

CNMV

Pso de la Castellana 19  
28046 Madrid



En Madrid a 17 de julio de 2007

Muy Señores Nuestros,

En contestación a las cuestiones planteadas en su escrito de fecha 25 de junio de 2007 enviado a la atención de D. José Luis Alonso Iglesias, Secretario del Consejo de Administración de Metrovacesa, S.A., con número de registro de salida 2007036911 en referencia a la revisión realizada de los informes de auditoría y de las Cuentas Anuales del ejercicio 2006 de Metrovacesa, S.A. y su grupo consolidado, adjuntamos las siguientes explicaciones y aclaraciones de las mismas.

Atentamente,

Javier Moreno Escobar  
Director Financiero

**CONTESTACIÓN AL ESCRITO D3E 25 DE JUNIO DE 2007 CON NÚMERO DE REGISTRO  
2007036911**

Muy señores nuestros,

En contestación a las cuestiones planteadas en su escrito de fecha 25 de junio de 2007, con número de registro de salida 2007036911 referente a la revisión realizada de los informes de auditoría y de las Cuentas Anuales del ejercicio 2006 de Metrovacesa, S.A. y su grupo consolidado, adjuntamos las siguientes explicaciones y aclaraciones a las mismas:

**Cuestión 1**

***Pregunta***

1. *La presentación de los efectos contables relativos a la venta de inmuebles de inversión no guarda uniformidad en las distintas Cuentas de Pérdidas y Ganancias que el Grupo publica periódicamente. En este sentido, en las Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio 2006 estas ventas se reflejan en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias por sus plusvalías netas, mientras que en la Información Pública Periódica que se presenta de forma trimestral, aparecen clasificadas como más ingresos por el importe correspondiente a la venta y como más gastos por el valor en libros del activo.*
- *En relación con este punto, la NIC 40 Propiedades de Inversión define las propiedades de inversión como propiedades que se tienen para obtener rentas, plusvalías o ambas, en lugar de para: (a) su uso en la producción o suministro de bienes o servicios, o bien para fines administrativos; o (b) su venta en el curso ordinario de las operaciones. En este sentido, al no distinguirse las propiedades de inversión de las propiedades que se tienen para vender en el curso normal de las actividades de negocio (véase párrafo 75 (c) de la NIC 40), se entiende que todas las ventas son derivadas de las propiedades de inversión y, por tanto, deben reconocerse sólo las plusvalías obtenidas en la venta.*
- *En este sentido, y con el fin de que exista uniformidad de criterio en toda la información financiera elaborada y publicada por la Compañía, deberá remitirse a esta Comisión la Información Pública Periódica corregida, para cada uno de los periodos en los que no se haya empleado el criterio aplicado en las Cuentas Anuales, junto con la publicación de un hecho relevante en el que se expliquen y cuantifiquen las modificaciones introducidas en la mencionada información.*

***Respuesta***

Transcribimos a continuación el Hecho Relevante que se pretende presentar en la fecha de hoy:

## COMUNICACION DE HECHO SIGNIFICATIVO EN METROVACESA, S.A.

ILMO. SR.:

En cumplimiento de la normativa que rige el Mercado de Valores pongo en su conocimiento, para la mejor difusión a los inversores y público en general, la siguiente comunicación que consideramos relevante:

*"En el día de hoy, METROVACESA ha remitido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores una actualización de la Información Pública Periódica del segundo semestre de 2006 y del primer trimestre de 2007. Dicha actualización consiste en presentar en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada el resultado obtenido por las ventas de patrimonio en un único epígrafe por su margen neto, en lugar de desglosarlo en los epígrafes correspondientes a ventas y coste de las ventas, como se explica en las comunicaciones trimestrales presentadas a la CNMV.*

*Esta reclasificación tiene impacto nulo en el resultado neto del periodo, situación financiera y patrimonio neto del Grupo de los periodos presentados, ya que afecta únicamente a los epígrafes intermedios mencionados de la cuenta de pérdidas y ganancias.*

