

**INFORME DE LOS ADMINISTRADORES**

**DE**

**GRUPO SACYR, S.A.**

**SOBRE EL PROYECTO DE FUSIÓN**

**DE VALLEHERMOSO, S.A.**

**Y**

**GRUPO SACYR, S.A.**

## **INFORME DE LOS ADMINISTRADORES DE GRUPO SACYR, S.A. SOBRE EL PROYECTO DE FUSIÓN**

El Consejo de Administración de GRUPO SACYR, S.A., en sesión celebrada el día 29 de enero de 2003, ha aprobado, por unanimidad, el Proyecto de Fusión de VALLEHERMOSO, S.A. (en adelante, "**VALLEHERMOSO**") y de GRUPO SACYR, S.A. (en adelante "**GRUPO SACYR**"), el cual ha sido redactado y suscrito por todos los administradores de una y otra sociedad (con las salvedades incluidas en el propio Proyecto de Fusión), según lo previsto en el artículo 234 y concordantes de la Ley de Sociedades Anónimas, y ha sido depositado en el Registro Mercantil de Madrid (en adelante, el "**Proyecto de Fusión**").

En cumplimiento de lo previsto en el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas, los administradores de GRUPO SACYR 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 las sociedades mencionadas en el párrafo anterior, sobre la base de los datos contenidos en el mismo.

La operación de fusión proyectada consiste en la absorción de GRUPO SACYR por VALLEHERMOSO, con extinción, mediante la 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 GRUPO SACYR.

### **II. RAZONES PARA UNA FUSIÓN**

La fusión dará lugar a una de las empresas líderes en España en construcción, gestión de infraestructuras, inmobiliario y servicios. En este sentido, existen numerosas razones que avalan la integración global de un grupo inmobiliario y de un grupo constructor y gestor de infraestructuras, entre las cuales, destacan las siguientes:

- (i) Combinación óptima de negocios complementarios: Los negocios de los dos grupos que se fusionan son altamente complementarios, con sinergias cuantitativas y cualitativas. En este sentido, cabe esperar una mejora de la eficiencia en la planificación y gestión de los recursos disponibles y una mejor cobertura del mercado de promociones.
- (ii) Economías de escala y diversificación de riesgos: La ampliación de las actividades resultantes de la fusión comportará la optimización de los recursos de los dos grupos, permitiendo así

una mayor disponibilidad de activos para el desarrollo de nuevos proyectos. Asimismo, la combinación de los negocios de ambas compañías permitirá reducir el impacto del ciclo económico propio de cada actividad.

- (iii) Aumento del tamaño y liquidez de las acciones en bolsa: La capitalización bursátil del grupo resultante de la fusión será notablemente superior a la actual de VALLEHERMOSO, pasando a estar entre las 15 mayores empresas del IBEX 35 por beneficio neto. Este aumento sustancial del tamaño, y por tanto, del *free float*, de la empresa atraerá una mayor atención por parte de los agentes del mercado y la hará más atractiva para inversores particulares e institucionales.
- (iv) Similitud con empresas cotizadas españolas: Las empresas constructoras españolas desarrollan principalmente tres áreas de negocio complementarias (construcción, concesiones y promoción inmobiliaria) y una cuarta línea que consiste en actividades de construcción de mayor valor añadido, como instalaciones eléctricas e ingeniería, servicios municipales e industriales o telecomunicaciones, que ha marcado la diferencia en crecimiento y creación de valor entre competidores. En línea con este posicionamiento estratégico, la fusión dará lugar a uno de los grandes grupos industriales españoles, presente en cada una de esas áreas de actividad.

La fusión, asimismo, proporcionará a VALLEHERMOSO y a GRUPO SACYR numerosos beneficios adicionales, entre los que sobresalen:

- Alto crecimiento: En base a cifras históricas, el crecimiento del beneficio de explotación y beneficio neto después de impuestos del nuevo grupo le sitúa como una compañía líder en España.
- Liderazgo de los respectivos equipos de gestión en cada área de negocio: Los equipos gestores de VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR cuentan con un prestigio indiscutible en el mercado, habiendo demostrado su capacidad de liderazgo en cada una de sus áreas de actividad.
- Capacidad de generación de flujos de caja operativos más recurrentes: La capacidad de generación de flujos de caja recurrentes se verá aumentada por la combinación de actividades dentro del nuevo grupo.

