3 aumentará su capital social mediante la creación de 14.620.000 acciones de nueva emisión y entregará 1.181.296 acciones pertenecientes a su autocartera.

De este modo, los accionistas de La Sexta, como contraprestación por la aportación de la totalidad del capital social de La Sexta a Antena 3, recibirán un total de 15.801.296 acciones de Antena 3, con un valor nominal de 0,75 euros por acción que serán representativas del 7% del capital social de Antena 3 resultante tras la ejecución de la fusión. La ampliación de capital equivaldría a un porcentaje del 6,48% del capital social de Antena 3 tras la ejecución de la mencionada fusión.

### **1.3. Tipo de canje de la fusión**

En consecuencia, y sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Antena 3 y La Sexta, el proyecto de fusión contempla como criterio o relación de canje que la contraprestación por cada acción de La Sexta, de valor nominal 2,13 euros, será de 0,527 acciones de Antena 3 de 0,75 euros de valor nominal cada una. No está prevista la entrega de ninguna compensación complementaria en dinero.

### **1.4. Procedimiento de canje y método para atender la ecuación de canje**

El canje se realizará mediante una emisión de acciones nuevas en Antena 3 y con acciones mantenidas en la autocartera de Antena 3.

#### **1.4.1. Autocartera**

Antena 3 entregará a los accionistas de La Sexta 1.181.296 acciones pertenecientes a su autocartera ("Acciones A"), representativas del 0,56% de su capital social, en contraprestación por la aportación a Antena 3 de 2.237.932 acciones de La Sexta representativas del 7,48% de su capital social.

#### **1.4.2. Acciones de nueva emisión**

Los accionistas de La Sexta, como contraprestación por la aportación a Antena 3 de 27.691.631 acciones de La Sexta representativas del 92,52% de su capital social, recibirán un total de 14.620.000 acciones de Antena 3 de nueva emisión, representativas del 6,48% del capital social de Antena 3 resultante tras la fusión, distribuidas del modo siguiente:

- "Acciones B": 13.438.704 acciones
- "Acciones C": 1.181.296 acciones.

Las acciones A y B provistas de los mismos derechos y de la misma clase que las actualmente existentes. No obstante lo anterior, los titulares de estas acciones no tendrán derecho a recibir dividendos con cargo a beneficios generados por Antena 3 con anterioridad a la fecha en la que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

Las acciones C serán pertenecientes a una nueva clase cuyos derechos económicos se verán limitados de forma que sus titulares no tendrán derecho a recibir dividendos con cargos a beneficios generados por Antena 3 (i) con anterioridad a la fecha en que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid y (ii) durante los 24 meses siguientes a la fecha en la que la fusión resulte debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, con independencia de la fecha en que se distribuyan.

Las acciones B y C serán emitidas al valor equivalente a la cotización oficial de cierre de las acciones de Antena 3 en la fecha de efectividad del acuerdo de ampliación de capital, esto es, cuando se produzca el cumplimiento de la última de las condiciones suspensivas. Tanto el valor nominal de dichas acciones como la correspondiente prima de emisión quedarán enteramente desembolsados como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio social de La Sexta a Antena 3.

### **1.5. Patrimonio de la sociedad absorbida que se transmite a la sociedad absorbente**

A los efectos de lo dispuesto en el artículo 31.9º de la LMESM, los activos y pasivos transmitidos por La Sexta a Antena 3 se registrarán en la contabilidad de Antena 3 por su valor razonable. De acuerdo con el proyecto de fusión, el valor neto del patrimonio a transmitir a 31 de diciembre de 2011 (fecha de los balances de fusión), se estimó que ascendería a 44.176.233,14 euros. Sin embargo, de acuerdo con las cuentas anuales individuales de La Sexta auditadas, a 31 de diciembre de 2011 el patrimonio neto definitivo que finalmente se transmitirá asciende a 50.169.528 euros.

Se considerarán como balances de fusión, a los efectos del artículo 36.1 de la LMESM, los balances del ejercicio cerrados por Antena 3 y La Sexta a 31 de diciembre de 2011, que serán formulados por los respectivos consejos de administración y debidamente verificados por los auditores de cuentas de ambas sociedades y sometidas a la aprobación de las respectivas juntas generales de accionistas.

## **2. Aspectos de Valoración**

### **2.1. Criterios de valoración adoptados**

A fin de determinar el valor de la aportación, las Partes han efectuado sendas valoraciones de Antena 3 y La Sexta utilizando los métodos del i) Descuento de flujos de Caja (DFC), ii) Múltiplos de Mercado y iii) Precio medio de cotización (éste último solamente para el caso de Antena 3). La metodología principal aplicada ha sido el DFC y, como contraste los otros dos métodos mencionados. La información en la cual se ha basado la valoración es fundamentalmente información pública y, de forma limitada, información que ha sido facilitada por la Dirección de Antena 3.