*Así, en la actualización del segundo semestre de 2006 se ha registrado un resultado neto de enajenación de activos de 160.080 miles de euros, en lugar de registrar un ingreso por venta de 831.419 miles de euros y un coste de venta de 671.339 miles de euros. Igualmente, en el primer trimestre de 2007, se ha registrado una cifra de negocio de 349.116 miles de euros, al estar la venta de patrimonio únicamente por su margen, no teniendo impacto alguno en el resultado del periodo.*

*Se trata de una mera reclasificación de partidas a efectos de homogeneizar la Información Pública Periódica con el criterio de presentación de las cuentas anuales auditadas. La clasificación anterior se presentaba con los criterios aplicados en la gestión interna del Grupo, los cuales se mantienen en el documento anexo de evolución explicativa de los negocios y coinciden con los aplicados por empresas muy significativas del sector."*

### Cuestión 2

#### **Pregunta**

2. *El Estado de Cambios de Patrimonio, incluido en las Cuentas Anuales Consolidadas, no cumple los requisitos establecidos en los párrafos 96 (c) y (d) de la NIC 1 Presentación de Estados Financieros, que exigen presentar un Estado de Cambios en el Patrimonio Neto que muestre un total de ingresos y gastos del periodo, calculado como la suma del resultado del periodo y las partidas de ingresos y gastos reconocidos directamente en el patrimonio neto, mostrando separadamente el importe total atribuido a los tenedores de instrumentos de patrimonio neto de la dominante y a los intereses minoritarios. Además, el Estado de Cambios de Patrimonio debe mostrar, para cada componente del patrimonio neto, los efectos de los cambios en las políticas contables.*
- *Teniendo en cuenta que en el ejercicio 2006 el Grupo Metrovacesa ha decidido cambiar el criterio de registro contable para sus inversiones inmobiliarias, de coste a valor de mercado, deberá facilitarse un nuevo Estado de Cambios de Patrimonio que incorpore la información descrita en el párrafo anterior.*

**Respuesta**

El cambio de criterio del registro contable de las inversiones inmobiliarias de coste a valor de mercado se realizó, según indica la NIC 8, de forma retrospectiva, de tal manera que en el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto ya se ha incluido el efecto al 1 de enero de 2005, con la pertinente conciliación entre los saldos reportados al 1 de enero de 2005 y los saldos reexpresados.

Adicionalmente, se puede ver el impacto del cambio de política tanto para la dominante como para los minoritarios en la nota 4 "Conciliación de los balances al 31 de diciembre de 2005 (aplicación de la NIC 40)" de la Memoria Consolidada en donde se incluye no sólo la conciliación del patrimonio neto por el citado cambio de política, sino del balance de situación y de la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2005.

**Cuestión 3****Pregunta**

3. *En la nota 2.h) de la Memoria Consolidada, referente a variaciones en el perímetro de consolidación, se indica que con fecha 22 de diciembre de 2006, Metrovacesa constituyó la sociedad Metrovacesa Alquileres Urbanos, S.L. mediante la aportación de una serie de edificios, siendo su coste en el momento de la aportación 41,9 millones de euros y su valor neto contable de 34,9 millones de euros.*
- *Se deberá indicar, respecto de la mencionada operación, cuales son las causas que justifican la diferencia existente entre ambas cifras y, en caso de tratarse de una revalorización de los activos aportados, se deberá describir detalladamente como se ha contabilizado la operación.*

**Respuesta**

La diferencia entre el coste y el valor neto contable se debe a la amortización de los inmuebles de acuerdo con su vida útil. Esta operación no se ha tratado como una revalorización de activos, ni en las Cuentas Anuales consolidadas ni en las Cuentas Anuales individuales, sino como una permuta, bajo Plan General de contabilidad, registrándose la participación de Metrovacesa S.A. en Metrovacesa Alquileres Urbanos, S.L. por un importe de 34,9 millones de euros.

