

**INMOFIBAN, S.A.**  
**A LA COMISIÓN DEL MERCADO DE VALORES**  
**Paseo de la castellana nº 19**  
**28046, Madrid**  
**Dirección General de Mercados e Inversores**

Madrid, a 29 de noviembre de 2007

Muy Señores Nuestros:

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y demás disposiciones aplicables sobre información al mercado de las sociedades admitidas a negociación en un mercado secundario oficial, se comunica el siguiente

**HECHO RELEVANTE**

Con fecha 28 de noviembre de 2007 el Consejo de Administración de la sociedad INMOFIBAN, S.A. estando presentes la totalidad de los miembros del Consejo de Administración en la reunión, tomaron por unanimidad, entre otros, los siguientes acuerdos:

**Primero.- Proyecto de Fusión entre las sociedades Inmofiban, S.A. y Paneuropea Desarrollos Inmobiliarios, S.A.**

El Consejo de Administración aprobó y suscribió, de conformidad con lo previsto en el artículo 234 de la Ley de Sociedades Anónimas, el Proyecto de Fusión de las sociedades Inmofiban, S.A. y Paneuropea Desarrollos Inmobiliarios, S.A. ("PDI"), que se adjunta a la presente como **Anexo 1**.

De conformidad con lo establecido en el artículo 234.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, los Administradores asumieron formalmente en este acto el compromiso de abstenerse de realizar cualquier clase de acto o de concluir cualquier contrato que pudiera comprometer la aprobación del referido Proyecto de Fusión o modificar sustancialmente la relación de canje de las acciones.

**Segundo.- Designación del Balance de Fusión**

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 239 de la Ley de Sociedades Anónimas, los Administradores designaron como Balance de Fusión, el Balance de la Sociedad, cerrado a 31 de agosto de 2007, que fue formulado por el Consejo de Administración y verificado por los Auditores de la Sociedad. Dicho Balance de Fusión será sometido a la aprobación de la Junta General de Accionistas de la Sociedad que resuelva sobre la Fusión.

**Tercero.- Informe de los Administradores de la Sociedad sobre el Proyecto de Fusión**

El Consejo de Administración aprobó y suscribió el Informe que se adjunta a la presente como **Anexo 2** y que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas, formularon los administradores de la Sociedad en relación con el Proyecto de Fusión de las sociedades Inmofiban, S.A. y Paneuropea Desarrollos Inmobiliarios, S.A.

**Cuarto.- Informe de los Administradores de la Sociedad sobre las modificaciones a introducir en los Estatutos Sociales de la Sociedad como consecuencia de la Fusión de la Sociedad con Paneuropea Desarrollos Inmobiliarios, S.A.**

El Consejo de Administración aprobó y suscribió el Informe que se adjunta a la presente como **Anexo 3** y que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 144.1.a) de la Ley de Sociedades Anónimas, formulan los administradores de la Sociedad en relación con las modificaciones a introducir en los Estatutos Sociales de la Sociedad como consecuencia de la Fusión de la Sociedad con Paneuropea Desarrollos Inmobiliarios, S.A.

**Quinto.- Nombramiento y designación de entidad agente para realizar todas las gestiones relacionadas con el canje**

El Consejo de Administración nombró y designó a VENTURE FINANZAS, S.V., S.A. (la "Entidad Agente") como la entidad encargada de la realización de todas las gestiones relacionadas con el canje. En concreto, la Entidad Agente realizará las siguientes funciones:

- i) Recibir de los accionistas de PDI la información y documentación justificativa del número de acciones de PDI propiedad de cada uno de ellos.
- ii) Asignar a cada uno de los accionistas de PDI las acciones de la Sociedad que le correspondan en función del Tipo de Canje; y
- iii) Gestionar con la SOCIEDAD DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES DE BARCELONA, SCL BARNA la entrega a los accionistas de PDI de las acciones de INMOFIBAN objeto del canje.
- iv) Cualquier otra función o gestión que sea habitual y/o necesaria para el canje.

---

**D. Diego del Cuadro Fueyo**  
**Secretario del Consejo**  
**INMOFIBAN, S.A.**

**Inmofiban, S.A., Pº de la Castellana, 216, 7ª Planta, 28046, Madrid.**

**ANEXO 1**  
**PROYECTO DE FUSIÓN DE INMOFIBAN, S.A. Y PANEUROPEA DESARROLLOS**  
**INMOBILIARIOS, S.A.**

De conformidad con lo previsto en los artículos 234, 235 y concordantes de la Ley de Sociedades Anónimas, los abajo firmantes, en su calidad de miembros de los Consejos de Administración de INMOFIBAN, S.A. (en lo sucesivo, "**INMOFIBAN**") y de PANEUROPEA DESARROLLOS INMOBILIARIOS, S.A. (en lo sucesivo, "**PDI**"), proceden a formular el presente Proyecto de Fusión, que será sometido, para su aprobación, a las respectivas Juntas Generales de Accionistas, según lo previsto en el artículo 240 de la citada Ley, y que se regula como sigue.

**I. PRINCIPIOS GENERALES DETERMINANTES DE LA FUSIÓN**

La creciente competencia en el mercado inmobiliario español y el incremento del tamaño medio de sus principales agentes ha impuesto a las sociedades inmobiliarias españolas la necesidad de alcanzar una mayor dimensión y un mayor nivel de eficiencia y rentabilidad que fortalezca su posición competitiva para dar respuesta a los retos planteados por los nuevos condicionantes del sector.

En este sentido, y tras un análisis de la calidad y complementariedad de los recursos y capacidades acumuladas en INMOFIBAN y en PDI, los Consejos de Administración de ambas sociedades han concluido que resulta conveniente para las mismas proceder a su integración mediante una fusión.

El objetivo de la fusión planteada es construir una nueva organización que dé respuestas a los retos del actual sector inmobiliario mediante la puesta en marcha de un proyecto que permita alcanzar un fortalecimiento de la posición competitiva, así como mayor eficiencia y rentabilidad para el capital.

La fusión de ambas entidades se realizará sobre la base del principio de igualdad, sin perjuicio de que a efectos de la relación de canje se tengan en cuenta los valores económicos respectivos.

Mediante la fusión de INMOFIBAN y PDI se creará un grupo inmobiliario de referencia en el mercado español, con una oferta diversificada y equilibrada de productos inmobiliarios, junto con una adecuada complementariedad geográfica y de experiencia de los equipos directivos. La posición competitiva de la nueva entidad le permitirá no sólo consolidar una posición de relevancia en el mercado inmobiliario español, sino además constituir una sólida plataforma desde la cual emprender nuevos proyectos de expansión.

Además, y como se explicará con mayor detalle en el Apartado III de este Proyecto, esta fusión ya se había previsto en la oferta pública de adquisición formulada por PDI en junio de 2007 sobre el 100% de las acciones de INMOFIBAN.

Los objetivos básicos de la fusión proyectada por ambos Consejos de Administración son los siguientes:

- Configurar un importante grupo inmobiliario español en términos de rentabilidad.

- Capitalizar la complementariedad en la experiencia de gestión de los equipos directivos de INMOFIBAN y PDI en los negocios de patrimonio y de promoción, respectivamente, implementando las "mejores prácticas" de cada compañía.
- Consolidar una base patrimonial sólida y con un gran potencial de crecimiento tanto en el negocio de promoción, gracias a las reservas de suelo de la entidad resultante, como en el negocio patrimonial, con capacidad para mejorar la rotación de activos y conseguir sinergias comerciales.
- Enfocar la estrategia en el crecimiento del valor real de los activos y de la rentabilidad de los mismos, potenciando la recurrencia y estabilidad de los resultados.
- Aprovechar e impulsar las sinergias y complementariedades derivadas de la puesta en común por ambas entidades de proyectos e iniciativas tanto de ámbito estratégico como de desarrollo de negocios y actividades operativas.
- Optimizar la estructura organizativa y de costes de ambas entidades.
- Asegurar, como consecuencia de todo lo anterior, la maximización del valor para los accionistas de las actuales PDI e INMOFIBAN.

Los Consejos de Administración de ambas sociedades se comprometen a desarrollar todas y cada una de las fases del proceso de fusión, de acuerdo con lo establecido en este Proyecto.

## **II IDENTIFICACION DE LAS ENTIDADES PARTICIPANTES EN LA FUSIÓN**

### **INMOFIBAN, S.A.**

Entidad domiciliada en Madrid, Paseo de la Castellana número 216, planta 7ª, código postal 28046, con N.I.F. A- A-58846312.

INMOFIBAN fue constituida mediante escritura pública otorgada el 8 de febrero de 1989 ante el Notario de Barcelona D. Julio Berberena Loperana. Sus estatutos sociales fueron adaptados a la vigente Ley de Sociedades Anónimas mediante escritura pública otorgada el 17 de octubre de 1991 ante el Notario de Barcelona D. Miguel Taragona Coromina, con el número 1.927 de su protocolo.

INMOFIBAN está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 24.671 Folio 68, Sección 8ª, Hoja número M-444038, inscripción 2ª.

### **PANEUROPEA DESARROLLOS INMOBILIARIOS, S.A.**

Entidad domiciliada en Leganés (Madrid), Avenida Rey Juan Carlos I, número 84, con N.I.F. A-83842732.

PDI fue constituida mediante escritura pública otorgada el 4 de diciembre de 2003 ante el Notario de Madrid D. Alberto Navarro-Rubio Serres, con el número 11.132 de su protocolo.

PDI está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 19.523, Libro 0, Folio 53, Sección 8, Hoja M-342844.

### **III. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES DE INMOFIBAN FORMULADA POR PDI**

- 3.1.** En junio de 2007 PDI formuló una oferta pública de adquisición de un 100% de las acciones de INMOFIBAN (en lo sucesivo, la "OPA"), que fue autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") con fecha 27 de junio de 2007.

PDI, que antes de la OPA no era propietaria de ninguna acción de INMOFIBAN, ha adquirido en dicha OPA 321.294 acciones de INMOFIBAN, representativas del 97,36% de su capital social. Dichas acciones se integrarán en el patrimonio de INMOFIBAN como consecuencia de la fusión y, según se indica en el apartado V siguiente, serán utilizadas por INMOFIBAN para atender el canje de las acciones de PDI derivado de la fusión.

El precio autorizado por la CNMV para dicha OPA fue de 92 euros por acción.

En el Folleto Explicativo de la OPA PDI contemplaba dos alternativas de reestructuración del grupo resultante en caso de éxito de la OPA: (i) Fusión de INMOFIBAN con PDI mediante la absorción de PDI por parte de INMOFIBAN y (ii) fusión de INMOFIBAN con la sociedad resultante de la llamada "reorganización de PANAEUROPEA" (proceso previo de integración de las sociedades PANAEUROPEA DE ALMACENES Y NAVES INDUSTRIALES, S.A., PANAEUROPEA PATRIMONIOS, S.L.U y PDI, sociedades participadas todas ellas por los mismos accionistas).

Finalmente y sin que se puedan descartar posteriores reorganizaciones o fusiones, se ha decidido ejercitar la primera de las opciones, esto es, fusionar INMOFIBAN con PDI a través de una fusión inversa por la que INMOFIBAN absorbe a PDI.

- 3.2.** La OPA descrita en el apartado 3.1 anterior fue financiada con un contrato de préstamo suscrito por PDI con la Caja de Ahorros de Castilla La Mancha el 26 de abril de 2007 por un importe de 21.000.000€, con un plazo de 3 años, un interés de Euribor a 1 año + 1,75 puntos y garantizado con una promesa de prenda de las acciones de INMOFIBAN que se adquirieran en la OPA y una prenda de las acciones de PDI, acordándose igualmente que en el caso de llevarse a cabo la fusión entre PDI e INMOFIBAN, ésta última otorgaría determinadas garantías.

Tal y como se hizo constar en el Folleto Explicativo de la OPA, en el caso de que la Fusión entre PDI e INMOFIBAN se llevara a cabo finalmente mediante la absorción de la primera por la segunda, la deuda contraída por PDI será asumida por INMOFIBAN como sociedad resultante de dicha Fusión.

### **IV. PROCEDIMIENTO DE FUSIÓN**

El objetivo fundamental de la fusión proyectada es la integración en bloque de los patrimonios de las actuales PDI e INMOFIBAN en una única entidad, con la consiguiente agrupación en la misma de todos los accionistas de dichas sociedades. Se ha llegado a la conclusión de que el procedimiento más recomendable y eficiente para alcanzar el objetivo referido es la absorción de PDI por INMOFIBAN.

Si bien PDI, tras la OPA referida en el apartado III anterior, es actualmente propietaria de una participación del 97,36% en el capital social de INMOFIBAN, se ha considerado preferible que sea INMOFIBAN la sociedad absorbente en la fusión proyectada. Ello responde a su mayor grado de conocimiento público y presencia en el mercado. En este sentido, cabe destacar, en este sentido, que desde el pasado día 22 de junio de 2001 la acción de INMOFIBAN cotiza en el Segundo Mercado de Barcelona.

Por otro lado, la absorción de PDI por INMOFIBAN permitirá emplear las acciones de esta última que son actualmente propiedad de PDI para atender el canje de acciones derivado de la fusión. Se evita, de este modo, que INMOFIBAN tenga que aumentar su capital social para emitir nuevas acciones con las que atender dicho canje, lo que simplifica el proceso de fusión.

INMOFIBAN, sociedad subsistente tras la fusión, no cambiará su denominación social como consecuencia de la misma.

## **V. TIPO DE CANJE DE LA FUSIÓN**

- 5.1.** El tipo de canje de las acciones de las entidades que participan en la fusión ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de las sociedades que se fusionan.

En este sentido, para la determinación del valor de INMOFIBAN se ha utilizado el valor de la contraprestación de la OPA formulada por PDI sobre INMOFIBAN, tal y como se había previsto en el Folleto Explicativo de la OPA.

Para la determinación del valor de PDI se han utilizado criterios homogéneos a los utilizados en la determinación del valor de INMOFIBAN en base a las valoraciones implícitas derivadas de operaciones corporativas recientes de la propia PDI.

Los Consejos de Administración de PDI e INMOFIBAN entienden que los métodos aplicados para determinar su valor son los que recogen de manera más eficiente y equitativa todos los aspectos relevantes para ambas sociedades.

Con base a todo lo anterior, el tipo de canje de las acciones será de 57 acciones de INMOFIBAN, de 1,53 euros de valor nominal cada una, por 10 acciones de PDI, de 500 euros de valor nominal cada una. No se ha previsto la existencia de compensación complementaria en dinero alguna.

En relación con el valor nominal de las acciones de PDI, se hace constar que el pasado día 8 de noviembre de 2007, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de PDI aprobó por unanimidad reducir la cifra de capital social en 10.250.000€ mediante la disminución del valor nominal de las acciones en un importe de 500€ por acción, siendo por tanto el importe nominal resultante tras la reducción de capital de 500€ por acción. Esta reducción de capital se ha realizado mediante la condonación de todos los dividendos pasivos existentes en PDI que ascendían a 10.250.000€, ya que el capital suscrito de PDI era de 20.500.000€ y se encontraba desembolsado en un 50%. De conformidad con la reducción de capital social aprobada por unanimidad, el capital social de PDI ha quedado dividido en 20.500 acciones nominativas de 500€ de valor nominal cada una, habiendo quedado la reducción aprobada y ejecutada por todos los accionistas en el mismo acto de la celebración de la citada Junta General Extraordinaria y Universal de

Accionistas, sin que la misma haya dado lugar a desembolso alguno a favor de los mismos.

De conformidad con lo previsto en el apartado 3.2 anterior en relación con la promesa de prenda de las acciones de INMOFIBAN que se adquirieran en la OPA, se hace constar que el pasado día 16 de agosto de 2007 PDI pignoró a favor de la Caja de Ahorros de Castilla la Mancha todas las acciones de INMOFIBAN que adquirió en OPA formulada por PDI sobre INMOFIBAN, en virtud de póliza suscrita ante el notario de Madrid D. Francisco Javier Piera Rodríguez el día 16 de agosto de 2007.