Por todo ello, la fusión pretende construir uno de los mayores grupos industriales españoles, capaz de desarrollar y ofrecer los más diversos productos y servicios del sector.

### III. ASPECTOS JURÍDICOS

## 1. Análisis del Proyecto de Fusión.

El Proyecto de Fusión suscrito por los Administradores de las dos sociedades intervinientes contiene todas las menciones mínimas exigidas por el artículo 235 de la vigente Ley de Sociedades Anónimas, relativas, entre otros aspectos, a los datos identificativos de las sociedades, el tipo de canje y el procedimiento de canje. A continuación, se expone un análisis del contenido del Proyecto de Fusión, señalando expresamente las cuestiones que se incluyen por mandato expreso de la Ley de Sociedades Anónimas.

Dicho Proyecto de Fusión ha sido depositado en el Registro Mercantil de Madrid, conforme a lo dispuesto en el artículo 226 del Reglamento del Registro Mercantil.

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

El Proyecto de Fusión comienza, a modo de preámbulo, en su apartado 1.1, describiendo y analizando las razones que han motivado la decisión de abordar una operación de fusión por parte de los Consejos de Administración de VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR.

### (ii) Estructura de la operación

El apartado 1.2 del Proyecto de Fusión recoge el procedimiento acordado para llevar a cabo la fusión. En dicho apartado se especifica que la operación de fusión proyectada consiste en la absorción de GRUPO SACYR (sociedad absorbida) por VALLEHERMOSO (sociedad absorbente), con extinción, mediante la 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 GRUPO SACYR.

A la fecha del Proyecto de Fusión, GRUPO SACYR, a través de su filial SACYR, S.A. (en adelante, "**SACYR**"), era titular de 37.917.190 acciones de VALLEHERMOSO, representativas del veinticuatro coma cinco por ciento (24,5%) de su capital social (en adelante también referidas como, las "**Acciones Viejas**").

Menciona el Proyecto de Fusión que la absorción de GRUPO SACYR por VALLEHERMOSO permite emplear las acciones de esta última propiedad de GRUPO SACYR (a través de SACYR) para atender al canje de acciones derivado de la fusión, reduciendo, de este modo, el importe de la ampliación de capital que VALLEHERMOSO tenga que realizar.

Asimismo, establece el Proyecto de Fusión que, a los efectos de que VALLEHERMOSO pueda hacer uso de las Acciones Viejas en el canje derivado de la fusión, GRUPO SACYR procederá a

adquirir de SACYR las Acciones Viejas. Las Acciones Viejas deberán ser propiedad, libres de cargas y gravámenes, de GRUPO SACYR con anterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil de la escritura de fusión.

(iii) **Identificación de las sociedades participantes en la fusión**

Conforme a lo dispuesto en el apartado a) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, en el apartado 2 del Proyecto de Fusión se efectúa la identificación de las sociedades participantes en la fusión, con su denominación, domicilio, datos identificadores de su inscripción en el Registro Mercantil y Número de Identificación Fiscal.

(iv) **Tipo de canje de la fusión**

El apartado 3 del Proyecto de Fusión recoge el tipo de canje de la fusión, de acuerdo con lo previsto en el apartado b) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas. El tipo de canje de las acciones de las entidades que participan en la fusión, que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR, será, sin compensación complementaria en dinero alguna, de 1 acción de VALLEHERMOSO, de UN euro (1 €) de valor nominal cada una, por cada 1,2765 acciones de GRUPO SACYR, de UN euro (1 €) de valor nominal cada una.

En la determinación del tipo de canje se han tenido en cuenta los dividendos a distribuir por ambas sociedades con cargo a los beneficios correspondientes al ejercicio cerrado a 31 de diciembre 2002.