**Cuestión 4****Pregunta**

4. *Según se observa en la Nota 4 de la Memoria Consolidada, que incluye una conciliación de los balances al 31 de diciembre de 2005 por aplicación de la NIC 40, el cambio de política contable por la aplicación del criterio de valor razonable en los inmuebles de inversión ha motivado un aumento del fondo de comercio y del inmovilizado material por importe de 12,3 millones de euros y 0,2 millones de euros, respectivamente.*

- *Facilitar las razones que justifican los apuntes registrados en las partidas descritas.*

#### **Respuesta**

El aumento del epígrafe de "fondo de comercio" en 12,3 millones de euros se debe a la contabilización definitiva de la adquisición de la sociedad francesa Gecina de acuerdo con el párrafo 62 de la IFRS 3. Dado que este ajuste ha venido motivado por la reestimación del valor de mercado de los activos de Gecina y considerando su escasa relevancia, se ha presentado dentro del efecto del cambio de criterio contable.

El aumento de 0,2 millones de euros en el epígrafe de "inmovilizado material" ha tenido su origen en el traspaso de inmuebles de inversiones inmobiliarias a inmovilizado en curso durante el ejercicio 2005 motivando una primera revalorización del inmueble por NIC 40 y más tarde una reclasificación a inmovilizado en curso de dicha revalorización.

#### **Cuestión 5**

##### **Pregunta**

5. *La nota 5 d) de la Memoria Consolidada, relativa a las normas de valoración de Inversiones Inmobiliarias, no incluye las informaciones requeridas por los párrafos 75 (b) y (c) de la NIC 40, que exigen desglosar en que circunstancias se clasifican y contabilizan como propiedades de inversión los derechos sobre propiedades mantenidas en arrendamientos operativos, así como los criterios desarrollados por la entidad para distinguir las propiedades de inversión de las propiedades que se tienen para vender en el curso normal de los negocios.*
- *Presentar una descripción de las circunstancias y criterios requeridos por los párrafos mencionados.*

##### **Respuesta**

Como se indica en la Nota 5 d) sobre las normas de valoración de las inversiones inmobiliarias de la Memoria Consolidada del Grupo Metrovacesa: "Las inversiones inmobiliarias se presentan a su valor razonable a la fecha de cierre de ejercicio y no son objeto de amortización anual. Corresponden a los terrenos, edificios y otras construcciones que se mantienen bien para explotarlos en régimen de alquiler, bien para obtener una plusvalía en su venta como consecuencia de los incrementos que se produzcan en el futuro en sus respectivos precios de mercado."

Durante los ejercicios 2006 y 2005 todas las propiedades de inversión alquiladas o que esté previsto alquilar en régimen de arrendamiento operativo (segmento de negocio de patrimonio en renta) se clasifican como propiedades de inversión y el resto de propiedades correspondientes a los segmentos de negocio de promoción inmobiliaria y venta de suelo se considera que se mantienen para su venta en el curso normal de los negocios.