AHORRO CORPORACIÓN FINANCIERA, S.V., S.A. ("ACF") ha sido requerida por PDI e INMOFIBAN para emitir una opinión contrastada ("Fairness Opinion") desde el punto de vista económico y financiero, dirigida a los Consejos de Administración de PDI e INMOFIBAN, acerca de la razonabilidad para los accionistas de ambas sociedades de la ecuación de canje de acciones contemplada por PDI e INMOFIBAN. En este sentido ACF considera que la relación de canje acordada es razonable desde un punto de vista económico financiero para los accionistas de PDI e INMOFIBAN.

- 5.2.** INMOFIBAN utilizará las 321.294 acciones propias que son actualmente titularidad de PDI y que de conformidad con lo indicado en el apartado 5.1. anterior se encuentran pignoradas a favor de la Caja de Ahorros de Castilla la Mancha, las cuales se integrarán en el patrimonio de INMOFIBAN como consecuencia de la fusión, para atender el canje de las acciones de PDI derivado de la fusión. Dado que las acciones de INMOFIBAN propiedad de PDI que se integrarán en el patrimonio de aquélla son suficientes para satisfacer íntegramente las necesidades del canje, no será necesario que INMOFIBAN emita acciones nuevas para ese fin. Por tanto, INMOFIBAN no aumentará su capital social como consecuencia de esta fusión.

Las acciones propias integradas en el patrimonio de INMOFIBAN como consecuencia de la fusión que no sean necesarias para atender el canje serán amortizadas mediante una reducción de capital, que será sometida a la aprobación de la misma Junta General de Accionistas de INMOFIBAN que haya de resolver sobre la fusión.

## **VI. BALANCES DE FUSIÓN**

Se considerarán como balances de fusión, a los efectos previstos en el artículo 239.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, los cerrados por PDI e INMOFIBAN a 31 de agosto de 2007. Dichos balances han sido formulados por los respectivos Consejos de Administración y verificados por los auditores de cuentas de ambas sociedades, para ser sometidos a la aprobación de las Juntas Generales de cada una de las sociedades que hayan de resolver sobre la fusión.

## **VII. PROCEDIMIENTO DE CANJE DE LAS ACCIONES**

El procedimiento de canje de las acciones de PDI por acciones de INMOFIBAN será el siguiente:

- 7.1.** Acordada la fusión por las Juntas Generales de Accionistas de ambas sociedades e inscrita la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid, previos los trámites oportunos, se procederá al canje de las acciones de PDI por acciones de INMOFIBAN.

A estos efectos, el Consejo de Administración de INMOFIBAN (sociedad resultante de la Fusión) notificará por burofax a los accionistas de PDI la inscripción de la escritura pública de fusión en el Registro Mercantil de Madrid en los domicilios expresamente designados por todos los accionistas de PDI a los efectos del presente procedimiento de canje.

Los accionistas de PDI dispondrán del plazo de un mes, a contar desde cada uno de ellos reciba el burofax remitido por el Consejo de Administración de INMOFIBAN, para sustituir sus acciones de PDI por las que les correspondan de INMOFIBAN de conformidad con el Tipo de Canje.

Como las acciones de INMOFIBAN están representadas por anotaciones en cuenta, para poder sustituir sus acciones de PDI por las que les correspondan de INMOFIBAN, los accionistas de PDI necesitarán tener abierta una cuenta de valores en cualquier entidad habilitada a tal efecto.

Se ha designado a VENTURE FINANZAS, S.V., S.A. ("**VENTURE**" o la "**Entidad Agente**") como la entidad encargada de la realización de todas las gestiones relacionadas con el canje. En concreto, la Entidad Agente realizará básicamente las siguientes funciones:

- i) Recibir de los accionistas de PDI la información y documentación justificativa del número de acciones de PDI propiedad de cada uno de ellos.
- ii) Asignar a cada uno de los accionistas de PDI las acciones de INMOFIBAN que le correspondan en función del Tipo de Canje; y
- iii) Gestionar con la SOCIEDAD DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES DE BARCELONA, SCL BARNA la entrega a los accionistas de PDI de las acciones de INMOFIBAN objeto del canje.

**7.2.** Los accionistas que sean poseedores de acciones que representen una fracción del número de acciones de PDI fijado como tipo de canje, podrán agruparse o transmitir sus acciones para proceder a canjearlas según dicho tipo de canje.

**7.3.** Como consecuencia de la fusión, las acciones de PDI quedarán extinguidas.

#### **VIII. FECHA A PARTIR DE LA CUAL LAS ACCIONES ENTREGADAS EN CANJE DAN DERECHO A PARTICIPAR EN LAS GANANCIAS SOCIALES**

Dado que las acciones de INMOFIBAN que se emplearán para el canje son acciones viejas, con los mismos derechos políticos y económicos que las restantes acciones de INMOFIBAN actualmente en circulación, las mismas darán derecho a sus nuevos titulares a participar en las ganancias sociales de INMOFIBAN desde el mismo momento del canje y, por tanto, a percibir los dividendos que se distribuyan con posterioridad a la fecha de canje.

#### **IX. ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN**

No se tienen previstas modificaciones inmediatas del Consejo de Administración de INMOFIBAN como consecuencia de la fusión, siendo en la actualidad cinco los Consejeros existentes.

En el caso de que se decidiera proponer a la Junta de Accionistas de INMOFIBAN que vaya a pronunciarse sobre la Fusión el nombramiento de nuevos miembros del Consejo de Administración, la mencionada propuesta se

pondría a disposición de los accionistas, para su examen, al publicar la convocatoria de dicha Junta, de conformidad con el artículo 238 de la Ley de Sociedades Anónimas.

**X. FECHA DE EFECTOS CONTABLES DE LA FUSION**

Se establece como fecha a partir de la cual las operaciones de PDI se considerarán realizadas a efectos contables por cuenta de INMOFIBAN el día 1 de enero de 2008.

**XI. DERECHOS ESPECIALES**

No existen en PDI acciones especiales ni titulares de derechos especiales distintos de las acciones.

Las acciones de INMOFIBAN que se entreguen a los accionistas de PDI por virtud de la fusión contemplada en el presente Proyecto no otorgarán a sus titulares derecho especial alguno.

**XII. VENTAJAS ATRIBUIDAS A LOS ADMINISTRADORES Y EXPERTOS INDEPENDIENTES**

No se atribuirá ninguna clase de ventajas en INMOFIBAN a los administradores de ninguna de las entidades participantes en la fusión, ni a favor del experto independiente que intervenga en el proceso de fusión.

**XIII. RÉGIMEN FISCAL**

El régimen fiscal de la fusión es el de neutralidad que resulta del capítulo VIII del Título VII del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, a cuyos efectos se procederá a realizar la preceptiva comunicación de la Fusión a la Agencia Estatal de la Administración Tributaria en los tres meses posteriores a la inscripción en el Registro Mercantil de la Escritura de Fusión.

**XIV. MODIFICACIONES ESTATUTARIAS**

El Consejo de Administración de INMOFIBAN someterá a la Junta General de Accionistas de INMOFIBAN que apruebe la fusión la aprobación de las modificaciones estatutarias que sean pertinentes de acuerdo con este Proyecto de Fusión y las que, en su caso, decidan de mutuo acuerdo establecer los Consejos de Administración de INMOFIBAN y PDI.

En particular, y sin carácter limitativo, está previsto someter a la Junta General de Accionistas de INMOFIBAN las siguientes modificaciones estatutarias:

- Modificación del capital social, como consecuencia de la reducción de capital social mediante amortización de las acciones propias que INMOFIBAN adquiera como consecuencia de la fusión y que no sean necesarias para atender el canje derivado de la misma.

**XV. NOMBRAMIENTO DE EXPERTO INDEPENDIENTE**

Los administradores de INMOFIBAN y de PDI solicitarán al Registrador Mercantil de Madrid la designación de un mismo experto independiente para la elaboración de un único Informe sobre el presente Proyecto de Fusión y sobre el patrimonio aportado por PDI a INMOFIBAN como consecuencia de la fusión.

#### **XVI. DERECHO DE LA COMPETENCIA**

A juicio de los Consejos de Administración de PDI y INMOFIBAN, la fusión objeto del presente Proyecto no está sujeta a la autorización de las autoridades de defensa de la competencia.

\* \* \* \* \*

De conformidad con lo establecido en el artículo 234 de la Ley de Sociedades Anónimas, los miembros de los Consejos de Administración de INMOFIBAN y PDI cuyos nombres se hacen constar a continuación, suscriben y refrendan con su firma este Proyecto de Fusión, que ha sido aprobado por los referidos Consejos de Administración el día 28 de noviembre de 2007, en tres ejemplares idénticos en su contenido y presentación.

#### **CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE INMOFIBAN, S.A.**

\_\_\_\_\_  
D. Sergio Martínez Herrero  
Castillo  
Presidente

\_\_\_\_\_  
D. Antonio Herrero  
Vocal

\_\_\_\_\_  
D. Marcelino Martínez García  
García  
Vocal

\_\_\_\_\_  
D. David Martínez  
Vocal

\_\_\_\_\_  
D. Serafín González Morcillo  
Vocal

#### **CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE PANEUROPEA DESARROLLOS INMOBILIARIOS, S.A.**

\_\_\_\_\_  
D. Sergio Martínez Herrero  
Castillo  
Presidente

\_\_\_\_\_  
D. Antonio Herrero  
Vocal y Secretario

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

D. Marcelino Martínez García  
García  
Vocal

D. David Martínez  
Vocal

---

TINALDE CONSULTING, S.L.U.  
Representada por D<sup>a</sup> Cristina  
de Aldecoa Suarez  
Vocal

**ANEXO 2**  
**INFORME DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD**  
**SOBRE EL PROYECTO DE FUSIÓN**

**INFORME DE LOS ADMINISTRADORES DE INMOFIBAN, S.A. Y PANEUROPEA**  
**DESARROLLOS INMOBILIARIOS, S.A. SOBRE EL PROYECTO DE FUSIÓN DE**  
**AMBAS SOCIEDADES**

Los Consejos de Administración de INMOFIBAN, S.A. (en lo sucesivo, "INMOFIBAN") y PANEUROPEA DESARROLLOS INMOBILIARIOS, S.A. (en lo sucesivo, "PDI"), en sendas sesiones celebradas en esta misma fecha, 28 de noviembre de 2007, han aprobado por unanimidad el Proyecto de Fusión de INMOFIBAN y PDI, el cual ha sido redactado y suscrito por todos los administradores de una y otra sociedad, de conformidad con lo previsto en el artículo 234 y concordantes de la Ley de Sociedades Anónimas.

En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas, los administradores de INMOFIBAN y PDI redactan y aprueban el preceptivo Informe de Administradores sobre el Proyecto de Fusión, en los términos que se detallan seguidamente.

**I. INTRODUCCIÓN Y DESCRIPCIÓN DE LA OPERACIÓN**

El presente Informe pretende desarrollar los aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje de las acciones y a los criterios de valoración, del Proyecto de Fusión de INMOFIBAN y PDI, sobre la base de los datos contenidos en el mismo.

La operación de fusión proyectada consiste en la absorción de PDI por INMOFIBAN, con extinción mediante disolución sin liquidación de la primera y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la segunda, que adquirirá, por sucesión universal, los derechos y obligaciones de PDI.

**II. RAZONES PARA LA FUSIÓN**

La creciente competencia en el mercado inmobiliario español y el incremento del tamaño medio de sus principales agentes ha impuesto a las sociedades inmobiliarias españolas la necesidad de alcanzar una mayor dimensión y un mayor nivel de eficiencia y rentabilidad que fortalezca su posición competitiva para dar respuesta a los retos planteados por los nuevos condicionantes del sector.

En este sentido, y tras un análisis de la calidad y complementariedad de los recursos y capacidades acumuladas en INMOFIBAN y en PDI, los Consejos de Administración de ambas sociedades han concluido que resulta conveniente para las mismas proceder a su integración mediante una fusión.

El objetivo de la fusión planteada es construir una nueva organización que dé respuestas a los retos del actual sector inmobiliario mediante la puesta en marcha de un proyecto que permita alcanzar un fortalecimiento de la posición competitiva, así como mayor eficiencia y rentabilidad para el capital.

La fusión de ambas entidades se realizará sobre la base del principio de igualdad, sin perjuicio de que a efectos de la relación de canje se tengan en cuenta los valores económicos respectivos.

Mediante la fusión de INMOFIBAN y PDI se creará un grupo inmobiliario de referencia en el mercado español, con una oferta diversificada y equilibrada de productos inmobiliarios, junto con una adecuada complementariedad geográfica y de experiencia de los equipos directivos. La posición competitiva de la nueva entidad le permitirá no sólo consolidar una posición de relevancia en el mercado inmobiliario español, sino además constituir una sólida plataforma desde la cual emprender nuevos proyectos de expansión.

Además, y como se explicará con mayor detalle en el Apartado III 3.1. (iii) de este Informe, esta fusión ya se había previsto en la oferta pública de adquisición formulada por PDI en junio de 2007 sobre el 100% de las acciones de INMOFIBAN.

Los objetivos básicos de la fusión proyectada por ambos Consejos de Administración son los siguientes:

- Configurar un importante grupo inmobiliario español en términos de rentabilidad.
- Capitalizar la complementariedad en la experiencia de gestión de los equipos directivos de INMOFIBAN y PDI en los negocios de patrimonio y de promoción, respectivamente, implementando las "mejores prácticas" de cada compañía.
- Consolidar una base patrimonial sólida y con un gran potencial de crecimiento tanto en el negocio de promoción, gracias a las reservas de suelo de la entidad resultante, como en el negocio patrimonial, con capacidad para mejorar la rotación de activos y conseguir sinergias comerciales.
- Enfocar la estrategia en el crecimiento del valor real de los activos y de la rentabilidad de los mismos, potenciando la recurrencia y estabilidad de los resultados.
- Aprovechar e impulsar las sinergias y complementariedades derivadas de la puesta en común por ambas entidades de proyectos e iniciativas tanto de ámbito estratégico como de desarrollo de negocios y actividades operativas.
- Optimizar la estructura organizativa y de costes de ambas entidades.
- Asegurar, como consecuencia de todo lo anterior, la maximización del valor para los accionistas de las actuales PDI e INMOFIBAN.

### **III. ASPECTOS JURÍDICOS**

#### **3.1. Análisis del Proyecto de Fusión**

El Proyecto de Fusión ha sido elaborado siguiendo las pautas establecidas en los artículos 234 y 235 de la Ley de Sociedades Anónimas y contiene, por lo tanto, todas las menciones mínimas exigidas por el último de los preceptos citados. El Proyecto desarrolla además otros aspectos cuya inclusión se ha considerado conveniente por los administradores de INMOFIBAN y PDI para una adecuada comprensión de la fusión proyectada, a la vista de las especiales circunstancias de las sociedades intervinientes en la misma.

Se expone a continuación un análisis del contenido de cada uno de los apartados del Proyecto de Fusión, señalando expresamente las cuestiones que se incluyen por mandato expreso de la Ley de Sociedades Anónimas y aquellas otras cuya mención, si bien no viene impuesta por la Ley, ha sido considerada conveniente en virtud de las circunstancias de la operación.

### **(i) Principios generales determinantes de la fusión**

El Proyecto de Fusión comienza, en su apartado I, con una descripción de los principios generales que han motivado la decisión de abordar una operación de fusión por parte de los Consejos de Administración de INMOFIBAN y PDI, así como de los principales objetivos que se pretenden con la misma, descripción que responde sustancialmente a la efectuada en el apartado II de este Informe. Se trata de una mención no exigida por la Ley de Sociedades Anónimas, pero que se ha considerado apropiado introducir a modo de preámbulo para explicar las razones que llevan a los administradores de ambas sociedades a proponer la fusión.