(v) **Balances de Fusión**

El apartado 4 del Proyecto de Fusión especifica que los balances de fusión de las dos sociedades participantes, a los efectos de lo previsto en el artículo 239.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, son los balances anuales cerrados a 31 de diciembre de 2002, que serán verificados por los auditores de cuentas de ambas sociedades y sometidos a la aprobación de las Juntas Generales de Accionistas de cada una de las sociedades.

(vi) **Procedimiento de canje de las acciones**

El apartado 5 del Proyecto de Fusión da cumplimiento a la exigencia establecida en el apartado 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.

En este sentido, acordada la fusión por las Juntas Generales de Accionistas de ambas sociedades, verificado el correspondiente Folleto Informativo por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid, se procederá al canje de las acciones de GRUPO SACYR por acciones de VALLEHERMOSO. Como consecuencia de la fusión, las acciones de GRUPO SACYR quedarán extinguidas.

(vii) **Aumento de capital para atender al canje de las acciones y modificaciones estatutarias**

En el apartado 13 del Proyecto de Fusión se especifica que, como consecuencia de la fusión, VALLEHERMOSO procederá a hacer las modificaciones estatutarias que sean pertinentes, de acuerdo con el Proyecto de Fusión, y las que, en su caso, decidan por mutuo acuerdo establecer los Consejos de Administración de ambas sociedades.

Debido a que VALLEHERMOSO utilizará las Acciones Viejas para atender al canje derivado de la fusión, VALLEHERMOSO únicamente deberá realizar una ampliación de capital por importe de 91.046.810 euros.

De este modo, el capital social de VALLEHERMOSO pasará a estar fijado en 245.810.851 euros, dividido en 245.810.851 acciones ordinarias de una única serie y clase de 1 Euro de valor nominal cada una de ellas. Las acciones estarán desembolsadas en el 100% de su valor nominal y estarán representadas mediante anotaciones en cuenta.

Menciona el Proyecto de Fusión que en el momento de llevarse a cabo la fusión GRUPO SACYR será titular de 1.604 acciones propias. Con arreglo a lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas, dichas acciones serán amortizadas.

Adicionalmente, se propondrá a la Junta de accionistas de VALLEHERMOSO que decida sobre la fusión la aprobación de las modificaciones estatutarias que sean pertinentes para la fusión (cambio de denominación social, ampliación del objeto social y ampliación del número de miembros del Consejo de Administración) y la introducción del artículo 15<sup>a</sup> bis relativo al Comité de Auditoría.

(viii) **Fecha a partir de la cual las nuevas acciones dan derecho a participar en las ganancias sociales y fecha a partir de la cual las operaciones de GRUPO SACYR se entienden realizadas o producidas a efectos contables por cuenta de VALLEHERMOSO**

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 6, establece el día 1 de enero de 2003 como fecha a partir de la cual las nuevas acciones emitidas por VALLEHERMOSO dan derecho a participar en las ganancias sociales.

Asimismo, establece que en distribuciones que sean satisfechas con posterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil de la escritura de fusión, las acciones de VALLEHERMOSO existentes previamente y las que se emitan para atender al canje participarán con igualdad de derechos en proporción al valor nominal de cada acción.

En cumplimiento de lo previsto en el párrafo d) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, el apartado 9 del Proyecto de Fusión establece el día 1 de enero de 2003 como fecha a partir de la cual las operaciones de GRUPO SACYR se entienden realizadas a efectos contables por cuenta de VALLEHERMOSO.

(ix) **Derechos especiales y ventajas atribuidas a los administradores y expertos independientes**

El apartado 10 del Proyecto de Fusión establece que no existen en GRUPO SACYR acciones especiales ni titulares de derechos especiales distintos de las acciones. Igualmente indica que las acciones de VALLEHERMOSO que se entreguen a los accionistas de GRUPO SACYR por virtud de la fusión no otorgarán a sus titulares derecho especial alguno, todo ello en estricto cumplimiento de lo previsto en el párrafo e) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Por su parte, el apartado 11 del Proyecto de Fusión, dando cumplimiento a lo establecido en el párrafo f) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, dispone que no se atribuirá ninguna clase de ventajas en VALLEHERMOSO 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.