### Cuestión 6

#### **Pregunta**

6. *En la nota 5 (z), relativa a las normas de valoración de los planes de retribuciones en acciones, se indica que durante el ejercicio 2006 el Grupo ha aprobado dos nuevos planes de pagos basados en acciones que afectan a 498.500 acciones con un precio de 105,87 euros y un plazo de ejercicio hasta 2016, así como el reparto de 145.500 acciones gratuitas. Ambos planes se han extendido a empleados y directivos de Gecina. Sin embargo, la citada nota no incorpora todos los desgloses de información requeridos por la NIIF 2 Pagos basados en acciones.*
- 6.1 *En virtud de lo anterior, se deberá facilitar la siguiente información: a) descripción del registro contable llevado a cabo en relación con los mencionados planes (gasto total reconocido en el ejercicio, etc.); b) descripción de cada tipo de acuerdo de pagos basados en acciones que haya existido a lo largo del periodo, incluyendo los plazos y condiciones generales de cada acuerdo, tales como requerimientos para la consolidación de los derechos, el plazo máximo de las opciones emitidas y el método de liquidación (párrafo 45 (a) NIIF 2); y c) para otros instrumentos de patrimonio concedidos durante el periodo (esto es, los que sean distintos de opciones sobre acciones), el número y el valor razonable medio ponderado de esos instrumentos en la fecha de medición, así como información acerca de como se ha determinado este valor razonable (párrafo 47 (b) NIIF 2).*
- 6.2 *En relación con los planes de opciones de Gecina que ya existían en 2006, deberá indicarse: a) número y media ponderada de los precios de ejercicio de las opciones sobre acciones, para cada uno de los siguientes grupos de opciones: (i) existentes al comienzo del periodo; (ii) concedidas durante el periodo; (iii) anuladas durante el periodo; (iv) ejercitadas durante el periodo; (v) que hayan caducado durante el periodo; (vi) existentes al final del periodo; y (vii) susceptibles de ejercicio al final del periodo (párrafo 45 (b) NIIF 2); y b) para las opciones sobre acciones ejercitadas durante el periodo, el precio medio ponderado de las acciones en la fecha de ejercicio (párrafo 45 (c) NIIF 2).*

#### **Respuesta**

Tal como se indica en la Nota 5 z) de las Cuentas Anuales consolidadas al 31 de diciembre de 2005 y 2006 no existían planes de opciones sobre acciones de Metrovacesa, S.A. Los únicos planes de opciones del Grupo corresponden a opciones de Gecina, S.A.

En el caso de Gecina, las condiciones generales de los planes de opciones son las siguientes:

- La atribución de opciones se decide por el Consejo de Administración de Gecina.
- El precio es fijado Consejo de Administración y no puede presentar un descuento superior al 5% de la media de los últimos 20 días de cotización.

**Planes de Opciones sobre acciones 2006**

|   |            |            |
|---|------------|------------|
| <b>Fecha Junta Accionistas</b>                              | 02/06/2004 | 02/06/2004 |
| <b>Fecha Consejo de Administración</b>                      | 14/03/2006 | 12/12/2006 |
| <b>Punto de partida del ejercicio de las opciones.</b>      | 14/03/2006 | 12/12/2006 |
| <b>Fecha de expiración</b>                                  | 15/03/2016 | 13/12/2016 |
| <b>Numero de Opciones atribuidas.</b>                       | 237.000    | 261.500    |
| <b>Precio de Suscripción o de compra (en euros)</b>         | 102,64     | 108,80     |
| <b>Numero de acciones suscritas o compradas a este día.</b> | -          | -          |
| <b>Número de acciones que pueden ser ejercidas</b>          | 237.000    | 261.500    |

- Para cada plan, el gasto total a contabilizar según la norma IFRS 2 fue determinado por un experto independiente (Hewitt) e impacta durante el plazo del plan. Los gastos reconocidos en las cuentas 2006 fueron de 2.822 miles de euros, no ejerciéndose en el ejercicio opciones anticipadas.
- Las opciones fueron valoradas de acuerdo con un modelo binomial cuyas variables son las siguientes:
  - Fecha de atribución.
  - Cotización de la acción.
  - Precio de ejercicio.
  - Volatilidad estimada.
  - Madurez de la opción.
  - Tasa de interés "sin riesgo".
  - Tasa de distribución anticipada de los dividendos.
  - Tasa de rotación de los empleados (muerte, incapacidad, dimisión, despido).
  - Plazo del periodo de bloqueo.
- *Método de liquidación:* Las opciones tienen un plazo de ejercicio de 10 años después de su atribución.
  - Dos años después de la atribución, se puede ejercitar un máximo del 30%.
  - Tres años después de la atribución, se pueden ejercitar un máximo del 60% teniendo en cuenta las opciones ejecutadas el año anterior (30% máx.).
  - A partir de 4 años, se pueden ejercitar la totalidad de las opciones.
- El Consejo de Administración puede suspender el derecho de ejercitar durante 3 meses en condiciones legales específicas.
- En caso de Oferta Publica sobre las acciones de Gecina, a partir de los 20% del capital, las opciones pueden ser ejercitadas sin restricciones de plazos.