### **(ii) Identificación de las entidades participantes en la fusión**

Conforme a lo dispuesto en el párrafo a) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, en el apartado II del Proyecto se efectúa la identificación de las sociedades participantes en la fusión, con indicación de su denominación, domicilio, datos de constitución e inscripción en el Registro Mercantil y Número de Identificación Fiscal.

### **(iii) Oferta Pública de Adquisición de Acciones de INMOFIBAN formulada por PDI**

El apartado III del Proyecto de Fusión describe una operación efectuada por PDI que, si bien es en sí misma ajena a la fusión proyectada, tiene un evidente impacto en dicha fusión y en la sociedad resultante de la misma. Se trata, de la oferta pública de adquisición de un 100% de las acciones de INMOFIBAN realizada por PDI (la "OPA"). Obviamente, y dada la especificidad de esta operación, su descripción no se contempla entre las menciones mínimas del Proyecto de Fusión impuestas por el artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, pero los administradores de PDI y INMOFIBAN han considerado necesaria incluirla en dicho Proyecto para la correcta comprensión de determinadas particularidades de esta fusión.

La OPA afecta a la fusión proyectada en la medida en que como consecuencia de la misma PDI, que antes de dicha OPA no era titular de acciones de INMOFIBAN, ha pasado a ser propietaria de 321.294 acciones de INMOFIBAN (representativas del 97,36% de su capital social). Dichas acciones se integrarían en el patrimonio de INMOFIBAN como consecuencia de la fusión y, según se indica en el Proyecto de Fusión, serán suficientes para atender el canje de las acciones de PDI derivado de la fusión, por lo que no será necesario que INMOFIBAN aumente su capital social a dichos efectos.

Por otra parte, tal y como se hizo constar en el Folleto Explicativo de la OPA, en el caso de que la fusión entre PDI e INMOFIBAN se llevara a cabo finalmente mediante la absorción de la primera por la segunda, la deuda contraída por PDI será asumida por INMOFIBAN como sociedad resultante de dicha Fusión. A estos efectos, se hace constar que la OPA fue financiada con un contrato de préstamo suscrito por PDI con la Caja de Ahorros de Castilla La Mancha de fecha 26 de abril de 2007 por un importe de 21.000.000€, con un plazo de 3 años, un interés de Euribor a 1 año + 1,75 puntos y garantizada con una promesa de prenda de las acciones de INMOFIBAN que se adquirieran en la OPA y una prenda de las acciones de PDI, acordándose igualmente que en el caso de llevarse a cabo la fusión entre PDI e INMOFIBAN, ésta última otorgaría determinadas garantías.

### **(iv) Procedimiento de fusión**

El apartado IV del Proyecto recoge el procedimiento acordado para llevar a cabo la fusión. Aunque tampoco es una de las menciones que impone el artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, los administradores de INMOFIBAN y PDI han considerado

conveniente incluirlo para un mejor entendimiento de las características de la fusión propuesta.

Este apartado especifica que los administradores de ambas sociedades han llegado a la conclusión de que el procedimiento más recomendable y eficiente para la integración en bloque de los patrimonios de las actuales PDI y INMOFIBAN en un única entidad, objetivo final de la fusión, es la absorción de la primera sociedad por la segunda, y ello aun cuando la sociedad absorbente sea una participada de la absorbida.

Las razones que justifican esta fusión inversa responden al mayor grado de conocimiento público y presencia en el mercado de INMOFIBAN. Cabe destacar, en este sentido, que la acción de INMOFIBAN cotiza en el Segundo Mercado de Barcelona. Por otra parte, la absorción de PDI por INMOFIBAN permitirá emplear las acciones de esta última que son actualmente propiedad de PDI para atender el canje de acciones derivado de la fusión, evitando de este modo que INMOFIBAN tenga que aumentar su capital social para emitir nuevas acciones con las que atender dicho canje, lo que simplifica el proceso de fusión.

El apartado IV del Proyecto señala igualmente que INMOFIBAN, sociedad subsistente tras la fusión, no cambiará su denominación social como consecuencia de la misma.

#### **(v) Tipo de canje de la fusión**

El apartado V del Proyecto recoge el tipo de canje de la fusión, de acuerdo con lo previsto en el párrafo b) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas. Este tipo de canje consiste en 57 acciones de INMOFIBAN, de 1,53 euros de valor nominal cada una, por 10 acciones de PDI, de 500 euros de valor nominal cada una.

En relación con el valor nominal de las acciones de PDI, se hace constar que el pasado día 8 de noviembre de 2007, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de PDI aprobó por unanimidad reducir la cifra de capital social en 10.250.000€ mediante la disminución del valor nominal de las acciones en un importe de 500€ por acción, siendo por tanto el importe nominal resultante tras la reducción de capital de 500€ por acción. Esta reducción de capital se ha realizado mediante la condonación de todos los dividendos pasivos existentes en PDI que ascendían a 10.250.000€, ya que el capital suscrito de PDI era de 20.500.000€ y se encontraba desembolsado en un 50%. De conformidad con la reducción de capital social aprobada por unanimidad, el capital social de PDI ha quedado dividido en 20.500 acciones nominativas de 500€ de valor nominal cada una, habiendo quedado la reducción aprobada y ejecutada por todos los accionistas en el mismo acto de la celebración de la citada Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas, sin que la misma haya dado lugar a desembolso alguno a favor de los mismos.

De conformidad con lo previsto en el apartado III 3.1 (iii) anterior en relación con la promesa de prenda de las acciones de INMOFIBAN que se adquirieran en la OPA, se hace constar que el pasado día 16 de agosto de 2007 PDI pignoró a favor de la Caja de Ahorros de Castilla la Mancha todas las acciones de INMOFIBAN que adquirió en OPA formulada por PDI sobre INMOFIBAN, en virtud de póliza suscrita ante el notario de Madrid D. Francisco Javier Piera Rodríguez el día 16 de agosto de 2007.

El tipo de canje de las acciones de las entidades que participan en la fusión ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de las sociedades que se fusionan.

AHORRO CORPORACIÓN FINANCIERA, S.V., S.A. ("ACF") ha sido requerida por PDI e INMOFIBAN para emitir una opinión contrastada ("Fairness Opinion") desde el punto de vista económico y financiero, dirigida a los Consejos de Administración de PDI e

INMOFIBAN, acerca de la razonabilidad para los accionistas de ambas sociedades de la ecuación de canje de acciones contemplada por PDI e INMOFIBAN. En este sentido ACF considera que la relación de canje acordada es razonable desde un punto de vista económico financiero para los accionistas de PDI e INMOFIBAN. En el apartado 4.2 de este Informe se hará referencia a la opinión ("Fairness Opinión") expresada por ACF.

El apartado V del Proyecto de Fusión acaba explicando que las acciones de INMOFIBAN propiedad de PDI y que de conformidad con lo indicado en el apartado 5.1. anterior se encuentran pignoradas a favor de la Caja de Ahorros de Castilla la Mancha, que se integrarán en el patrimonio de aquélla como consecuencia de la fusión son suficientes para satisfacer íntegramente las necesidades del canje, por lo que no será necesario que INMOFIBAN aumente su capital para emitir acciones nuevas con las que atender dicho canje. El Proyecto prevé asimismo que las acciones propias adquiridas por INMOFIBAN en la fusión que no sean necesarias para atender el canje sean amortizadas mediante una reducción de capital, que será sometida a la aprobación de la misma Junta General de Accionistas de INMOFIBAN que haya de resolver sobre la fusión. De este modo se pretende evitar que INMOFIBAN tenga que constituir una reserva indisponible equivalente al importe de las acciones propias, según establece la norma 3 del artículo 79 de la Ley de Sociedades Anónimas.

#### **(vi) Balances de fusión**

Si bien el artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas no exige ninguna referencia a los balances de fusión en el proyecto, los administradores de INMOFIBAN y PDI han considerado que constituye un complemento de información relevante que hace conveniente su mención en el Proyecto de Fusión. En este sentido, el apartado VI del Proyecto especifica que se considerarán como balances de fusión los cerrados por ambas sociedades a 31 de agosto de 2007. Dichos balances han sido formulados por los respectivos Consejos de Administración y verificados por los auditores de cuentas de ambas sociedades para ser sometidos a la aprobación de las Juntas Generales de cada una de las sociedades que hayan de resolver sobre la fusión, según establece el artículo 239.2 de la Ley de Sociedades Anónimas.

La razón de considerar como balances de fusión los cerrados a 31 de agosto de 2007 en vez de los balances anuales de las dos sociedades a 31 de diciembre de 2006 es que éstos últimos no cumplen el requisito, impuesto por el artículo 239.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, de estar cerrados dentro de los seis meses anteriores a la fecha de celebración de las Juntas Generales que hayan de resolver sobre la fusión. Los balances a 31 de agosto de 2007, sin embargo, sí cumplen el requisito de estar cerrados con posterioridad al primer día del tercer mes precedente a la fecha del Proyecto de Fusión, según establece el segundo párrafo del mencionado artículo 239.1 de la Ley de Sociedades Anónimas.

#### **(vii) Procedimiento de canje de las acciones**

El apartado VII del Proyecto de Fusión da cumplimiento a la exigencia, establecida en el primer inciso del párrafo c) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, de que se mencione el procedimiento por el que serán canjeadas las acciones de la sociedad que haya de extinguirse como consecuencia de la fusión.

En este sentido, acordada la fusión por las Juntas Generales de Accionistas de ambas sociedades e inscrita la escritura de fusión, previos los trámites oportunos, en el Registro Mercantil de Madrid, se procederá al canje de las acciones de PDI por las acciones propias de INMOFIBAN que se incorporen al patrimonio de ésta a resultas de la fusión. Como consecuencia de dicha fusión, las acciones de PDI quedarán extinguidas.

A estos efectos, el Consejo de Administración de INMOFIBAN (sociedad resultante de la Fusión) notificará por burofax a los accionistas de PDI la inscripción de la escritura pública de fusión en el Registro Mercantil de Madrid en los domicilios expresamente designados por todos los accionistas de PDI a los efectos del presente procedimiento de canje.

Se hace constar que todos los accionistas de PDI estaban presentes en la reunión del Consejo de Administración de PDI celebrada hoy día 28 de noviembre de 2007 en la que se ha aprobado el Proyecto de Fusión y el presente Informe y todos ellos, han designado expresamente el domicilio a efectos de notificaciones al que quieren que se les remita el burofax informándoles de la inscripción de la Escritura Pública de Fusión en el Registro Mercantil.

Los accionistas de PDI dispondrán del plazo de un mes, a contar desde cada uno de ellos reciba el burofax remitido por el Consejo de Administración de INMOFIBAN, para sustituir sus acciones de PDI por las que les correspondan de INMOFIBAN de conformidad con el Tipo de Canje.

Como las acciones de INMOFIBAN están representadas por anotaciones en cuenta, para poder sustituir sus acciones de PDI por las que les correspondan de INMOFIBAN, los accionistas de PDI necesitarán tener abierta una cuenta de valores en cualquier entidad habilitada a tal efecto.

Los accionistas que sean poseedores de acciones que representen una fracción del número de acciones de PDI fijado como tipo de canje, podrán agruparse o transmitir sus acciones para proceder a canjearlas según dicho tipo de canje.

Se ha designado a VENTURE FINANZAS, S.V., S.A. ("**VENTURE**" o la "**Entidad Agente**") como la entidad encargada de la realización de todas las gestiones relacionadas con el canje. En concreto, la Entidad Agente realizará básicamente las siguientes funciones:

- i) Recibir de los accionistas de PDI la información y documentación justificativa del número de acciones de PDI propiedad de cada uno de ellos.
- iii) Asignar a cada uno de los accionistas de PDI las acciones de INMOFIBAN que le correspondan en función del Tipo de Canje; y
- iii) Gestionar con la SOCIEDAD DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES DE BARCELONA, SCL BARNA la entrega a los accionistas de PDI de las acciones de INMOFIBAN objeto del canje.

**(viii) Fecha a partir de la cual las acciones entregadas en canje dan derecho a participar en las ganancias sociales**

De conformidad con lo previsto en el segundo inciso del párrafo c) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, el Proyecto de Fusión, en su apartado VIII, establece que las acciones de INMOFIBAN que se emplearán para el canje darán derecho a sus nuevos titulares a participar en las ganancias sociales de INMOFIBAN desde el mismo momento del canje y, por tanto, a percibir los dividendos que se distribuyan con posterioridad a la fecha de canje. Esto es así por cuanto, como ha quedado reiteradamente señalado, las acciones con las que INMOFIBAN atenderá el canje serán acciones viejas, con los mismos derechos políticos y económicos que las restantes acciones de INMOFIBAN actualmente en circulación.

**(ix) Órganos de administración**

El apartado IX del Proyecto de Fusión señala que no está prevista la realización de modificaciones inmediatas en la composición del Consejo de Administración de INMOFIBAN como consecuencia de la fusión.

Según indica el Proyecto de Fusión en este apartado, en el caso de que se decidiera proponer a la Junta General de Accionistas de INMOFIBAN que vaya a pronunciarse sobre la fusión el nombramiento de nuevos miembros del Consejo de Administración, la mencionada propuesta se pondría a disposición de los accionistas, para su examen, al publicar la convocatoria de dicha Junta, de conformidad con lo previsto en el artículo 238 de la Ley de Sociedades Anónimas.

#### **(x) Fecha de efectos contables de la fusión**

En cumplimiento de lo dispuesto en el párrafo d) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, el apartado X del Proyecto de Fusión establece el día 1 de enero de 2008 como fecha a partir de la cual las operaciones de PDI, como sociedad absorbida, se considerarán realizadas a efectos contables por cuenta de INMOFIBAN, sociedad subsistente tras la fusión.

#### **(xi) Derechos especiales**

El apartado XI del Proyecto de Fusión señala que no existen en PDI acciones especiales ni titulares de derechos especiales distintos de las acciones, y que por lo tanto las acciones de INMOFIBAN que se entreguen a los accionistas de PDI como consecuencia de la fusión no otorgarán a sus titulares derecho especial alguno, todo ello en estricto cumplimiento de lo dispuesto en el párrafo e) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas.

#### **(xii) Ventajas atribuidas a los administradores y expertos independientes**

De conformidad con lo previsto en el párrafo f) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, el apartado XII del Proyecto de Fusión dispone que no se atribuirá ninguna clase de ventajas en INMOFIBAN a los administradores de ninguna de las entidades participantes en la fusión, ni a favor del experto independiente que intervenga en el proceso de fusión.

#### **(xiii) Otras menciones del Proyecto de Fusión**

El Proyecto de Fusión se refiere a otras cuestiones cuya mención, al igual que algunos de los contenidos ya comentados, no viene expresamente exigida por la Ley de Sociedades Anónimas. Se trata, como en los supuestos ya analizados, de temas cuya trascendencia y relevancia ha motivado que los administradores de las sociedades intervinientes en la fusión hayan considerado conveniente su inclusión en el Proyecto. Dichas cuestiones son las siguientes:

##### **(a) Régimen fiscal**

El apartado XIII del Proyecto establece que la fusión proyectada se acoge al régimen fiscal de neutralidad que resulta del capítulo VIII del Título VII del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del impuesto sobre Sociedades, a cuyos efectos se procederá a realizar la preceptiva comunicación de la Fusión a la Agencia Estatal de la Administración Tributaria en los tres meses posteriores a la inscripción en el Registro Mercantil de la Escritura de Fusión.

##### **(b) Modificaciones estatutarias**

El Proyecto menciona en su apartado XIV que el Consejo de Administración de INMOFIBAN someterá a la aprobación de la Junta General de Accionistas de esta sociedad que vaya a pronunciarse sobre la fusión la aprobación de las modificaciones estatutarias que sean pertinentes de acuerdo con lo señalado en el Proyecto de Fusión y las que, en su caso, decidan de mutuo acuerdo establecer los Consejos de Administración de INMOFIBAN y PDI.