#### **2.1.1. Descuento de Flujos de Caja (DFC)**

De acuerdo con el método del DFC, el valor de un negocio es igual al valor actual de los flujos de caja del negocio que él mismo generará en el futuro, para un período previamente delimitado, más el valor residual del negocio al final de dicho período, ambos sumandos descontados al valor presente sobre la base de una tasa de actualización que refleje adecuadamente el riesgo de la inversión. El proceso de DFC lo podemos dividir en las fases siguientes:

- Estimar los flujos de caja libres futuros para un determinado período de proyección a partir de las proyecciones financieras que nos han sido facilitadas.
- Estimar el valor presente de dichos flujos de caja, aplicando una tasa de descuento que considera el riesgo relativo de obtenerlos y el valor temporal del dinero.
- Estimar el valor residual del negocio al final del período de proyección y estimar su valor presente.

- Agregar el valor residual y el valor presente de los flujos de caja proyectados para obtener el valor del negocio.
- Realizar un análisis de sensibilidad de las variables críticas para obtener diversos escenarios distintos al caso base.

### **2.1.2. Múltiplos de Mercado**

El método de múltiplos de compañías comparables indica el valor de mercado de una compañía comparándolo con los múltiplos resultantes de compañías cotizadas de negocios similares. Las condiciones y las expectativas de las compañías comparables dependen de factores comunes tales como la demanda global de sus productos y servicios, su tamaño, rentabilidad y expectativas de crecimiento, entre otros.

Después de identificar y seleccionar las compañías comparables cotizadas, se analiza su negocio y sus resultados para establecer la similitud relativa. Se calculan los múltiplos de precio y valor de negocio de las compañías comparables y después se ajustan con factores tales como el tamaño, el crecimiento, la rentabilidad, el riesgo y el retorno de la inversión. Los múltiplos ajustados se aplican a los resultados de la compañía analizada para estimar un valor de mercado.

Del mismo modo, se pueden utilizar múltiplos implícitos en operaciones sobre el capital de empresas similares, aunque puedan no estar cotizadas, lo que nos permite tener una indicación del valor de mercado asignado a la fecha de la operación.

El método de múltiplos suele ser utilizado para contrastar y validar el método DFC.

### **2.1.3. Precio medio de cotización**

La cotización media durante un período representativo anterior al acuerdo de fusión, es un criterio de valoración establecido por la normativa vigente. A estos efectos se ha ponderado la cotización media en función del volumen de títulos negociados para el período considerado de doce meses.

Adicionalmente las Partes han evaluado las posibles sinergias resultantes de la fusión con base en las estructuras de costes actuales, así como los planes conjuntos de La Sexta y Antena 3. Asimismo, se ha considerado las sinergias fiscales derivadas de la utilización de las bases imponibles negativas de La Sexta. Las sinergias y el escudo fiscal derivado de la utilización de las bases imponibles negativas suponen un mayor valor de los activos de La Sexta para Antena 3. Si bien su consecución contiene un cierto grado de subjetividad, como parte de nuestra intervención hemos considerado que La Sexta contribuye en más de un 7% (equivalente a su participación en la sociedad resultante de la fusión) a que se generen dichas sinergias.

Las valoraciones de Antena 3 y La Sexta efectuadas de acuerdo a los métodos anteriormente descritos constituyó la base para determinar los términos de la fusión y, en particular, el tipo de canje acordado.

### **3. Alcance y aspectos a considerar de nuestro trabajo**

El alcance de nuestra actuación profesional se ha limitado a lo establecido en el artículo 34 de la LMESM como profesionales encargados de elaborar el informe único sobre el proyecto de fusión. En concreto, nuestro trabajo ha cubierto los siguientes aspectos:

- Justificación o no del tipo de canje de las acciones
- Adecuación de los métodos seguidos para establecer dicho tipo de canje.
- Dificultades especiales de valoración.
- Comprobación de si el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue es igual por lo menos, al aumento de capital de la sociedad absorbente.