(x) **Órgano de administración tras la fusión**

El apartado 8 del Proyecto de Fusión establece que al publicar la convocatoria de la Junta General de Accionistas que decida sobre la fusión se pondrá a disposición de los accionistas, para su examen, la propuesta de composición del nuevo Consejo de Administración de VALLEHERMOSO.

A estos efectos, conforme a los acuerdos alcanzados entre los Consejos de Administración de VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR, se propondrá que el Consejo de Administración de la sociedad resultante de la fusión esté formado por un total de 18 miembros,

cuyo nombramiento se propondrá igualmente a la Junta de accionistas de VALLEHERMOSO que delibere y decida sobre la fusión, si bien su nombramiento no será efectivo hasta el momento en que la escritura de fusión quede inscrita en el Registro Mercantil.

La composición del Consejo de Administración que se propondrá a la Junta de accionistas de VALLEHERMOSO será la siguiente:

- D. Juan Abelló Gallo.
- D. Antonio Basagoiti García-Tuñón.
- D. José Ramón Calderón Ramos.
- D. Demetrio Carceller Arce.
- D. Matías Cortés Domínguez.
- D. José María Cuevas Salvador.
- D. Pedro del Corro García-Lomas.
- D. Luis Fernando del Rivero Asensio.
- D. Ignacio Ezquiaga Domínguez.
- D. Pedro Gamero del Castillo y Bayo.
- D. Francisco Javier Gayo Pozo.
- D. John Gómez Hall.
- Barón Georges Jacobs.
- D. José Manuel Loureda Mantiñán.
- D. Manuel Manrique Cecilia.
- D. Emilio Novela Berlín.
- D. Juan Miguel Sanjuán Jover.

(xi) **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. Dichas cuestiones son, principalmente, las siguientes:

1. **Régimen fiscal:** el Proyecto de Fusión, en su apartado 12 establece que la fusión se acoge al régimen tributario de neutralidad fiscal establecido en el Capítulo VIII del Título VIII y disposición adicional octava de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades. A tal



efecto, y con la finalidad de obtener el referido régimen de neutralidad fiscal, beneficioso para el accionista y para la sociedad resultante de la fusión, la operación de fusión será comunicada a la Agencia Estatal de Administración Tributaria en la forma reglamentariamente establecida.

2. Nombramiento de experto independiente: el Proyecto de Fusión específica en su apartado 14 que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 236 de la Ley de Sociedades Anónimas, los administradores de VALLEHERMOSO y de GRUPO SACYR solicitarán al 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 GRUPO SACYR a VALLEHERMOSO como consecuencia de la fusión. El Registro Mercantil de Madrid designó como experto independiente a DELOITTE & TOUCHE, S.A.

Con fecha 14 de febrero de 2003, DELOITTE & TOUCHE, S.A. ha emitido el correspondiente informe, el cual se pondrá a disposición de los Sres. accionistas de ambas sociedades, al publicarse la convocatoria de las Juntas Generales que decidan sobre la fusión.

3. Comunicación a las autoridades de defensa de la competencia: En relación con la normativa sobre defensa de la competencia, el apartado 15 del Proyecto de Fusión menciona que, como consecuencia de la adquisición del 24,5% del capital social de VALLEHERMOSO por SACYR, esta última notificó al Servicio de Defensa de la Competencia la operación de concentración de ambas entidades. Con fecha 6 de agosto de 2002, el Servicio de Defensa de la Competencia notificó a SACYR que el Excmo. Sr. Vicepresidente Segundo del Gobierno para Asuntos Económicos y Ministro de Economía había decidido no remitir el expediente relativo a dicha operación al Tribunal de Defensa de la Competencia, por lo cual, se entendía que la Administración no se oponía a la operación notificada. De este modo, habiendo sido considerado por las autoridades españolas de defensa de la competencia que la referida adquisición por SACYR de un 24,5% del capital social de VALLEHERMOSO constituía una toma de control de la misma por SACYR, los Consejos de Administración de VALLEHERMOSO y de GRUPO SACYR manifiestan en el Proyecto de Fusión que entienden que la fusión se encuentra amparada por la autorización otorgada por el Excmo. Sr. Vicepresidente Segundo del Gobierno para Asuntos Económicos y Ministro de Economía notificada a SACYR el día 6 de agosto de 2002 y que, por tanto, no