En particular, el Proyecto especifica que está previsto someter a la Junta General de Accionistas de INMOFIBAN la siguiente modificación estatutaria:

- Modificación del capital social, como consecuencia de la reducción de capital social mediante amortización de las acciones propias que INMOFIBAN adquiera como consecuencia de la fusión y que no sean necesarias para atender el canje derivado de la misma.

La explicación justificativa de las modificaciones estatutarias que se propongan será objeto de un informe separado, que se formulará por los administradores de INMOFIBAN al amparo de lo previsto en el artículo 144 de la Ley de Sociedades Anónimas.

### **(c) Nombramiento de experto independiente**

El apartado XV del Proyecto señala que los administradores de las dos sociedades intervinientes en la fusión solicitarán al Registrador Mercantil de Madrid la designación de un mismo experto independiente para la elaboración de un único Informe sobre el Proyecto de Fusión y sobre el patrimonio aportado por PDI a INMOFIBAN como consecuencia de la fusión, acogiéndose así a la posibilidad prevista en el artículo 236.2 de la Ley de Sociedades Anónimas.

### **(d) Derecho de la competencia**

En relación con la normativa sobre control de concentraciones económicas, el apartado XVI del Proyecto de Fusión explica que, a juicio de los Consejos de Administración de PDI y INMOFIBAN, la fusión proyectada no está sujeta a la autorización de las autoridades de defensa de la competencia.

Como consecuencia de la OPA formulada por PDI sobre INMOFIBAN ambas sociedades pasaron a formar parte de una misma estructura empresarial, dejando de considerarse como "empresas independientes" desde la perspectiva de la normativa de control de concentraciones. Debe, pues, entenderse que la fusión no dará lugar a una operación de concentración económica entre "empresas independientes", sino a una mera reestructuración empresarial interna dentro de un grupo de empresas. La fusión, en definitiva, no conlleva un cambio en la estructura de control de INMOFIBAN, que en última instancia continuará estando controlada a estos efectos por los mismos accionistas de referencia de PDI. En consecuencia, esta fusión no está sometida al régimen de control de concentraciones económicas establecido en la Ley de Defensa de la Competencia.

## **3.2. Desarrollo del procedimiento legal de la fusión**

A continuación se realiza un breve análisis de los principales hitos que marcan el desarrollo del proceso de fusión, haciendo concreta referencia a los preceptos de la Ley de Sociedades Anónimas que resultan relevantes al efecto.

### **(i) Aprobación y firma del Proyecto de Fusión**

El Proyecto de Fusión ha sido redactado y suscrito por todos los miembros de los Consejos de Administración de INMOFIBAN y PDI en esta misma fecha, 28 de noviembre de 2007, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 234.1 de la Ley de Sociedades Anónimas. Un ejemplar firmado del referido Proyecto de Fusión será depositado en el Registro Mercantil de Madrid en los próximos días.

**(ii) Informe de experto independiente sobre el Proyecto de Fusión**

Al tiempo de solicitar el depósito del Proyecto de Fusión, INMOFIBAN y PDI solicitarán conjuntamente del Registro Mercantil de Madrid la designación de un mismo experto independiente para la elaboración de un único informe sobre el Proyecto de Fusión y sobre el patrimonio aportado por PDI a INMOFIBAN como consecuencia de la fusión, de conformidad con lo previsto en el artículo 236.2 de la Ley de Sociedades Anónimas. El informe del experto independiente se pondrá a disposición de los señores accionistas de ambas sociedades al publicarse la convocatoria de las Juntas Generales de Accionistas de INMOFIBAN y PDI que decidan sobre la fusión.

**(iii) Informe de administradores sobre el Proyecto de Fusión**

De conformidad con el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas, los Consejos de Administración de INMOFIBAN y PDI aprueban en el día de hoy el presente Informe de Administradores, en el que se explica y justifica detalladamente el Proyecto de Fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje.

Este Informe se complementará con otro que formularán los administradores de INMOFIBAN, en virtud de lo previsto en el artículo 144 de la Ley de Sociedades Anónimas, para justificar las modificaciones estatutarias que se propongan a la Junta General de Accionistas de dicha sociedad que vaya a pronunciarse sobre la fusión.

Ambos informes se pondrán a disposición de los señores accionistas de ambas sociedades al publicarse la convocatoria de las Juntas Generales de Accionistas de INMOFIBAN y PDI que decidan sobre la fusión.

**(iv) Convocatoria de las Juntas Generales de Accionistas**

Los Consejos de Administración de INMOFIBAN y de PDI acordarán en su momento convocar sus respectivas Juntas Generales de Accionistas. Los correspondientes anuncios de convocatoria de ambas Juntas Generales de Accionistas se publicarán en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia de Madrid con una antelación mínima de un mes a la fecha prevista para la celebración de dichas Juntas. En el caso de PDI, es muy probable que la Junta General de Accionistas que decida sobre la Fusión sea una Junta Universal de conformidad con lo previsto en el artículo 99 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Entre los puntos que integrarán el Orden del Día de las citadas Juntas Generales de Accionistas se encuentra la deliberación y, en su caso, aprobación de la fusión entre INMOFIBAN y PDI.

De acuerdo con lo previsto en el artículo 238.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, al publicar la convocatoria de las respectivas Juntas Generales de Accionistas se pondrá a disposición de los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones, así como de los representantes de los trabajadores, para su examen en los respectivos domicilios sociales de INMOFIBAN y PDI, los documentos relacionados en el referido artículo 238.1, que se detallan en el apartado 3.3 del presente informe.

Asimismo, los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones podrán solicitar, desde la fecha de publicación de la convocatoria de

las respectivas Juntas Generales, la entrega o el envío gratuito de los documentos mencionados en el artículo 238.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, conforme a lo previsto en el artículo 240.2 de dicha Ley.

**(v) Acuerdos de fusión**

El artículo 240 de la Ley de Sociedades Anónimas dispone que el acuerdo de fusión habrá de ser adoptado por la Junta General de cada una de las sociedades que participen en la misma, ajustándose al Proyecto de Fusión.

**(vi) Otorgamiento e inscripción de la escritura de fusión**

Publicados los anuncios del acuerdo de fusión, de conformidad con lo previsto en el artículo 242 de la Ley de Sociedades Anónimas, transcurrido el plazo legal de un mes sin que ningún acreedor hubiera ejercitado su derecho de oposición o, en su caso, habiéndose satisfecho o garantizado debidamente los créditos de aquellos que sí lo hubiesen ejercitado, y cumplidos, en su caso, los requisitos legales que resulten de aplicación, se procederá a otorgar la correspondiente escritura pública de fusión.

Dicha escritura será presentada para su inscripción en el Registro Mercantil de Madrid, al que se solicitará asimismo la cancelación de los asientos registrales de PDI.

Efectuada la inscripción de la escritura de fusión, se procederá a realizar, en los términos previstos en el Proyecto de Fusión, el canje de las acciones de PDI por acciones de INMOFIBAN.

**3.3. Información sobre la proyectada operación de fusión**

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 238 de la Ley de Sociedades Anónimas, al publicar la convocatoria de las respectivas Juntas Generales de Accionistas de INMOFIBAN y PDI se pondrán a disposición de los señores accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones, así como de los representantes de los trabajadores de ambas sociedades, para su examen en los respectivos domicilios sociales, los siguientes documentos en relación con la proyectada fusión entre INMOFIBAN y PDI:

- (i) El Proyecto de Fusión.
- (ii) El informe del experto independiente sobre el Proyecto de Fusión.
- (iii) El presente Informe de los Administradores de INMOFIBAN y PDI sobre el Proyecto de Fusión.
- (iv) El informe de los Administradores de INMOFIBAN sobre las modificaciones estatutarias propuestas como consecuencia de la fusión,
- (v) Las cuentas anuales y el informe de gestión de los tres últimos ejercicios de INMOFIBAN y de PDI, con los correspondientes informes de los auditores de cuentas.
- (vi) El Balance de Fusión de INMOFIBAN y de PDI, cerrado a 31 de agosto de 2003, con los correspondientes informe de los auditores de cuentas.
- (vii) El texto íntegro de las modificaciones a introducir en los estatutos sociales de INMOFIBAN.
- (viii) Los estatutos sociales vigentes de INMOFIBAN y de PDI.

- (ix) La relación de nombres, apellidos y edad, si fueran personas físicas, o denominación o razón social, si fueran personas jurídicas, y, en ambos casos, la nacionalidad y domicilio de los administradores de INMOFIBAN y de PDI, así como la fecha desde la que se desempeñan sus cargos y, las mismas indicaciones, en su caso, de quienes vayan a ser propuestos como administradores de INMOFIBAN como consecuencia de la fusión.

Asimismo, los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones podrán solicitar, desde la fecha de publicación de la convocatoria de las respectivas Juntas Generales, la entrega o el envío gratuito de los documentos arriba relacionados, conforme a lo previsto en el artículo 240.2 de la Ley de Sociedades Anónimas.

#### **IV. ASPECTOS ECONÓMICOS**

##### **4.1. Tipo de canje**

Tal y como ya ha sido puesto de manifiesto, el apartado V del Proyecto recoge el tipo de canje de la fusión, de acuerdo con lo previsto en el párrafo b) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas. Este tipo de canje consiste en 57 acciones de INMOFIBAN, de 1,53 euros de valor nominal cada una, por 10 acciones de PDI, de 500 euros de valor nominal cada una, sin que se establezca compensación complementaria en dinero alguna.

##### **4.2. Criterios de valoración utilizados**

Para la determinación del valor de INMOFIBAN se ha utilizado el valor de la contraprestación de la OPA formulada por PDI sobre INMOFIBAN, tal y como se había previsto en el Folleto Explicativo de la OPA.

Para la determinación del valor de PDI se han utilizado criterios homogéneos a los utilizados en la determinación del valor de INMOFIBAN, en base a las valoraciones implícitas derivadas de operaciones corporativas recientes de la propia PDI.

Los Consejos de Administración de PDI e INMOFIBAN entienden que los métodos aplicados para determinar su valor son los que recogen de manera más eficiente y equitativa todos los aspectos relevantes para ambas sociedades.

Como ya se ha indicado en el apartado III 3.1. (v) de este Informe, ACF considera que la relación de canje acordada es razonable desde un punto de vista económico financiero para los accionistas de PDI e INMOFIBAN. Se adjunta como Anexo 1 la carta ("Fairness Opinión") y el informe, ambos de fecha 27 de noviembre de 2007, emitidos por ACF.

##### **4.3. Especiales dificultades de valoración**

No han existido especiales dificultades de valoración en las dos sociedades participantes en la fusión. No obstante, cabe destacar como particularidades más relevantes de dicha valoración (específicas de la situación actual de PDI e INMOFIBAN) la participación de PDI en INMOFIBAN.

#### **V. CONCLUSIONES SOBRE LA FUSIÓN**

Los administradores de INMOFIBAN y PDI, tras un profundo análisis de la calidad y complementariedad de los recursos y capacidades acumulados en ambas sociedades, han concluido y confirmado que resulta altamente conveniente para las mismas llevar a cabo el proceso de fusión al que este Informe se refiere, que culminará, previa su

aprobación por las respectivas Juntas Generales de Accionistas, con la integración plena de ambas sociedades en una única entidad.

\* \* \* \* \*

El presente Informe ha sido elaborado y aprobado a 28 de noviembre de 2007 por los Consejos de Administración de INMOFIBAN, S.A. y PANEUROPEA DESARROLLOS INMOBILIARIOS, S.A.

A continuación suscriben este Informe, en dos ejemplares idénticos en su contenido y presentación, los administradores de las dos entidades.

**CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE INMOFIBAN, S.A.**

\_\_\_\_\_  
D. Sergio Martínez Herrero  
Presidente

\_\_\_\_\_  
D. Antonio Herrero Castillo  
Vocal

\_\_\_\_\_  
D. Marcelino Martínez García  
Vocal

\_\_\_\_\_  
D. David Martínez García  
Vocal

\_\_\_\_\_  
D. Serafín González Morcillo  
Vocal

**CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE  
PANEUROPEA DESARROLLOS INMOBILIARIOS, S.A.**

\_\_\_\_\_  
D. Sergio Martínez Herrero  
Presidente

\_\_\_\_\_  
D. Antonio Herrero Castillo  
Vocal y Secretario

\_\_\_\_\_  
D. Marcelino Martínez García  
Vocal

\_\_\_\_\_  
D. David Martínez García  
Vocal

\_\_\_\_\_  
TINALDE CONSULTING, S.L.U.  
Representada por D<sup>a</sup> Cristina  
de Aldecoa Suarez  
Vocal

### ANEXO 3

## INFORME DE LOS ADMINISTRADORES DE INMOFIBAN, S.A. SOBRE LAS MODIFICACIONES A INTRODUCIR EN LOS ESTATUTOS SOCIALES COMO CONSECUENCIA DE LA FUSIÓN DE LA SOCIEDAD CON PANEUROPEA DESARROLLOS INMOBILIARIOS, S.A.

El presente Informe ha sido elaborado por los administradores de INMOFIBAN, S.A, (en lo sucesivo, "INMOFIBAN" o la "Sociedad"), en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 144.1 .a) de la Ley de Sociedades Anónimas, para justificar las propuestas de modificaciones de los Estatutos Sociales que se someten a la aprobación de la Junta General de Accionistas de la Sociedad como consecuencia de la proyectada fusión por absorción por INMOFIBAN de PANEUROPEA DESARROLLOS INMOBILIARIOS, S.A. (en lo sucesivo, "PDI"). Este Informe complementa a su vez al informe aprobado con esta misma fecha, por los administradores de INMOFIBAN y PDI en relación con el Proyecto de Fusión de las dos entidades (que ha sido igualmente aprobado a fecha de hoy).

En concreto, las modificaciones estatutarias que se realizarán en INMOFIBAN como consecuencia de la referida fusión, en caso de ser ésta aprobada, es la siguiente:

- Modificación del artículo 5º ("Capital Social") como consecuencia de la reducción de capital por amortización de las acciones propias que la Sociedad adquiriera en la fusión y que no sean empleadas para atender el canje derivado de la misma.

### **PROPUESTA DE MODIFICACIÓN DEL ARTICULO 5º DE LOS ESTATUTOS SOCIALES ("CAPITAL SOCIAL") COMO CONSECUENCIA DE LA REDUCCIÓN DE CAPITAL POR AMORTIZACIÓN DE ACCIONES PROPIAS**

La proyectada fusión por absorción de PDI por INMOFIBAN conllevará la incorporación al patrimonio de esta última de las 321.294 acciones de INMOFIBAN que son en la actualidad propiedad de PDI. Según se señala en el Proyecto de Fusión, dichas acciones se emplearán para atender el canje derivado de dicha fusión, evitando así que INMOFIBAN tenga que aumentar capital para emitir acciones nuevas destinadas al canje. De hecho, sólo 116.850 de las acciones de INMOFIBAN actualmente propiedad de PDI serán necesarias para atender el canje de la fusión. Las restantes 204.444 acciones de INMOFIBAN que hoy tiene PDI pasarían a integrar la autocartera de aquélla, y quedarían por tanto sujetas al régimen de las acciones propias previsto en el artículo 79 de la Ley de Sociedades Anónimas. Dicho régimen implica, entre otras cosas, la obligación de dotar en el pasivo del balance una reserva indisponible equivalente al importe de las acciones propias computado en el activo, lo cual tendría un importante impacto negativo en la cuenta de resultados de la Sociedad.

A fin de evitar la necesidad de dotar la reserva mencionada y los efectos negativos que de ello se derivarían, el Consejo de Administración de INMOFIBAN considera que es necesario proceder a la automática amortización de las acciones propias provenientes de PDI que no sean necesarias para atender el canje de la fusión, en el mismo acto y sin solución de continuidad con la misma, de modo que dichas acciones no lleguen nunca a integrar contablemente la autocartera de la Sociedad. Dicha amortización debe realizarse a través de una reducción del capital social, con la consiguiente modificación del artículo

5º de los Estatutos Sociales. Esta reducción de capital, en cualquier caso, estaría necesariamente condicionada a la efectiva realización de la fusión de la que trae causa.