#### **3.1. Alcance**

Nuestro trabajo ha cubierto fundamentalmente las siguientes áreas:

- Revisión del ejercicio de valoración de La Sexta realizado con motivo del nombramiento del Registro Mercantil número XIII de Madrid de fecha 25 de enero de 2010.
- Breve análisis del mercado audiovisual;
- Breve análisis de la evolución histórica y estratégica de las Compañías;
- Adquisición de un buen entendimiento sobre el alcance y las conclusiones del trabajo de valoración de Antena 3 y de La Sexta, así como de la ecuación de canje resultante;
- Revisión, análisis y contraste de las metodologías de valoración empleadas en la determinación del valor;
- Análisis de los documentos detallados de las valoraciones y consideración de toda la información financiera tanto interna como externa, auditada y/o no auditada que sea necesaria para completar el alcance anterior ;
- Revisión y análisis de la razonabilidad de las hipótesis que sustentan los Planes de Negocio de las Compañías teniendo en cuenta el comportamiento histórico, la situación actual y las perspectivas del mercado audiovisual;
  - Análisis de los Planes de Negocio elaborados por la Dirección de ambas Compañías;
  - Contraste de las hipótesis empleadas en la preparación de las proyecciones financieras.
- Revisión de los cálculos fiscales relativos al valor actual de los créditos fiscales de la Sexta que está previsto que se compensen en el futuro, de acuerdo con su plan de negocio.
- Consideración (no auditoría) de los estados financieros más recientes disponibles;
- Revisión de los acontecimientos más significativos acaecidos entre la fecha estados financieros más recientes disponibles y la fecha actual (actas, etc.).

- Revisión de la tasa de descuento utilizada para el Descuento de Flujos de Caja. Análisis de sensibilidad teniendo en cuenta distintas primas de riesgo, teniendo en cuenta las hipótesis consideradas en las proyecciones;
- Análisis del valor residual, análisis del flujo de caja normalizado y del crecimiento a perpetuidad considerado. Análisis de sensibilidad en su caso;
- Revisión del análisis de Múltiplos de Mercado, completarlo en caso de que sea necesario, y contraste con la valoración obtenida a través del método DCF;
- Estimación del precio medio de cotización de Antena 3 de los 12 meses previos al acuerdo de fusión, ponderado por el volumen de negociación.
- Entendimiento de las sinergias generadas en la fusión y revisión del cálculo de la valoración sobre las mismas realizado por las Partes.
- Mantenimiento de reuniones con Antena 3 con el propósito de obtener un buen entendimiento de la operación y del trabajo realizado así como de obtener aclaraciones sobre las cuestiones que se han planteado durante la realización de nuestro trabajo y recabar otra información considerada de utilidad;
- Análisis final de razonabilidad de todos los resultados obtenidos y elaboración de las conclusiones;

La documentación relevante utilizada para la realización de nuestro trabajo ha sido la siguiente:

- Documento de solicitud de nombramiento de experto independiente presentado en el Registro Mercantil por Antena 3.
- Nombramiento de experto independiente por el Registro Mercantil número XIV de Madrid de fecha 8 de febrero de 2012.
- Acuerdo de Integración de Antena 3 y La Sexta, de 14 de diciembre de 2011.
- Proyecto Común de Fusión entre Antena 3 y La Sexta, de 25 de enero de 2012.
- Descripción de los criterios de valoración empleados por la Dirección de Antena 3 y sus asesores que conducen a la valoración efectuada de la aportación no dineraria relativa a las acciones ordinarias de La Sexta.
- Importe de la ampliación de capital prevista (número de acciones y valor nominal) y, en su caso, prima de emisión de las acciones a emitir como contrapartida.
- Documentos detallados de valoración de La Sexta preparados por la Dirección de Antena 3 y sus asesores.
- Cuentas anuales auditadas de La Sexta, individuales y consolidadas, correspondientes al ejercicio 2011.
- Estados financieros de La Sexta correspondientes a los ejercicios 2011 y 2010. Estimación de cierre de la cuenta de resultados consolidados correspondientes a enero de 2012 de La Sexta, y su comparativa con el ejercicio anterior y presupuesto.
- Presupuesto consolidado mensualizado de La Sexta del año 2012 de la cuenta de resultados preparado por la Dirección.
- Proyecciones financieras, planes estratégicos u otra información pública disponible sobre aspectos tales como la gestión, organización, mercado o trayectoria previsible de La Sexta, proporcionada por Antena 3, que pudiera ser de interés para la realización de nuestro trabajo.

- Estados financieros consolidados no auditados 2011 y auditados 2010 de Antena 3.
- Proyecciones financieras de Antena 3 preparadas por la Dirección.
- Información relativa a las sinergias previstas de la fusión, así como una estimación de su valor actual
- Obtención de una carta firmada por la Dirección de Antena 3 y La Sexta, en la que nos han confirmado que nos han facilitado toda la información necesaria para la elaboración de nuestro informe de experto independiente, así como que no se han producido acontecimientos hasta la fecha de nuestro informe, los cuales no hayan sido puestos en nuestro conocimiento y que pudiesen tener un efecto significativo sobre los resultados del mismo.