- Los valores razonables de los planes de pensiones fueron determinados por Hewitt y son los siguientes:

Plan de opciones del 14/03/2006: 11,23 euros  
 Plan de opciones del 12/12/2006: 15,38 euros

#### Planes de atribución de acciones gratuitas en 2006

En virtud de la autorización procedente de la resolución 38 de la Junta General Extraordinaria de Gecina del 29 de junio de 2005, el Consejo de Administración de Gecina votó el 14 de marzo de 2006 el reglamento del plan de acciones gratuitas de Gecina. Este plan permite la atribución de acciones gratuitas Gecina a los beneficiarios designados entre los empleados y mandatarios sociales quien contribuye al desarrollo del Grupo Gecina, en la límite del 3% del capital.

El plazo del periodo de adquisición de acciones gratuitas fue fijado por el reglamento del plan a dos años después de la reunión del Consejo de Administración, quien vota la atribución de dichas acciones, si (i) el beneficiario de la acción gratuita todavía tiene un contrato de trabajo o un mandato social con una compañía del Grupo Gecina a esta fecha, (ii) se ha satisfecho un criterio de resultado vinculado al resultado de la acción Gecina en comparación con un índice para el 50% de las acciones atribuidas gratuitamente a cada beneficiario, y (iii) se han satisfecho los criterios vinculados a la evolución del resultado consolidado de Gecina para el restante 50% de acciones atribuidas gratuitamente.

A la expiración de un periodo de dos años después de la reunión del Consejo de Administración de Gecina que haya votado la atribución de dichas acciones, y si se satisfacen las condiciones mencionadas, los beneficiarios serán propietarios de las acciones atribuidas gratuitamente y poseerán todos los derechos de accionistas. No podrán vender sus acciones durante dos años después de la fecha de adquisición.

A continuación se indica el número y las principales características de acciones gratuitas atribuidas en respectos con las condiciones mencionadas:

| Atribución Gratuita de acciones por Gecina          |               |                   |
|---|---------------|-------------------|
| Fecha del consejo de administración                 | 14 Marzo 2006 | 12 Diciembre 2006 |
| Punto de partida del periodo de adquisición.        | 14 Marzo 2006 | 12 Diciembre 2006 |
| Fecha de adquisición                                | 14 Marzo 2008 | 12 Diciembre 2008 |
| Numero de acciones atribuidas                       | 65.800        | 79.750            |
| Numero de acciones suscritas, compradas o anuladas. | 0             | 0                 |
| Número de acciones que pueden ser atribuidas        | 65.800        | 79.750            |

Las acciones gratuitas fueron valoradas por Hewitt utilizando un modelo Black & Scholes, cuyas principales hipótesis son:

- Última cotización de la acción
- Tasa de interés "sin riesgo"

- Matriz de variación, covariación de la acción en comparación con el índice de referencia
- Plazo del periodo de bloqueo
- Tasa de distribución anticipada de los dividendos
- Probabilidad de alcanzar los objetivos.