A estos efectos, el Consejo de Administración de INMOFIBAN ha acordado someter a la aprobación de la Junta General de Accionistas que decidirá sobre la fusión por absorción de PDI por INMOFIBAN, la siguiente propuesta de acuerdo:

**«Reducción de capital en 312.799,32€ euros por amortización de acciones propias, con la consiguiente modificación del artículo 5º de los Estatutos Sociales**

1. Como consecuencia de la fusión contemplada en el Acuerdo anterior, y sin solución de continuidad con la misma, se acuerda reducir el capital de la Sociedad en la cantidad de 312.799,32 euros por amortización de los 204.444 acciones propias que la Sociedad adquiriera como consecuencia de la mencionada fusión, que no serán empleadas para atender el canje derivado de dicha fusión. Como consecuencia de esta reducción, el capital social quedará fijado en la cifra de 192.100,68 euros, representado por 125.556 acciones ordinarias, de 1,53 euros de valor nominal cada una.

*La reducción se realizará con cargo a las reservas de la Sociedad resultantes de la fusión referida en el Acuerdo anterior, en el importe correspondiente a la diferencia entre el valor nominal y el valor contable de las acciones amortizadas. Al ser la propia Sociedad la titular de las acciones amortizadas, la reducción de capital no entrañará devolución de aportaciones a los socios, siendo por tanto su finalidad la de amortizar acciones propias. Por lo que respecta al plazo de ejecución, este acuerdo de reducción de capital deberá ser elevado a público y presentado a inscripción en el Registro Mercantil simultáneamente con la fusión contemplada en el Acuerdo anterior.*

*Tendrán derecho de oposición a esta reducción de capital los acreedores cuyo crédito haya nacido antes de la fecha del último anuncio del acuerdo de reducción, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 166 de la Ley de Sociedades Anónimas.*

2. Como consecuencia de lo anterior, se acuerda modificar el artículo 5º de los Estatutos Sociales, que en lo sucesivo tendrá la siguiente redacción:

**"ARTÍCULO 5º.- CAPITAL SOCIAL**

*El capital social se fija en la suma de 192.100,68 euros (ciento noventa y dos mil cien euros con sesenta y ocho céntimos) dividido y representado por 125.556 acciones ordinarias de una única serie, de 1,53 euros de valor nominal cada una de ellas, íntegramente suscritas y desembolsadas.*

*Las acciones estarán representadas por medio de anotaciones en cuenta y contendrán todos los requisitos legales.*

*La acción confiere a su titular legítimo la condición de socio, e implica 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"*

3. *Se acuerda que la validez y eficacia de los acuerdos reflejados en los números 1 y 2 anteriores quede condicionada, con carácter suspensiva, a la inscripción en el Registro Mercantil de la fusión por absorción de PANEUROPEA DESARROLLOS INMOBILIARIOS, S.A. por INMOFIBAN, S.A.*

\* \* \* \* \*

El presente Informe ha sido elaborado y aprobado por el Consejo de Administración de *INMOFIBAN* a 28 de noviembre de 2007. A continuación suscriben este Informe los administradores de *INMOFIBAN*.

\_\_\_\_\_  
D. Sergio Martínez Herrero  
Presidente

\_\_\_\_\_  
D. Antonio Herrero Castillo  
Vocal

\_\_\_\_\_  
D. Marcelino Martínez García  
Vocal

\_\_\_\_\_  
D. David Martínez García  
Vocal

\_\_\_\_\_  
D. Serafín González Morcillo  
Vocal



**Presentación a los Consejos de Administración de  
Paneuropea Desarrollos Inmobiliarios, S.A., e Inmoifban, S.A.**

**ACF Corporate Finance**

Abarro Corporación Financiera, S.V. S.A.  
Paseo de la Castellana, 59  
28046 - Madrid  
Tel: +34-91-556-9345  
Fax: +34-91-556-0111  
Web: [www.abarrocorporacion.com](http://www.abarrocorporacion.com)

Informe de valoración relativa de Inmoifban S.A. y Paneuropea Desarrollos Inmobiliarios, S.A.

Noviembre 2007

## Consideraciones Previas

*Este documento ha sido preparado por Ahorro Corporación Financiera S.V., S.A. (en adelante "ACF") para Panamericana Desarrollos Inmobiliarios, S.A. (en adelante "PDI") y para InmoFiban, S.A., (en adelante "InmoFiban") con la información proporcionada por PDI e InmoFiban, en adelante "las Compañías".*

*La información en la que se basa el presente documento y recogida en el mismo no ha sido verificada independientemente por ACF ni por ninguna entidad por cuenta de ésta, y está, en todo caso, sujeta a cambios y/o modificaciones.*

*En ningún caso deberá interpretarse que este documento o alguna parte del mismo implica opinión subjetiva alguna por parte de ACF, ni sobre la información proporcionada por las Compañías, ni de, o en, la información contenida en el propio documento. En ningún caso debe entenderse que el presente documento supone una opinión de ACF acerca del conjunto de la operación, debiendo entenderse la opinión en el contenido relativa exclusivamente a la relación de canje propuesta para la fusión de InmoFiban y PDI.*

*ACF no será responsable de la exactitud de la información o afirmaciones recogidas en este documento y en ningún caso su contenido constituirá ningún tipo de garantía explícita o implícita por parte de ACF. Asimismo, ACF no será responsable de cualquier pérdida o daño que pudiera derivarse del uso de este documento o su contenido. Este documento ha sido elaborado para su utilización exclusiva por los Consejos de Administración de InmoFiban y PDI, y no podrá ser copiado o distribuido a terceras personas o entidades sin el consentimiento previo de ACF.*

# Índice

	Página
<b>Introducción e información recibida</b>	<b>4</b>
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
Valoración de Inmofiban a agosto 2007	19
Valoración de PDI a agosto 2007	35
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Introducción e información recibida

### Introducción

- De conformidad con lo establecido en los mandatos de servicios profesionales de asesoramiento financiero, ambos de fecha 28 de agosto de 2007, ACF ha sido requerido por PDI e Inmoiblan, para emitir una opinión contrastada ("Fairness Opinion" u "Opinión Contrastada") desde el punto de vista económico y financiero, dirigida a los Consejos de Administración de PDI e Inmoiblan, acerca de la razonabilidad para los accionistas de PDI e Inmoiblan de la relación de valor (ecuación de canje) entre acciones contemplada por PDI e Inmoiblan para su fusión.
- La fecha de valoración de ambas compañías es 31 de agosto 2007 y por tanto los Estados Financieros de PDI ya recogen la liquidación de la OPA sobre Inmoiblan, si bien a efectos de determinar la ecuación de canje se ha considerado el impacto de la reducción de capital en PDI por importe de 10.250.000 euros<sup>1</sup> realizada el día 8 de noviembre de 2007
- La metodología de valoración utilizada para determinar la ecuación de canje ha sido la siguiente:
  - Net Asset Value después de impuestos, principal referencia de valoración empleada por la comunidad inversora para determinar el valor intrínseco de compañías inmobiliarias
  - Operaciones corporativas recientes sobre PDI y sobre Inmoiblan
  - Múltiplos de compañías cotizadas comparables sobre cotización
  - Múltiplos de transacciones comparables

Nota

(1): La reducción de capital implica una reducción del valor nominal por acción de mil euros a quinientos euros sin que se haya modificado el número total de acciones de la Compañía

## Introducción e información recibida

### Información recibida

- ACF ha llevado a cabo una valoración de PDI e Inmobiban en base a la información facilitada por las Compañías y a información pública. La información facilitada por las Compañías es la que a continuación se detalla:
  - Información financiera / contable de las Compañías
    - Inmobiban
      - Estados financieros auditados para el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de agosto de 2007
      - Estados financieros auditados 2004, 2005, 2006
      - Resumen de la tasación realizada por Tasaciones Inmobiliarias, S.A. (en adelante "TINSA"), para Inmobiban del activo inmobiliario situado en la calle Progres nº 6-12, en el municipio de Abdera, (Martorell, Barcelona) a 12 de septiembre de 2007
    - PDI:
      - Estados financieros auditados para el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de agosto de 2007
      - Estados financieros 2003, 2004, 2005 y Estados financieros auditados 2006
      - Resumen de la tasación realizada por TINSA, para PDI del activo inmobiliario situado en la calle Guadiana número 40, Urbanización El Bosque (Villavieja de Odón, Madrid) a 2 de agosto de 2007
      - Informe de tasación realizado por Sociedad de Tasación, S.A., para PDI del activo inmobiliario situado en la calle Cronos nº 2 (Madrid), a 24 de agosto de 2007
      - Detalle de los precios de venta y del estado de la comercialización de los Lofts y de las plazas de garaje del edificio situado en la calle Cronos nº 2 (Madrid)
      - Notificación de la reducción de capital (Acuerdo Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de PDI de 8 de noviembre de 2007)
      - Documentación relativa a la venta de acciones de PDI realizadas por D. Antonio Herrero y D. Sergio Martínez
  - Información relativa a la OPA sobre Inmobiban
    - Folleto de Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Inmobiban por parte de PDI de fecha junio 2007
    - Hecho relevante publicado en la CNMV con fecha 1 de agosto de 2007 sobre la aceptación y liquidación de la OPA
    - Detalle de los gastos incurridos en la OPA por PDI
- En el análisis de la información anterior debe considerarse que PDI formula sus estados financieros de acuerdo con el Plan General de Contabilidad (PGC) e Inmobiban según Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)
- ACF ha mantenido conversaciones con accionistas de PDI e Inmobiban en relación a la información recibida. Aunque el trabajo de ACF ha supuesto el análisis de información financiera, ACF no asume ninguna responsabilidad ni opinión sobre la totalidad o la exactitud de cualquier información proporcionada por las Compañías

# Índice

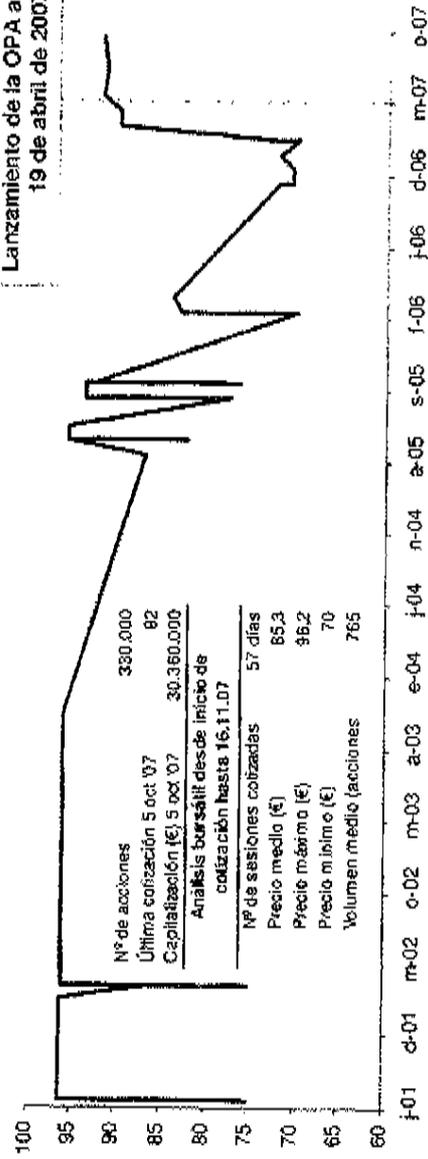
	Página
Introducción e información recibida	4
<b>Descripción de las Compañías</b>	<b>7</b>
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
Valoración de InmoFiban a agosto 2007	19
Valoración de PDI a agosto 2007	35
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Introducción e información recibida

### Descripción de Inmoifiban

- Inmoifiban se constituyó el 8 de febrero de 1989 en Barcelona
- Cotiza en el Segundo Mercado de Barcelona desde el 22 de junio de 2001
- Objeto social: inversión inmobiliaria y la compraventa de terrenos y demás bienes inmuebles, especialmente edificaciones, incluido el derecho a su arrendamiento
- Los activos que posee la compañía están compuestos por una serie de naves en la localidad de Abrera, Martorell, cerca de Barcelona y se distribuyen de la siguiente forma:
  - 5 naves en propiedad, con una superficie total de 46.709 metros cuadrados de los que 28.242 metros cuadrados están construidos
  - 3 naves bajo régimen de arrendamiento financiero, con una superficie total de 23.745 metros cuadrados, de los que 22.971 metros cuadrados están construidos
- Los ingresos de la Sociedad se derivan, exclusivamente, de la explotación de los activos inmobiliarios anteriormente mencionados
- A continuación se detalla la evolución bursátil de Inmoifiban desde el inicio de su cotización:

### Evolución de la cotización



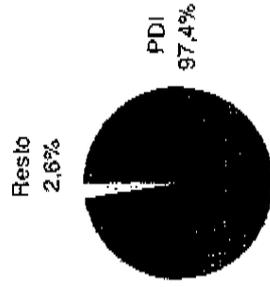
## Introducción e información recibida

### Descripción de Inmobifan

#### Principales magnitudes

000EUR	2004	2005	2006	31/08/07
Ingresos	2.616,8	2.945,6	2.906,6	1.721,4
Ebitda	1.804,7	2.330,4	2.186,2	701,6
Ebit	1.356,9	1.882,6	1.739,6	402,0
Beneficio Neto	659,9	1.081,0	2.121,9	828,3
DFN	7.811,8	5.940,6	4.328,0	4.735,4
FFPP	18.533,9	19.614,9	21.736,8	22.528,0
DFN / FFPP	0,42	0,30	0,20	0,21
Activo Total	28.923,3	28.476,4	28.087,2	30.662,2

#### Accionariado - Post OPA



## Introducción e información recibida

### Descripción de PDI

- Paneuropea Desarrollos Inmobiliarios S.A., se constituyó el 4 de diciembre de 2003
- Objeto social: construcción y promoción de bienes inmuebles, así como la adquisición, explotación y enajenación de los mismos, incluida la intermediación inmobiliaria. La Sociedad opera en España, desarrollando sus actividades principalmente en Madrid
- La sociedad cuenta con tres activos inmobiliarios:
  - Un edificio construido en la calle Cronos de Madrid compuesto por 20 Lofts y 13 plazas de garaje, los cuales están todos vendidos (a excepción de un loft), cobrados en un 20% y con fecha estimada de entrega inferior a seis meses. La parcela sobre la que se asienta el edificio fue adquirida en febrero de 2004
  - Dos parcelas situadas en Villaviciosa de Odón que fueron adquiridas en abril de 2007 a Paneuropea Patrimonios S.L.U., por un importe total de 5.131.192 euros a pagar en los siguientes plazos:
    - 10% el 31 de enero de 2008
    - 30% el 31 de julio de 2008
    - 60% el 31 de enero de 2009
  - En conjunto, ambas parcelas tienen una superficie de 11.661,8 m<sup>2</sup> de los que 9.329,44 m<sup>2</sup> son edificables
  - Una inversión financiera como resultado de la liquidación de la OPA sobre Inmoibfan
- Con fecha 28 de marzo de 2007, PDI vendió la participación del 50% (300.000 euros) que ostentaba sobre Promogedesa Villaviciosa, S.A., a Paneuropea de Almacenes y Navas Industriales, S.A.
- El 27 de junio de 2007, la CNMV autorizó el folleto de la OPA lanzada por PDI el 19 de abril del mismo año por el 100% del accionariado de Inmoibfan a un precio de 92 euros por acción
- Con fecha 1 de agosto de 2007 la OPA fue aceptada por un 97,36% del capital social de Inmoibfan (321.294 acciones de un total de 330.000 acciones). PDI contaba anticipadamente con el compromiso de aceptación del 77,81% del accionariado de Inmoibfan
  - Para la financiación de la oferta pública de adquisición sobre Inmoibfan, PDI firmó el 26 de abril de 2007 una póliza de crédito por importe de 21.000.000 euros para adquirir el 100% de las acciones de Inmoibfan. Dado que la aceptación fue inferior, finalmente el importe del préstamo dispuesto ha ascendido a 20.445.600 euros