requiere una nueva notificación a los efectos de lo dispuesto en el artículo 14 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia.

Sin perjuicio de lo anterior, con fecha 3 de febrero de 2003 y con arreglo a lo dispuesto en el Proyecto de Fusión, ambas sociedades procedieron a comunicar a las autoridades españolas de defensa de la competencia la aprobación del Proyecto de Fusión. En contestación a dicha comunicación, con fecha 18 de febrero de 2003 GRUPO SACYR y VALLEHERMOSO han recibido una carta de la Subdirección General de Concentraciones en la que la comunicación de 3 de febrero de 2003 se tiene por presentada.

(xii) **Condición suspensiva**

Culmina el Proyecto de Fusión especificando que la fusión queda condicionada, con carácter suspensivo, a que las Acciones Viejas sean transmitidas por SACYR, S.A., adquiridas por GRUPO SACYR y queden libres de cargas y gravámenes con anterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil de la correspondiente escritura de fusión. En virtud del Proyecto de Fusión, el Consejo de Administración de GRUPO SACYR se compromete a adoptar las medidas pertinentes para la consecución de este fin. Asimismo, de conformidad con la normativa del mercado de valores, la emisión de valores que lleve a cabo la sociedad absorbente y, en consecuencia, la efectividad de la fusión está sometida al cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo 26 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

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 fue redactado y suscrito por todos los miembros de los Consejos de Administración de VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR el pasado día 29 de enero de 2003 (con las salvedades incluidas en el propio Proyecto de Fusión), todo ello de conformidad con lo dispuesto en el artículo 234.1 de la Ley de Sociedades Anónimas. Un ejemplar firmado del referido Proyecto de Fusión ha quedado depositado en el Registro Mercantil de Madrid, con fecha 31 de enero de 2003.

(ii) **Informe de Experto Independiente sobre el Proyecto de Fusión**

Con fecha 30 de enero de 2003 se solicitó del Registro Mercantil de Madrid, por parte de VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR conjuntamente y de conformidad con lo previsto en el artículo 236 de la Ley de Sociedades Anónimas, la designación de un único experto independiente para la elaboración de un único informe sobre el Proyecto de Fusión y sobre el patrimonio a recibir por VALLEHERMOSO de GRUPO SACYR como consecuencia de la fusión. Tal designación recayó en DELOITTE & TOUCHE, S.A., quien con fecha 14 de febrero de 2003 ha emitido el correspondiente informe sobre el Proyecto de Fusión, el cual se pondrá a disposición de los Sres. accionistas de ambas sociedades al publicarse la convocatoria de las Juntas Generales de Accionistas de VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR que decidan sobre la fusión. Dicho informe incluye las siguientes conclusiones:

*"Basados en el trabajo realizado mencionado en el apartado 3 anterior, y al objeto exclusivo de cumplir con el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y considerando en su conjunto las dificultades comentadas en el apartado 5 anterior, entendemos que:*

- *La relación de canje de las acciones establecida en el proyecto de fusión de 29 de enero de 2003 está adecuadamente justificada.*
- *Los métodos de valoración de las sociedades, en los que se basa la relación de canje, son adecuados.*
- *El patrimonio aportado por la sociedad absorbida es, por lo menos, igual al aumento de capital previsto realizar en la sociedad absorbente."*

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

De conformidad con el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas, el Consejo de Administración de GRUPO SACYR ha aprobado el día de hoy el presente informe, 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.