Nuestro trabajo se ha basado en la información auditada y/o no auditada proporcionada por la Dirección de las Partes. En la realización de nuestro trabajo hemos asumido que dicha información es completa y precisa, así como que refleja las mejores estimaciones de la Dirección de Antena 3 acerca de las perspectivas de su negocio desde el punto de vista operativo, económico y financiero. En este sentido, el alcance de nuestro trabajo no ha consistido en comprobar la veracidad de la información recibida de la Dirección de las Sociedades, no constituyendo el mismo una auditoría a dicha información.

Asimismo nuestro trabajo se ha basado, entre otras, en fuentes de información públicas. No ha constituido parte de nuestro trabajo el contraste de dicha información con evidencias externas a las Sociedades, excepto en aquellos casos en que lo hemos considerado necesario. No obstante, sí nos hemos satisfecho, en la medida de lo posible, de que la información presentada es consistente con otros datos que nos han podido ser proporcionados durante el curso de nuestro trabajo.

Hemos asumido que todas las autorizaciones y registros que resulten pertinentes en España y en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas Sociedades para la efectividad de la operación proyectada se obtendrán sin ningún efecto adverso para Antena 3 y La Sexta o para los beneficios esperados de la operación que afecten de forma significativa a nuestro análisis.

Finalmente, debemos mencionar que nuestro trabajo es de naturaleza independiente y, por tanto, no supone ninguna recomendación a la Dirección de las Sociedades, a los accionistas de las mismas o a terceros en relación con la posición que deberían tomar en relación con la operación u otras transacciones de acciones de las Sociedades. Nuestro trabajo no tiene por objeto analizar la conveniencia de las estrategias de negocio actuales o pasadas de las Sociedades ni las razones de la fusión en relación con otras estrategias de negocio o transacciones por las que hubieran podido optar las Sociedades.

### **3.2. Aspectos relevantes a considerar en nuestra intervención de Experto Independiente**

Las estimaciones de valor están basadas en métodos de valoración comúnmente aceptados en la profesión. Aunque hemos realizado la valoración de manera razonable, sobre la base de la información disponible, debemos indicar que las valoraciones de negocios no cotizados en mercados organizados no son una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis, que contienen cierto grado de subjetividad. En estas circunstancias, no podemos asegurar que terceras partes vayan a estar necesariamente de acuerdo con nuestras conclusiones.

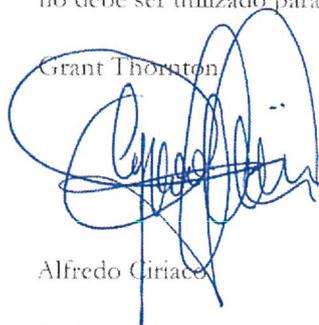
Consideramos conveniente destacar que los estados financieros proyectados, la determinación de los criterios y premisas sobre los que están basados, así como el detalle de la información pertinente que pudiera afectar a la ejecución de los mismos, son responsabilidad de Antena 3 y de La Sexta. En este sentido, como parte integrante de los procedimientos habituales en este tipo de proyectos, hemos solicitado una "Carta de Manifestaciones" en la que representantes de Antena 3 nos confirman por escrito la información (histórica y proyectada) que hemos recibido para la realización de nuestro trabajo, así como otros asuntos que, en su caso, no apareciesen de forma explícita en dicha información.

Una parte sustancial de nuestro trabajo y, por lo tanto, de los resultados del mismo, se ha basado en las proyecciones financieras del negocio de La Sexta y Antena 3 preparadas de acuerdo con unas hipótesis facilitadas por la Dirección de Antena 3 que recogen su estimación más fundamentada acerca del desarrollo de determinados acontecimientos futuros, basándose en las presentes circunstancias y su esperada evolución. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido, y podrían ocurrir acontecimientos no previstos. Por lo tanto, los resultados estimados de los negocios para el periodo de proyección podrían no resultar en el futuro tal y como se han definido, afectando, por tanto, a nuestras conclusiones.

#### 4. Conclusión

En nuestro juicio profesional, teniendo en cuenta los aspectos relevantes expuestos en el apartado anterior, los métodos seguidos para establecer el canje de las acciones son adecuados y el tipo de canje contenido en el proyecto de fusión está justificado. Asimismo, y de acuerdo al precio de cotización de Antena 3 utilizado en el proceso de valoración, el patrimonio aportado por la sociedad absorbida que se extingue es igual, por lo menos, al aumento de capital social que con motivo de la fusión llevará a cabo la sociedad absorbente.

Este Informe Especial ha sido preparado únicamente a efectos de lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, por lo que no debe ser utilizado para ninguna otra finalidad.

Grant Thornton  


Alfredo Ciriaco

Socio

22 de febrero de 2012