## Introducción e información recibida

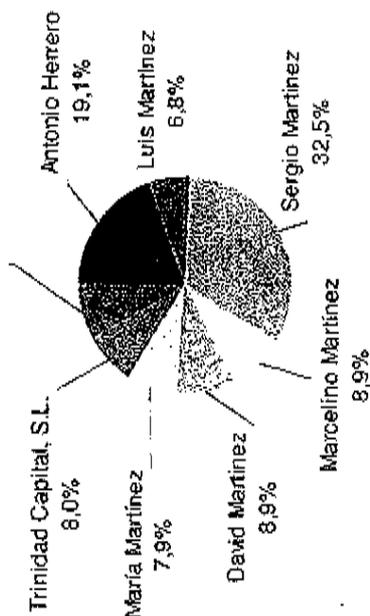
### Descripción de PDI

#### Principales magnitudes

000EUR	2004	2005	2006	31/08/07
Ingresos	209,3	205,7	159,4	0,0
Ebitda	2,4	22,9	43,7	(27,1)
Ebitl	(38,6)	(18,1)	2,7	(54,4)
Beneficio Neto	(27,7)	(27,9)	1.531,7	(5,2)
DFN	709,4	636,0	1.452,8	27.252,2
FFPP <sup>1</sup>	20.437,6	20.409,7	21.191,4	21.186,2
DFN / FFPP	0,03	0,03	0,07	1,29
Activo Total	21.309,5	21.584,3	23.587,9	52.441,4

#### Accionariado a 23.11.2007

Activials Negocios 21, S.L.  
8,0%



#### ■ Hechos posteriores al 31 de agosto de 2007:

- Reducción de capital por importe de 10.250.000 euros<sup>1</sup> el día 8 de noviembre de 2007
- Incorporación de Trinidad Capital S.L., y Activials Negocios 21, S.L., al accionariado de la Sociedad por compra-venta de acciones a Don Antonio Herrero y a Don Sergio Martínez<sup>2</sup> en noviembre de 2007

Nota

(<sup>1</sup>): No incluye la reducción de capital por importe de 10.250.000 euros de fecha 8 de noviembre de 2007

(<sup>2</sup>): La reducción de capital implica una reducción del valor nominal por acción de mil euros a quinientos euros sin que se haya modificado el número total de acciones de la Compañía  
Fuente: Compañía

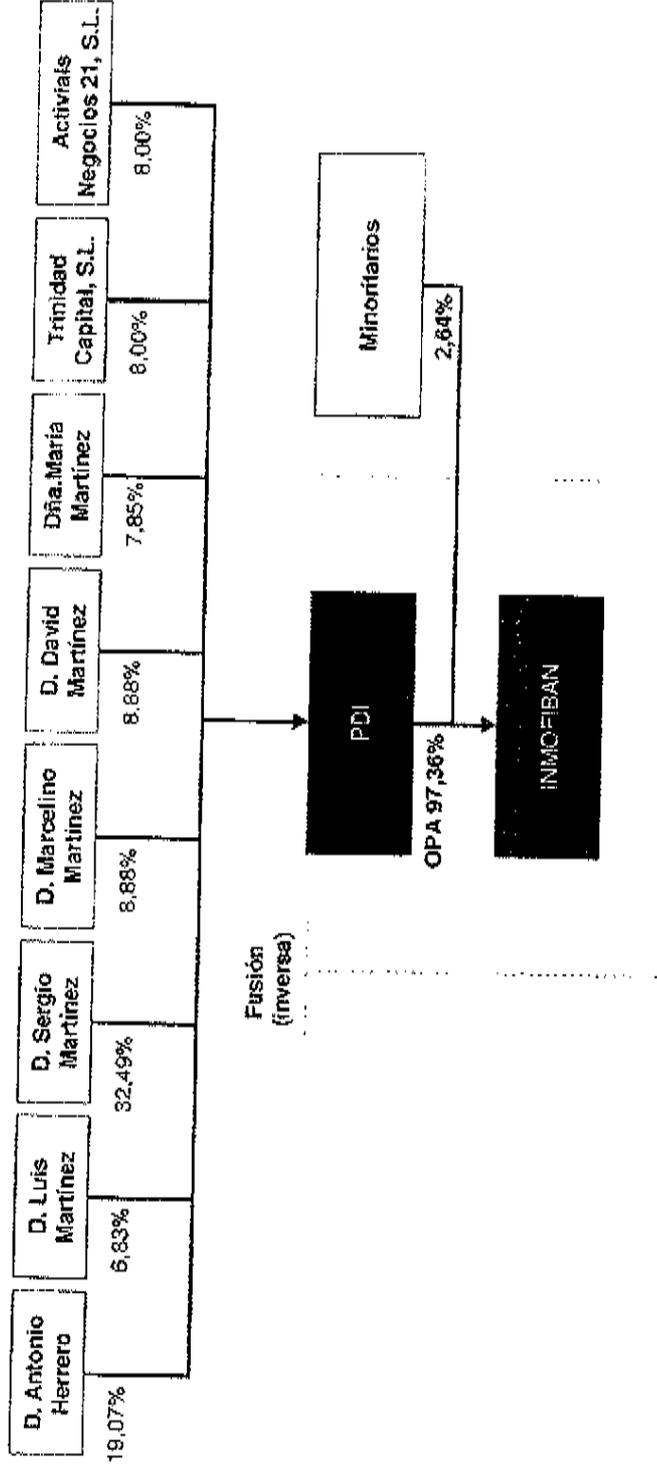
# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
<b>Estructura de la transacción</b>	<b>12</b>
Metodología de valoración	14
Valoración de Inmofiban a agosto 2007	19
Valoración de PDI a agosto 2007	35
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

# Estructura de la transacción

## Estructura de la transacción

- En el folleto de la OPA, la Sociedad Oferente (PDI) contemplaba dos alternativas de reestructuración del grupo resultante (en caso de éxito de la OPA):
  - Opción A: fusión de InmoFiban con PDI
  - Opción B: fusión de InmoFiban con la sociedad resultante de la reorganización de Paneuropea (proceso previo de integración de PANI, Paneuropea de Patrimonios y PDI, sociedades participadas todas ellas por los mismos accionistas)
- Finalmente, la sociedad oferente ha decidido ejercitar la primera de las opciones: fusionar InmoFiban con PDI a través de una fusión inversa por la que InmoFiban absorbe a PDI



# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
<b>Metodología de valoración</b>	<b>14</b>
Net Net Asset Value (NNAV)	16
Valoración por Múltiplos	18
Valoración de Inmobilban a agosto 2007	19
Valoración de PDI a agosto 2007	35
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

# Metodología de valoración

## Métodos aplicados

Para obtener las valoraciones, se han utilizado cuatro métodos de valoración

### Método aplicado

Net Net Asset Value

Operaciones Corporativas Recientes

Múltiplos s/valor de activos

De Compañías Cotizadas Comparables (MCC) <sup>1</sup>

Múltiplos s/valor de activos

De Transacciones Comparables (MTC) <sup>2</sup>

Consideraciones sobre la metodología de valoración:

- No se ha realizado una valoración mediante el método de Descuentos de Flujos de Caja (DCF) ya que este método se basa en el principio de empresa en funcionamiento. En el caso de compañías inmobiliarias la aplicación de este método presenta limitaciones debido a que la actividad de promoción, a efectos de valoración, tiene una duración finita determinada por la cartera de suelo existente a la fecha de valoración y por este motivo no es práctica habitual en el sector

### Comentarios

- Valoración NNAV de los activos de las Compañías (en base a tasaciones de activos realizadas por expertos independientes y a otras referencias de valor de mercado de los activos facilitadas por las compañías)
- Con carácter general el NNAV se ha determinado mediante la suma de los fondos propios más las plusvalías latentes después de impuestos, en línea con la práctica habitual de mercado
- El NNAV es el método de referencia en la comunidad financiera para determinar el valor intrínseco de una compañía inmobiliaria
- Valoración de inmuebles en base al precio ofertado por PDI (92€/acc) en la OPA
- Valoración de PDI en base a los precios implícitos de las dos operaciones de venta de acciones de la compañía realizadas en el último mes
- Descuento/Prima sobre el valor de mercado de los activos (GAV) y valor liquidativo (NNAV) basado en compañías cotizadas comparables
- Descuento/Prima sobre GAV y NNAV basado en transacciones del sector donde se encuadran las compañías objeto de análisis

Nota:

(1) MCC: Análisis y selección en función del grado de similitud de los negocios de las Compañías con cada una de las compañías cotizadas

(2) MTC: Análisis y selección en función del grado de similitud de los negocios de las Compañías con cada una de las transacciones precedentes en el sector

Fuente: Ahorro Corporación

# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
<b>Metodología de valoración</b>	<b>14</b>
<b>Net Net Asset Value (NNAV)</b>	<b>16</b>
Valoración por Múltiplos	18
Valoración de Inmobiliaria a agosto 2007	19
Valoración de PDI a agosto 2007	35
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Metodología de valoración Net Net Asset Value (NNAV)

### Metodología general

- El Net Asset Value después de impuestos (NNAV) es el método que presenta mayor precisión en la valoración de compañías inmobiliarias ya que valora de forma individualizada cada activo de la Compañía
- La metodología de valoración a través de NNAV consiste en lo siguiente:
  - Compañías de tasación independientes realizan una estimación del valor de mercado de cada uno de los activos inmobiliarios
  - Para aquellos activos ya desarrollados y con un grado de comercialización muy avanzado, se pueden considerar otras referencias de valor más ajustadas a la realidad (i.e., precio de venta)
  - Se estiman las plusvalías latentes de cada activo por diferencia entre su valor de mercado y su valor contable
  - Se calcula el impacto impositivo de dichas plusvalías
  - El NNAV de las compañías inmobiliarias es el resultado de sumar a los recursos propios las plusvalías latentes netas de impuestos
- El cálculo de NNAV se realiza por tanto de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$\text{NNAV} = [(\text{VM} - \text{VC}) \times (1 - \text{t})] + \text{FFPP}$$

Nota:

VM: Valor de mercado de los activos  
VC: Valor Contable de los activos  
T: Tipo impositivo aplicable a las plusvalías  
FFPP: Fondos propios

# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
<b>Metodología de valoración</b>	<b>14</b>
Net Net Asset Value (NNAV)	16
<b>Valoración por Múltiplos</b>	<b>18</b>
Valoración de Inmobiliaria a agosto 2007	19
Valoración de PDI a agosto 2007	35
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Metodología de valoración Valoración por múltiplos

### Múltiplos sobre GAV y NNAV

- La aproximación por múltiplos parte de seleccionar una muestra de compañías que tengan un mix de negocio comparable al de PDI e Inmobiliar
- La aproximación por Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables (MCC) sobre el valor de los activos (GAV y NNAV) relaciona la cotización de las compañías comparables con el valor de sus activos y aplica la prima o descuento con el que éstas cotizan al valor de los activos de PDI e Inmobiliar
- La aproximación al valor por Múltiplos de Transacciones Comparables (MTC) sobre el valor de los activos consiste en relacionar el precio al que se han realizado las transacciones en el sector inmobiliario con el valor de los activos de la compañía adquirida y aplicar la prima o descuento al que se han realizado estas operaciones al valor de los activos de PDI e Inmobiliar

### Valoración por múltiplos sobre magnitudes financieras - Consideraciones

- La aplicación del método de múltiplos de compañías cotizadas en la valoración de compañías inmobiliarias es limitada debido a que se basa en cifras de un solo ejercicio que pueden verse afectadas por factores no recurrentes como la entrega de una promoción importante o la venta de suelo

# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
<b>Valoración de Inmofiban a agosto 2007</b>	<b>19</b>
<b>NNAV</b>	<b>20</b>
Precio de la OPA	22
Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)	24
Múltiplos de transacciones comparables (MTC)	30
Resumen de valoración	34
Valoración de PDI a agosto 2007	35
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Valoración de Inmofiban NNAV de Inmofiban

**El NNAV de Inmofiban en agosto de 2007 es de 34.758 miles de euros**

- Para el cálculo del NNAV de Inmofiban, se parte del valor de mercado de sus activos compuesto por un conjunto industrial formado por varios edificios situados en la calle Progres nº 6-12, en el municipio de Abrera. (Martorell, Barcelona), que incluye:
  - 5 naves en propiedad, situadas sobre un terreno dividido en 4 manzanas
  - 3 naves bajo régimen de leasing financiero, situadas sobre un terreno dividido en 2 manzanas
- El valor de mercado de dichas naves es, según la tasación de Tinsa, de 42.604.870,5 euros a 20 de septiembre de 2007
- La tasación corresponde al valor de mercado<sup>1</sup> del activo. No se ha realizado siguiendo las disposiciones contenidas en la Orden ECO/805/2003 de 27 de marzo
- Se ha aplicado un tipo impositivo del 18% sobre la plusvalía resultante en línea con la práctica habitual de mercado para los activos en renta, asumiendo la deducción por reinversión
- El NNAV a 31.08.2007 de Inmofiban ascendería a 34.758 miles de euros

### Consideraciones sobre el NNAV

Activos agosto 2007	'000 euros
Finca 4.883 (en propiedad)	25.841,2
Finca 6.041 (en leasing)	16.763,7
<b>Valor de Mercado</b>	<b>42.604,9</b>
Finca 4.883 (en propiedad)	16.132,0
Finca 6.041 (en leasing)	11.558,2
<b>Valor Contable</b>	<b>27.690,1</b>
Plusvalía implícita	14.914,8
Ajuste impositivo (18%)	(2.684,7)
Fondos Propios	22.528,0
<b>NAV (Plusvalía + FFFPP)</b>	<b>37.442,8</b>
<b>NNAV</b>	<b>34.758,2</b>

Nota (1): se han utilizado tres metodologías para calcular el valor de mercado: método residual (para el valor del solar), método de comparación y método residual dinámico. El valor de tasación corresponde a la suma de los valores por comparación de cada uno de los elementos valorados  
Fuente: La Compañía, ACF

# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
Valoración de InmoFiban a agosto 2007	19
NNAV	20
<b>Precio de la OPA</b>	<b>22</b>
Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)	24
Múltiplos de transacciones comparables (MTC)	30
Resumen de valoración	34
Valoración de PDI a agosto 2007	35
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

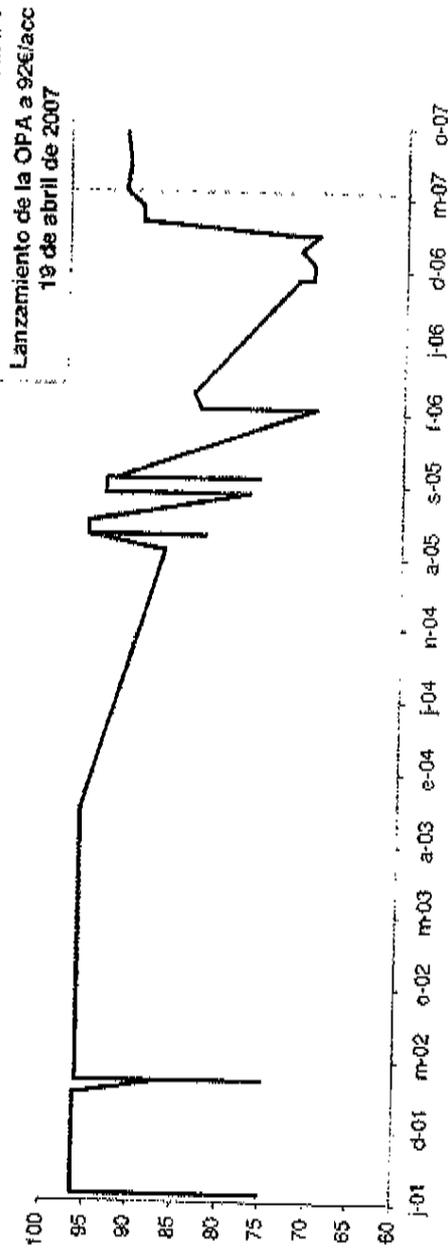
## Valoración de Inmoibban Precio de la OPA