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

En esta misma fecha los Consejos de Administración de VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR han acordado convocar las Juntas Generales de Accionistas de ambas entidades a los efectos de que decidan sobre la oportunidad de la fusión. Las Juntas han sido convocadas para que se celebren en Madrid, en primera convocatoria el día 2 de abril de 2003 y, en segunda convocatoria, el día 3 de abril de 2003.

Entre los puntos que integran el Orden del Día de las citadas Juntas Generales se encuentra la deliberación y, en su caso, aprobación de la fusión entre VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR.

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 VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR, los documentos relacionados en el referido artículo 238.1 y que posteriormente se detallan.

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 fusión, 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 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 verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores la emisión de las nuevas acciones por parte de VALLEHERMOSO, se procederá a otorgar la correspondiente escritura de fusión.

La escritura de fusión será presentada para su inscripción en el Registro Mercantil de Madrid, al que se solicitará la cancelación de los asientos registrales de GRUPO SACYR.

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 GRUPO SACYR por acciones de la VALLEHERMOSO.

(vii) **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 la Junta General de Accionistas, 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:

- (a) Proyecto de Fusión.
- (b) Informe del experto independiente sobre el Proyecto de Fusión.
- (c) Informe de los administradores de VALLEHERMOSO y de GRUPO SACYR sobre el Proyecto de Fusión.
- (d) Cuentas anuales e informe de gestión de los tres últimos ejercicios de VALLEHERMOSO y de GRUPO SACYR, en su caso, con el correspondiente informe de los auditores de cuentas.
- (e) Balance de fusión de VALLEHERMOSO y de GRUPO SACYR, cerrado a 31 de diciembre de 2002, verificado por los auditores de cuentas y el informe de éstos.
- (f) Texto íntegro de las modificaciones a introducir en los Estatutos Sociales de VALLEHERMOSO.
- (g) Estatutos vigentes de VALLEHERMOSO y de GRUPO SACYR.
- (h) 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 VALLEHERMOSO y de GRUPO SACYR, así como la fecha desde la que se desempeñan sus cargos y, en su caso, las mismas indicaciones de quiénes van a ser propuestos como Administradores 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.**

## 1. Tipo de Canje

Tal y como ya ha sido puesto de manifiesto, el apartado 3 del Proyecto de Fusión recoge el tipo de canje de la fusión, de acuerdo con lo previsto en el apartado b) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas.

El tipo de canje de las acciones de las entidades que participan en la fusión, que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR, será, sin compensación complementaria en dinero alguna, de 1 acción de VALLEHERMOSO, de un euro (€1) de valor nominal cada una, por cada 1,2765 acciones de GRUPO SACYR, de un euro (€1) de valor nominal cada una, para lo que se han tenido en cuenta los dividendos a distribuir por ambas sociedades con cargo a los beneficios correspondientes al ejercicio cerrado a 31 de diciembre 2002.

Goldman Sachs International, como asesor financiero de VALLEHERMOSO para esta operación, ha expresado al Consejo de Administración de la sociedad su opinión (*fairness opinion*) de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de la sociedad absorbente distintos de su accionista mayoritario, GRUPO SACYR. Por su parte, Schroder Salomon Smith Barney, asesor financiero para esta operación de GRUPO SACYR, ha expresado al Consejo de Administración de esta última entidad su opinión (*fairness opinion*) sobre que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de GRUPO SACYR.

## 2. Criterios de valoración utilizados

### (i) Metodología

El tipo de canje de las acciones se ha determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR y sus respectivas sociedades dependientes. La metodología empleada en la determinación de los valores reales de cada una de las sociedades se ha llevado a cabo mediante una combinación de métodos que se describe a continuación. Estos mismos métodos son los que han sido utilizados por Schroder Salomon Smith Barney, asesor financiero de GRUPO SACYR en esta operación.