### Precio de la OPA de PDI sobre Inmoibban

**El resultado de valorar Inmoibban al precio de la OPA es de 30.360 miles de euros**

- Con fecha de 19 de abril de 2007, PDI lanzó una oferta pública de adquisición por el 100% de las acciones de Inmoibban: a un precio de 92€ por acción, que fue aceptada por el 97,36% del capital, desembolsando un importe de 29.559.048 euros (321.294 acciones a 92 € por acción)
- Dado el porcentaje de aceptación de la OPA y según lo recogido en el folleto de la misma, se ha considerado dicho precio como una referencia de valor del 100% de las acciones de Inmoibban (30.360 miles de euros)

92 euros	72 euros / acción	28%	30.360.000
----------	-------------------	-----	------------



Fuente: Compañía, Bloomberg

# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
Valoración de Inmofiban a agosto 2007	19
NNAV	20
Precio de la OPA	22
<b>Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)</b>	<b>24</b>
Múltiplos de transacciones comparables (MTC)	30
Resumen de valoración	34
Valoración de PDI a agosto 2007	35
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

# Valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables

## Fases de la valoración

Fases	Comentarios
Primera:	<ul style="list-style-type: none"> <li>Análisis de las principales compañías cotizadas comparables en el sector inmobiliario</li> <li>Espectro analizado: todas las sociedades cotizadas con actividad inmobiliaria</li> </ul>
Segunda:	<ul style="list-style-type: none"> <li>Selección de aquellas sociedades con un mix de negocio más comparable con la compañía a analizar*</li> </ul>
Tercera:	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cálculo de los múltiplos implícitos sobre el valor de mercado de los activos (GAV) y sobre el valor liquidativo de los mismos (NNAV)</li> <li>La aplicación del método de múltiplos de compañías cotizadas en la valoración de compañías inmobiliarias es limitada debido a que se basa en cifras de un solo ejercicio que pueden verse afectadas por factores no recurrentes como la entrega de una promoción importante o la venta de suelo</li> </ul>
Cuarta:	<ul style="list-style-type: none"> <li>Obtención de un rango de valor de los fondos propios para la compañía analizada</li> </ul>

Fuente: Ahorro Corporación  
Nota:

[\*]: No se ha incluido Sacyr Vallehermoso porque su capitalización bursátil incluye otros negocios. Tampoco se han incluido otras inmobiliarias cotizadas en carnos como Inbesas, Amci, Fomento Balear, Incasa, Planega Investment, Urbas, Cinsa, Rústica o Inmobiliaria del Sur, debido a la falta de información pública sobre las mismas

## Valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables

### Muestra total posible de compañías cotizadas comparables

\* De la muestra inicialmente seleccionada de trece compañías inmobiliarias españolas cotizadas, se han utilizado sólo cuatro empresas que por su tipo de negocio eran más comparables con la empresa a analizar

Las inmobiliarias cotizadas españolas más comparables a InmoFiban son Ahorro Familiar, Metrovacesa, Colonial y Cevasa por estar más centradas en el negocio patrimonial

Compañía	País	NNAV MME	Cotiz/ NNAV	Último GAV MME	Desglose del GAV %	Comparabilidad
Ahorro Familiar	España	142	54,0%	283	2%	●
Metrovacesa	España	7.226	120,2%	23.414	13%	●
Colonial	España	4.483	122,3%	9.636	27%	●
Cevasa	España	361	73,4%	392	23%	●
Astroc	España	N.A.	N.A.	1.860	95%	●
Montebalito	España	139	134,7%	160	N.D.	●
Fadesa	España	5.052	50,6%	10.731	96%	●
Reyal Urbis	España	2.703	99,1%	10.369	85%	●
Parquesol	España	1.198	70,1%	2.250	N.A.	●
Aisa	España	821	30,5%	1.587	83%	●
Ayco	España	100	72,0%	N.d.	N.D.	●
Amci	España	42	35,3%	120	100%	○
Riofisa <sup>2</sup>	España	1.125	177,8%	2.005	9%	○
Sotogrande	España	700	92,7%	900	N.D.	○

● Alto  
○ Bajo

Fuente: Compañías, Ahorro Corporación, Deutsche Bank  
Nota:

(1): Para MIVC y COL se ha ajustado el NNAV por el valor de mercado de la deuda financiera / NNAV

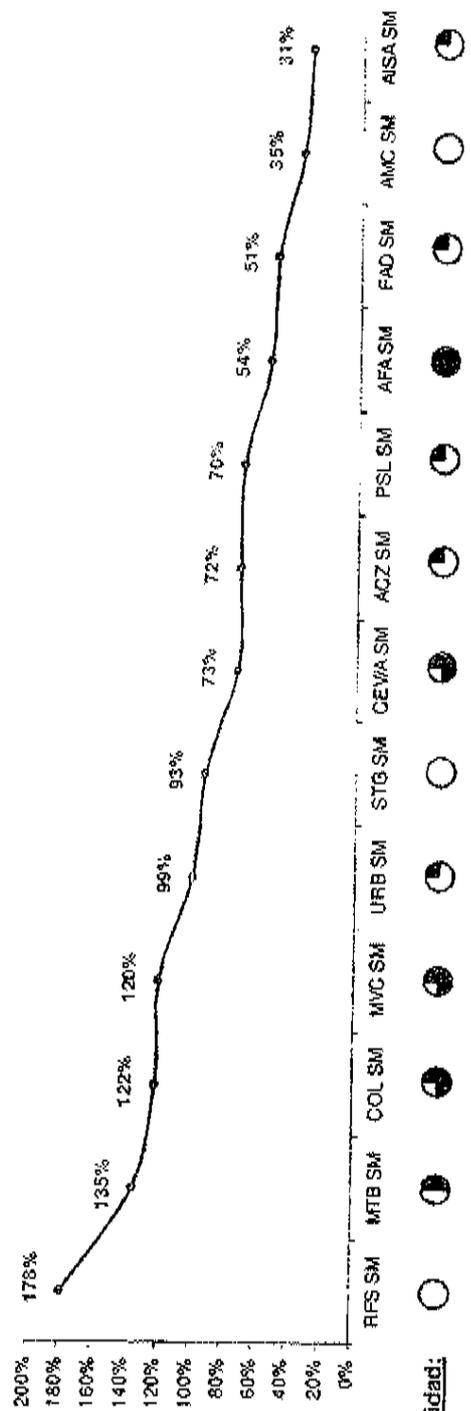
(2): Últimas magnitudes conocidas

(3): Para el análisis de valoración no se ha considerado a Riofisa a efectos de valoración ya que según el hecho relevante de 13 de septiembre de 2007, se ha aprobado en Junta General de Accionistas de Riofisa, por el 99,6% del capital social, su exclusión de cotización

# Valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables Análisis de cotizadas comparables

Prima / descuento sobre NNAV

Las inmobiliarias cotizadas españolas más comparables a Inmoiblan son Ahorro Familiar, Metrovacesa, Colonial y Cevasa



GAV en MME:	2.005	160	9.836	23.414	10.369	900	392	N.d.	2.250	283	10.731	120	1.587
-------------	-------	-----	-------	--------	--------	-----	-----	------	-------	-----	--------	-----	-------

Nota (\*): Capitalización a 16/11/07 sobre último NNAV publicado  
Fuente: Comparables, Bloomberg, Ahorro Corporación

## Valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables

### Múltiplos de cotizadas comparables

Principales magnitudes de las compañías comparables ('000 EUR)

Empresa	Cotización (EUR) 16/11/07	Mkt Cap	EV <sup>1</sup>	GAV <sup>2</sup>	NNAV / acción (EUR)
Ahorro Familiar	37,0	76.701	267.474	283.000	68,5
Metrovacesa	81,3	8.689.062	18.110.662	23.414.000	67,6
Colonial Inmocaral	3,4	5.482.114	12.653.184	9.636.000	2,7
Cevasa	199,0	264.643	229.163	391.700	271,2

Del total de la muestra de comparables cotizadas, se han seleccionado sólo cuatro, que por estar más centradas en el negocio patrimonial tienen una mayor similitud con Inmoiblan

Múltiplos implícitos

Empresa	EV / GAV*	Equity / NNAV
---------	-----------	---------------

Ahorro Familiar	0,95x	54,0%
Metrovacesa	0,77x	120,2%
Colonial Inmocaral	1,31x	122,3%
Cevasa	0,59x	73,4%
<b>Media</b>	<b>0,90x</b>	<b>92,5%</b>
<b>Mediana</b>	<b>0,86x</b>	<b>86,8%</b>

Notas:

(1) EV o Enterprise Value es el valor apalancado de la compañía, es decir, la suma de su capitalización bursátil más la deuda financiera neta incluyendo el ajuste por minoritarios  
 (2) Último dato publicado por cada compañía  
 Fuente: Compañías, Bloomberg, Ahorro Corporación

## Valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables Aplicación de los múltiplos a las magnitudes de Inmofiban

El valor de los Fondos Propios de Inmofiban mediante la aplicación de múltiplos implícitos de cotizadas comparables oscila entre 31.876 y 33.788 miles de euros

	Cifras en miles de euros	
	GAV *	NNAV *
Magnitudes Inmofiban *	42.605	34.758
Múltiplos	0,90x	92,5%
	0,86x	96,8%
Enterprise Value	38.523	N.A.
	36.611	N.A.
DFN Inmofiban *	4.735	N.A.
	Rango Valor	Rango Valor
Valor Fondos Propios	33.788	32.142
	31.876	33.647

Notas(\*): Magnitudes Inmofiban a 31 de agosto de 2007  
Fuente: Compañías, Bloomberg, Aborro Corporación

# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
<b>Valoración de Inmofiban a agosto 2007</b>	<b>19</b>
NNAV	20
Precio de la OPA	22
Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)	24
<b>Múltiplos de transacciones comparables (MTC)</b>	<b>30</b>
Resumen de valoración	34
Valoración de PDI a agosto 2007	35
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Múltiplos de transacciones comparables

### Fases de la valoración

*La prima de control en las adquisiciones de compañías es un factor que puede hacer subir los múltiplos implícitos y por tanto, la valoración de la compañía analizada*

#### Fases

##### Primera:

- Análisis de las principales transacciones precedentes en el sector de la compañía objeto de análisis
- Espectro analizado: las últimas 20 transacciones relevantes de sociedades inmobiliarias en España

##### Segunda:

- Selección de las operaciones más relevantes en función de su comparabilidad con la compañía a analizar

##### Tercera:

- Cálculo de los múltiplos implícitos sobre el valor de mercado de los activos (GAV) y sobre el valor liquidativo de los mismos (NNAV)
- La aplicación del método de múltiplos de compañías cotizadas en la valoración de compañías inmobiliarias es limitada debido a que se basa en cifras de un solo ejercicio que pueden verse afectadas por factores no recurrentes como la entrega de una promoción importante o la venta de sueto

##### Cuarta:

- Obtención de un rango de valor de los fondos propios para la compañía analizada

- En la aplicación del método de valoración mediante múltiplos obtenidos en transacciones comparables de mercado, hay que tener en consideración varios factores que pueden afectar o alternar la comparabilidad con los resultados obtenidos
  - Prima de control pagada por la adquisición del 100% de la compañía objeto de la transacción
  - Comparabilidad del mix de negocio, magnitudes financieras y perspectivas de crecimiento de las compañías
  - Consideraciones e implicaciones de la transacción no reflejadas en el precio: pagos aplazados, opciones, otros ajustes
  - Primas derivadas de razones estratégicas

#### Comentarios

## Múltiplos de transacciones comparables

# Transacciones precedentes del sector inmobiliario

Operaciones en el sector inmobiliario: Patrimonio

Se han  
seleccionado  
sólo las  
transacciones  
donde la  
compañía  
adquirida  
estaba  
especializada  
en el negocio de  
patrimonio

Fecha	Compañía adquirida	Compañía adquirente	% adquirido	Precio (€/acc.)	EV/ GAV	Equity/ NNAV
Jul-04	SFL	Colonial	95%	38,0	0,9x	101,7%
mar-05	Gecina	Metrovacesa	69%	87,7	1,0x	111,9%
mar-06	Metrovacesa	Sacresa	20%	78,1	1,0x	172,2%
may-06	Metrovacesa	Alteco Gestión Promoción De Marcas	26%	80,0	1,0x	176,4%
jun-06	Colonial	Inmocaral	100%	63,0	1,0x	155,9%
ene-07	Riofisa	Inmocaral	100%	44,3	1,2x	181,7%
				<b>Media</b>	<b>1,03x</b>	<b>150,0%</b>
				<b>Mediana</b>	<b>1,04x</b>	<b>164,0%</b>

Nota (\*): Inversores institucionales: EBN, Ibercaja, Unicaja, Luaka, Austral y Cooperación Issas  
Fuente: Compañías, Bloomberg, Mergermarket, Albarro Corporación



# Índice

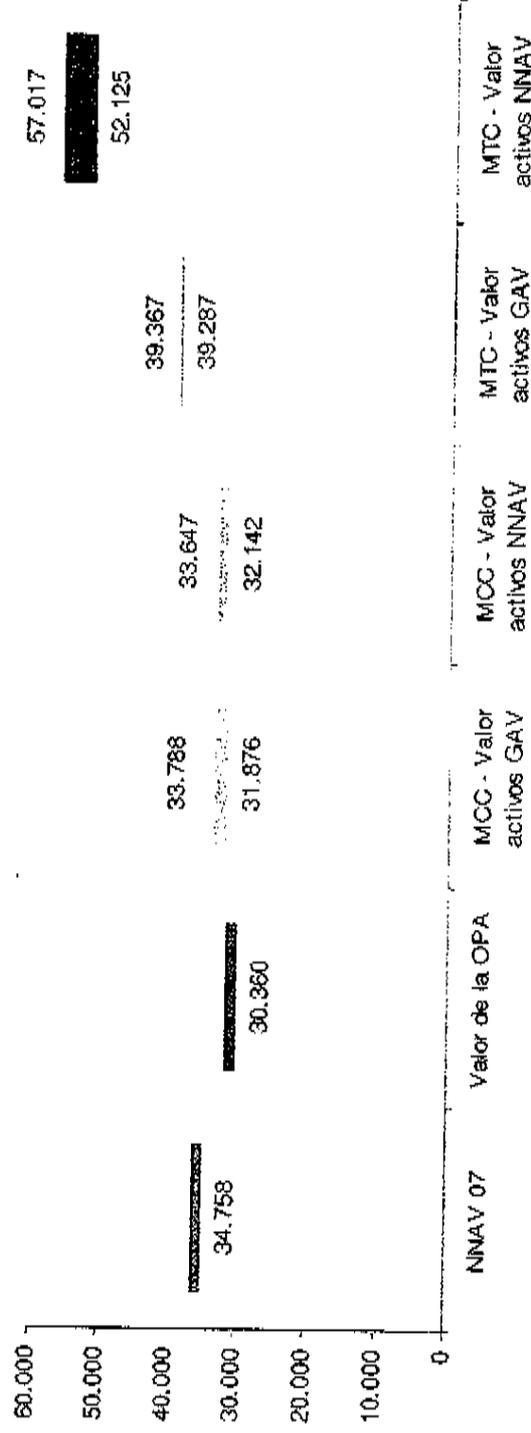
	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
<b>Valoración de Inmofiban a agosto 2007</b>	<b>19</b>
NNAV	20
Precio de la OPA	22
Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)	24
Múltiplos de transacciones comparables (MTC)	30
<b>Resumen de valoración</b>	<b>34</b>
Valoración de PDI a agosto 2007	35
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Valoración de InmoFiban Resumen de valoración

### InmoFiban: Resumen de valoración (miles de euros)

El valor de InmoFiban obtenido por las distintas aproximaciones se sitúa en un rango total entre los 30.360 y 57.017 miles de euros. En base al método principal (precio OPA) se obtiene un valor de 30.360 miles de euros.