#### A. Valoración de GRUPO SACYR.

##### 1. *Valoración por suma de partes de GRUPO SACYR.*

Para la valoración de GRUPO SACYR por suma de partes se ha valorado cada área de negocio o línea de actividad

(construcción, concesiones, SOMAGUE, servicios y VALLEHERMOSO) por separado, sobre la base de la información estimada y proyectada de la sociedad. Para ello, se ha llevado a cabo una combinación de métodos en función de las características de cada una de estas áreas de actividad, aplicándose un descuento por conglomerado e iliquidez en base al establecido por los analistas bursátiles en su valoración de comparables por suma de las partes.

Los principales métodos utilizados son:

- Múltiplos de cotización de compañías comparables presentes en las mismas áreas de actividad en España.

Los principales múltiplos utilizados son Valor Empresarial sobre Beneficio Operativo Antes de Amortizaciones e Impuestos y Valor de Fondos Propios sobre Beneficio Neto. Estos múltiplos utilizan estimaciones de cierre del ejercicio correspondiente al año 2002 y proyecciones para el ejercicio 2003 para valorar el negocio de construcción y servicios. Las valoraciones obtenidas a través de este cálculo deben ser extrapoladas al caso concreto de GRUPO SACYR, ya que no existen compañías idénticas a pesar de operar en el mismo sector de actividad.

- Valor presente de dividendos percibidos por el GRUPO SACYR proyectados.

En particular, la metodología de valor presente de dividendos proyectados ha sido utilizada para valorar la rama del negocio de concesiones. La limitación fundamental de este método de valoración radica en la incertidumbre que comporta proyectar los resultados de una determinada concesión a futuro, ya que la evolución de dicha concesión depende de numerosos factores externos. En este caso la incertidumbre asociada se ve minimizada debido a la alta visibilidad y certeza de percepción de dividendos que ofrece el GRUPO SACYR.

- Múltiplos de operaciones recientes de compraventa o fusión de empresas en Europa presentes en las mismas áreas de actividad con especial referencia a operaciones recientes del sector en España.

Dicha metodología ha sido una de las metodologías utilizadas para valorar el negocio de construcción del GRUPO Sacyr y SOMAGUE.

- Capitalización bursátil de empresas participadas, multiplicadas por el porcentaje de capital propiedad de GRUPO SACYR.

Dicha metodología ha sido utilizada para valorar la participación del GRUPO SACYR en SOMAGUE.

Por último, la valoración de la participación del 24,5% de GRUPO SACYR en VALLEHERMOSO para el análisis de suma de partes corresponde al resultado del análisis de valoración de VALLEHERMOSO que se describe en la siguiente sección.

## 2. Valoración de GRUPO SACYR en su conjunto.

En la valoración del GRUPO SACYR en su conjunto se han utilizado las siguientes metodologías de valoración:

- Múltiplos de cotización de compañías comparables presentes en las mismas áreas de actividad en España (metodología descrita anteriormente).
- Valor presente de flujos de caja libres proyectados.
- Múltiplos de operaciones recientes de compraventa o fusión de empresas en Europa presentes en las mismas áreas de actividad con especial referencia a operaciones recientes del sector en España.

## 3. Resumen de Metodologías de Valoración de GRUPO SACYR.

El siguiente cuadro resume las metodologías de valoración utilizadas respecto de Grupo Sacyr:

	VAN D FLUJOS DE CAJ	MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLE	MÚLTIPLOS DE OPERACIONES SIMILARES	VALOR EN LIBRE	VALOR DE MERCADO
<b>SUMA DE PARTES</b>					
CONSTRUCCIÓN		sí	sí		
CONCESIONES	sí				
SERVICIOS		sí		sí	
SOMAGUE			sí		sí
<b>EN SU CONJUNTO</b>	sí	sí	sí		

## 4. Determinación de la Valoración.

Para determinar la horquilla de valoración de GRUPO SACYR, se ha seleccionado la metodología de suma de partes con un descuento por conglomerado e iliquidez, ya que dicha metodología resulta la más precisa a la hora de valorar un grupo con una diversidad de actividades como la que presenta GRUPO SACYR; sin perjuicio de que también se haya tenido en cuenta la valoración de GRUPO SACYR en su conjunto.