El siguiente gráfico muestra los rangos de valoración de InmoFiban obtenidos por distintos métodos de valoración aplicados:



# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
Valoración de InmoFiban a agosto 2007	19
<b>Valoración de PDI a agosto 2007</b>	<b>35</b>
<b>NNAV</b>	<b>36</b>
Precio en base a operaciones corporativas recientes	38
Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)	40
Múltiplos de transacciones comparables (MTC)	42
Resumen de valoración	44
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Valoración de PDI NNAV de PDI

**El NNAV  
ajustado de PDI  
a agosto de  
2007 es de  
14.518 miles de  
euros**

Para el cálculo del NNAV de PDI, se ha partido del valor de mercado estimado de los siguientes activos:

- Inmovilizado financiero: participación del 97,36% en Inmoibanc tras la liquidación de la OPA
  - Este activo se ha valorado en base a su NNAV calculado en el apartado anterior<sup>1</sup>
- Existencias: parcelas 11-A y 11-B en Villaviciosa de Odón
  - Tasación realizada por Tinsa. Según la cual el valor de mercado conjunto de ambas parcelas asciende a 5.833.517 euros<sup>2</sup>
  - Tasación realizada siguiendo las disposiciones contenidas en la orden ECO/805/2003 de 27 de marzo
- Producto en curso: 20 Lofts en la Plaza Cronos de Madrid con 18 plazas de garaje
  - Existen dos referencias de valoración:
    - Tasación realizada por Sociedad de Tasación S.A.: 6.345.430 € (tasación realizada siguiendo las disposiciones contenidas en la Orden ECO/805/2003 de 27 de marzo)
    - Precio de venta: 5.250.703 €
  - Dado que están todos vendidos menos un loft (con precio de venta ya fijado) y cobrados ya en un 20%, se ha considerado a efectos de valoración el precio de venta
- Se aplica el tipo impositivo del 30% a las plusvalías sobre las existencias y productos en curso, ya que está previsto que el desarrollo y venta de las mismas se realice con posterioridad al cierre del ejercicio 2007
- Con fecha 8 de noviembre se ha procedido a realizar una reducción de capital por importe de 10.250.000 euros

El NNAV ajustado a 31.08.2007 de PDI ascendería a 14.518 miles de euros

### Cálculo del NNAV

Activos agosto 2007	'000EUR
97% de Inmoibanc	33.841,2
Parcela 11-A Villaviciosa	2.916,9
Parcela 11-B Villaviciosa	2.916,6
Lofts Plaza Cronos	5.250,7
<b>Valor de Mercado</b>	<b>44.925,4</b>
97% de Inmoibanc <sup>2</sup>	31.405,6
Parcela 11-A Villaviciosa	2.565,7
Parcela 11-B Villaviciosa	2.565,5
Lofts Plaza Cronos	4.315,5
<b>Valor Contable</b>	<b>40.852,3</b>
Plusvalías	4.073,1
Ajuste impositivo (30%)	(497,2)
Fondos Propios	21.166,2
<b>NAV (Plusvalía + FFPP)</b>	<b>25.259,3</b>
Reducción de capital	(10.250,0)
<b>NAV ajustado</b>	<b>15.009,3</b>
<b>NNAV ajustado</b>	<b>14.518,0</b>

Fuente: Sociedad de tasación Tinsa, La Compañía y ACF  
Notas:

(1): Ver página nº 20

(2): Asume los gastos activados de la operación por importe de 1.646.555 euros

(3): El valor de mercado conjunto de ambas parcelas es superior al valor individual de las mismas. La diferencia se ha imputado a partes iguales entre ambas parcelas

# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
Valoración de Inmofiban a agosto 2007	19
<b>Valoración de PDI a agosto 2007</b>	<b>35</b>
NNAV	36
<b>Precio en base a operaciones corporativas recientes</b>	<b>38</b>
Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)	40
Múltiplos de transacciones comparables (MTC)	42
Resumen de valoración	44
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Valoración de PDI

# Operaciones corporativas recientes de PDI

### Operaciones corporativas recientes de acciones de PDI

**El valor de PDI  
teniendo en  
cuenta el precio  
pagado en las  
dos  
operaciones de  
venta de  
acciones de PDI  
es de 10.763  
miles de euros**

- La venta del 16% de acciones de PDI a dos nuevos accionistas, contemplada en el folleto de la OPA, realmente consiste en dos operaciones de venta idénticas:
  - Con fecha de 19 de noviembre de 2007, el accionista de PDI Don Antonio Herrero ha procedido a vender el 8% de las acciones de PDI a la sociedad Activials Negocios 21, S.L. a un precio por acción de 525 euros. El importe de la transacción ha sido: 861.000 euros
  - Con fecha de 27 de noviembre de 2007, el accionista de PDI Don Sergio Martínez ha procedido a vender el 8% de las acciones de PDI a la sociedad Activials Negocios 21, S.L. a un precio por acción de 525 euros. El importe de la transacción ha sido: 861.000 euros
- Aplicando el precio de venta por acción resultante de estas dos transacciones, el valor que se obtiene para el 100% de las acciones de PDI es de 10.762.500 euros

Transacción 1	525 euros	8%	10.762.500
Transacción 2	525 euros	8%	10.762.500

# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
Valoración de Inmofiban a agosto 2007	19
<b>Valoración de PDI a agosto 2007</b>	<b>35</b>
NNAV	36
Precio en base a operaciones corporativas recientes	38
<b>Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)</b>	<b>40</b>
Múltiplos de transacciones comparables (MTC)	42
Resumen de valoración	44
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables Aplicación de los múltiplos a las magnitudes de PDI

- Con anterioridad a la liquidación de la OPA, el negocio central de PDI era la promoción, con un GAV aproximado de 11 M€
- No obstante, con la incorporación a su inmovilizado financiero del 97% de Inmoiblan (compañía 100% patrimonial y con un GAV de 42M€), el mix de negocio de PDI ha variado y actualmente su área de patrimonio aporta más del 75% de su GAV
- Por lo que los múltiplos de cotizadas comparables (MCC) y transacciones comparables (MTC) aplicados a Inmoiblan son los mismos a aplicar a PDI

El valor de los Fondos Propios de PDI mediante la aplicación de múltiplos implícitos de cotizadas comparables oscila entre 13.307 y 15.667 miles de euros

Cifras en miles de euros

	GAV	NNAV
PDI	11.084 <sup>1</sup>	N.A.
Múltiplos	41,481	N.A.
Enterprise Value	52.565	14.518
DFN	0,90x	92,5%
	0,86x	96,8%
	47.529	N.A.
	45.170	N.A.
	27.252	N.A.
	4.610	N.A.
Valor Fondos Propios	13.307	14.054
	15.667	13.425

Notas: (\*) Magnitudes de PDI a fecha de 31 de agosto de 2007

(1): El GAV de los Lofis es el precio de venta

Fuente: Compañías, Bloomberg, Ahorro Corporación

# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
Valoración de Inmoiblan a agosto 2007	19
<b>Valoración de PDI a agosto 2007</b>	<b>35</b>
NNAV	36
Precio en base a operaciones corporativas recientes	38
Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)	40
<b>Múltiplos de transacciones comparables (MTC)</b>	<b>42</b>
Resumen de valoración	44
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Múltiplos de transacciones comparables Aplicación de los múltiplos a las magnitudes financieras de PDI

	Cifras en miles de euros		
	Magnitudes PDI <sup>(*)</sup>	GAV <sup>(*)</sup>	NINAV <sup>(*)</sup>
<b>El valor de los Fondos Proprios de PDI mediante la aplicación de múltiplos</b>		52.565 <sup>(*)</sup>	14.518
<b>múltiplos de implícitos de transacciones precedentes en el sector inmobiliario se sitúa entre 21.772 y 23.815 miles de euros</b>		1,03x	150,0%
		1,04x	164,0%
		54.314	N.A. <sup>(*)</sup>
		54.413	N.A.
		27.252	N.A.
		4.610	N.A.
		<b>Rango Valor</b>	<b>Rango Valor</b>
		22.451	21.772
		22.550	23.815
		<b>Equity value</b>	

Nota:

(\*) Magnitudes de PDI a 31 de agosto de 2007

(1): Incluye el 97,36% del GAV de Inmobifon y el GAV de los Lofis calculado en base al precio de venta de los mismos  
Fuente: Compañías, Bloomberg, Ahorro Corporación

# Índice

	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
Valoración de Inmofiban a agosto 2007	19
<b>Valoración de PDI a agosto 2007</b>	<b>35</b>
NNAV	36
Precio en base a operaciones corporativas recientes	38
Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)	40
Múltiplos de transacciones comparables (MTC)	42
<b>Resumen de valoración</b>	<b>44</b>
Valoraciones relativas y ecuación de canje	46

## Valoración de PDI

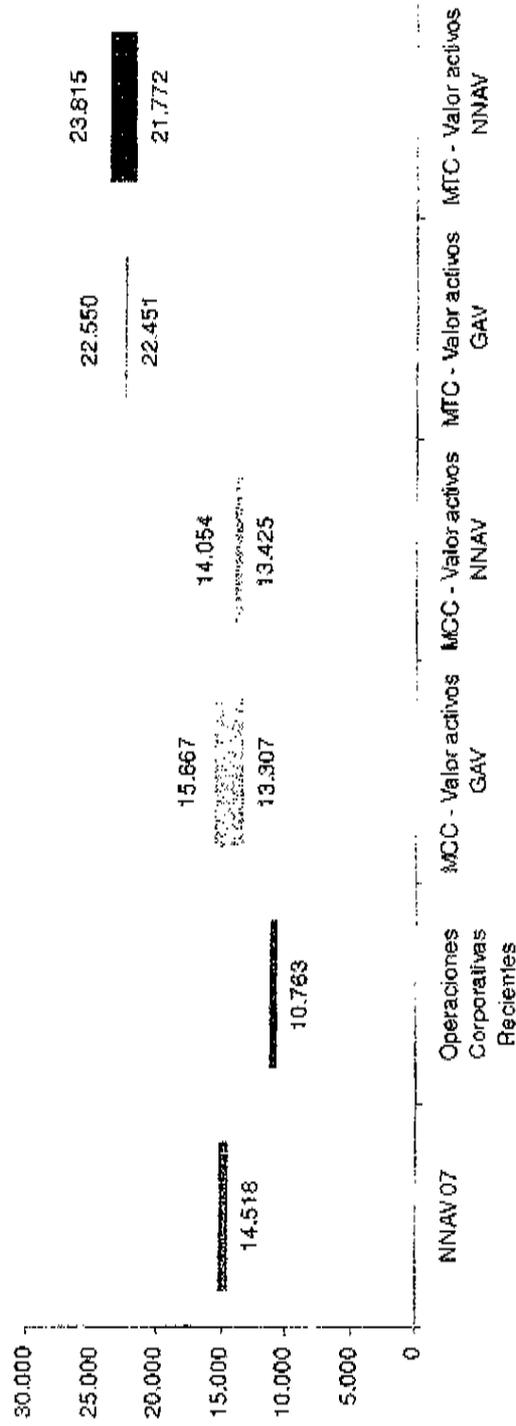
### Resumen de valoración

#### PDI Resumen de valoración (miles de euros)

El valor de PDI obtenido por las distintas aproximaciones se sitúa en un rango total entre los 10.763 y 23.815 miles de euros

En base al método principal (operaciones corporativas recientes) se obtiene un valor de 10.763 miles de euros

El siguiente gráfico muestra los rangos de valoración de PDI obtenidos por los distintos métodos de valoración



# Índice

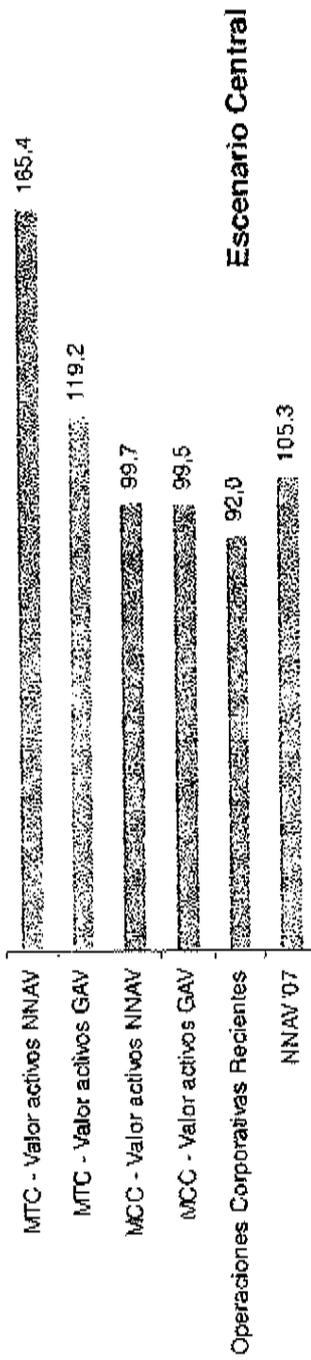
	Página
Introducción e información recibida	4
Descripción de las Compañías	7
Estructura de la transacción	12
Metodología de valoración	14
Valoración de Inmobiliaria a agosto 2007	19
Valoración de PDI a agosto 2007	35
<b>Valoraciones relativas y ecuación de canje</b>	<b>46</b>

## Valoraciones relativas y ecuaciones de canje

### Valoraciones relativas

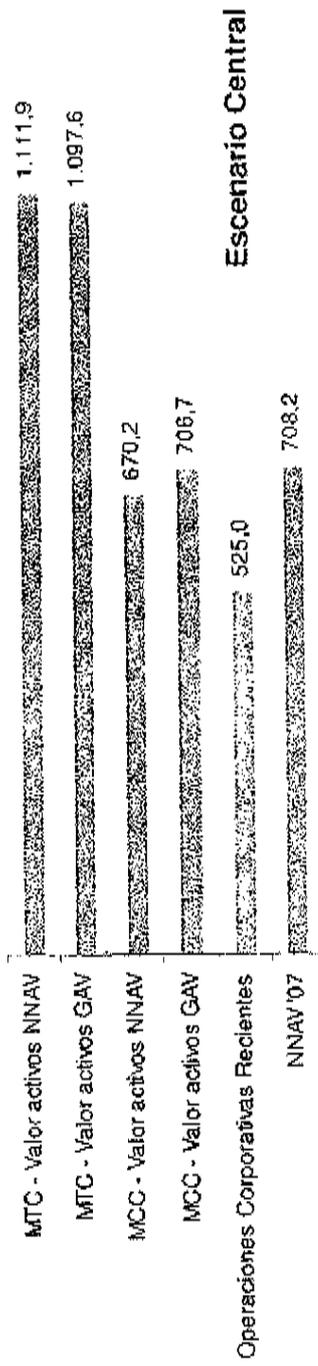
La valoración de InmoFiban en base al precio de la OPA, sería de 92 €/acc y el de PDI de 525 €/acc

#### Valor/acción de InmoFiban



#### Escenario Central

#### Valor/acción de PDI



#### Escenario Central

## Valoraciones relativas y ecuaciones de canje

### Ecuación de canje

- La ecuación de canje en el escenario central (operaciones corporativas recientes) se sitúa en 5,7 acciones de Inmofiban por cada acción de PDI
- Como se ha comentado con anterioridad en el presente informe, ACF considera que los métodos de cotizadas comparables (MCC) y de transacciones comparables (MTC) son de limitada aplicación en el negocio inmobiliario

**La ecuación de canje se sitúa en 5,7 acciones de Inmofiban por cada acción de PDI en el escenario central**

### Ecuación de canje / Método de valoración