B. Valoración de VALLEHERMOSO.

1. *Valoración por suma de partes de VALLEHERMOSO.*

En el caso de VALLEHERMOSO se han utilizado las siguientes metodologías para la valoración por suma de partes de las distintas líneas de negocio de la entidad (promoción, patrimonial y servicios):

- Múltiplos de cotización de compañías comparables presentes en las mismas áreas de actividad en Europa.

Dicho método de valoración fue utilizado únicamente para valorar el negocio patrimonial y de servicios, debido a la falta de compañías comparables con presencia únicamente en el negocio de promociones.

- Múltiplos de operaciones recientes de compraventa o fusión de empresas en Europa presentes en las mismas áreas de actividad, con especial referencia a operaciones recientes del sector en España.

Dicho método de valoración fue utilizado para valorar el negocio patrimonial y el negocio de promociones

2. *Valoración de VALLEHERMOSO en su conjunto.*

En el caso de VALLEHERMOSO se han utilizado las siguientes metodologías en la valoración de la entidad en su conjunto:

- Múltiplos de cotización de compañías comparables presentes en las mismas áreas de actividad en Europa.
- Múltiplos de operaciones recientes de compraventa o fusión de empresas en Europa presentes en las mismas áreas de actividad, con especial referencia a operaciones recientes del sector en España.
- Capitalización bursátil media ponderada por el volumen de cotización para los últimos tres y seis meses así como la última referencia de cotización previa a la redacción del Proyecto de Fusión.
- Valoración por analistas bursátiles en base a precios objetivos anunciados al mercado.
- Valor liquidativo de activos neto de impuestos (NAV).

Este es calculado como los fondos propios de la compañía más las plusvalías latentes correspondientes a la cartera de activos de la misma a una determinada fecha, ajustado por la tasa impositiva aplicable a dichas plusvalías. Se ha utilizado como base para esta valoración la llevada a cabo por la empresa especializada CB Richard Ellis, S.A. y por tasadores independientes de compañías comparables españolas. Sobre este valor se ha aplicado un descuento similar al descuento histórico de VALLEHERMOSO y sus comparables.

### 3. *Determinación de la Valoración*

Para determinar la horquilla de valoración de VALLEHERMOSO, se ha seleccionado la media aritmética de los valores obtenidos de la valoración por valor liquidativo de activos neto de impuestos (NAV) y la valoración por suma de las partes. La valoración final es el punto medio de la horquilla de valor resultante.

#### (ii) **Ecuación de Canje**

En términos generales, dentro de las metodologías antes descritas existen tres tipos de sistemas para determinar el importe de la valoración:

- **Valor de control**

Definido como aquel que valora con prima el valor de los activos.

- **Valor intrínseco**

Definido como aquel que valora la totalidad de los activos a valor equitativo.

- **Valor de Mercado**

Definido como aquel que valora la totalidad de los activos a valor de entrada de un accionista minoritario sin ningún tipo de control sobre la sociedad.

Debido a la naturaleza de la transacción (fusión por absorción), a la hora de determinar la ecuación de canje el tipo de metodología utilizado fue la de valor intrínseco para ambas compañías, y por tanto, la valoración relativa (VALLEHERMOSO / GRUPO SACYR) alcanzada fue de 1,2765 acciones del GRUPO SACYR por 1 acción de VALLEHERMOSO.

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

Los administradores de GRUPO SACYR, tras un profundo análisis de las capacidades acumuladas por VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR, han concluido y confirmado que resulta altamente conveniente para ambas entidades, sus accionistas, y sus empleados, llevar a cabo el proceso de fusión al que este informe se refiere y que culminará, previa su aprobación por las respectivas Juntas Generales, con la integración plena de ambas entidades en una nueva unidad empresarial.

Este informe ha sido elaborado y aprobado en Madrid, a 26 de febrero de 2003.