Los valores razonables planes de acciones gratuitas fueron determinados por Hewitt y son los siguientes:

Plan de acciones gratuitas del 14/03/2006 : 89,04 euros  
 Plan de acciones gratuitas del 12/12/2006 : 101,47 euros

### Planes de Opciones de Gecina que ya existían en 2006

La tabla siguiente indica el número y las principales características de las opciones sobre acciones atribuidas entre 2000 y 2004 por Gecina a su personal:

| Fecha Junta Accionistas                              | 07/06/2000 | 07/06/2000 | 06/06/2001 | 06/06/2001 | 06/06/2001 | 05/06/2002 | 06/06/2001 | 02/06/2004 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Fecha Consejo de Administración                      | 27/09/2000 | 26/09/2001 | 06/06/2001 | 26/09/2001 | 05/06/2002 | 25/09/2002 | 25/11/2003 | 12/10/2004 |
| Punto de partida del ejercicio de las opciones       | 27/09/2000 | 26/09/2001 | 06/06/2001 | 26/09/2001 | 05/06/2002 | 25/09/2002 | 25/11/2003 | 12/10/2004 |
| Fecha de expiración                                  | 27/09/2010 | 26/09/2011 | 05/06/2009 | 25/09/2009 | 04/06/2010 | 25/09/2012 | 24/11/2011 | 11/10/2014 |
| Numero de Opciones atribuidas.                       | 127.356    | 128.266    | 55.591     | 47.501     | 123.329    | 162.822    | 275.974    | 313.000    |
| Precio de Suscripción o de compra (en euros)         | 40,13      | 39,16      | 47,87      | 46,99      | 47,20      | 44,28      | 51,82      | 64,92      |
| Numero de acciones suscritas o compradas a este día. | 111.965    | 99.160     | 47.505     | 47.501     | 120.267    | 126.447    | 218.207    | 243.750    |
| Número de acciones que pueden ser ejercidas          | 15.391     | 29.106     | 8.086      | 0          | 3.062      | 36.375     | 57.767     | 69.250     |

Las opciones ejercitadas ocurrieron durante todo el año. El precio medio ponderado es de 44,63 euros y se detalla a continuación:

| Plan   | Precio del ejercicio de las opciones | Numero de opciones ejercidas en 2006 |
|--|--------------------------------------|--------------------------------------|
| Opciones suscripción de acciones 2000 ex SIMCO   | 40,13 euros                          | 5.030                                |
| Opciones suscripción de acciones 2001 ex SIMCO   | 39,16 euros                          | 32.417                               |
| Opciones de compra de acciones 6 Junio 2001      | 47,87 euros                          | 1.658                                |
| Opciones de compra de acciones 2002 ex SIMCO     | 44,28 euros                          | 53.906                               |
| Opciones de compra de acciones 5 Junio 2002      | 47,20 euros                          | 33.915                               |
| Opciones de compra de acciones 25 Noviembre 2003 | 51,82 euros                          | 17.185                               |
| Opciones de compra de acciones 2004              | 64,92 euros                          | 100                                  |
| Opciones de compra de acciones 14 Marzo 2006     | 102,64 euros                         | 0                                    |
| Opciones de compra de acciones 12 Diciembre 2006 | 108,80 euros                         | 0                                    |
| <b>Total</b>                                     |                                      | <b>144.211</b>                       |

### Cuestión 7

#### **Pregunta**

7. La nota 7 de las Cuentas Anuales Consolidadas, relativa a la información por segmentos, no presenta todos los desgloses de información relacionados con los mismos y requeridos tanto por la NIC 14 Información Financiera por Segmentos como por la NIC 36 Deterioro del Valor de los Activos.
- En este sentido, y teniendo en cuenta que la Sociedad no suministra tampoco los desgloses sobre flujos de efectivo segmentados (véase párrafo 63 de la NIC 14), se deberá facilitar, para cada uno de los segmentos presentados en las Cuentas Anuales Consolidadas, la siguiente información: a) importe total de gasto por depreciación y amortización de los activos, que se haya incluido en la determinación del resultado del segmento (párrafo 58, NIC 14); y b) importe total de gastos que no han dado lugar a salida de efectivo y que se han incluido en la determinación del resultado del segmento, distintos de los correspondientes a amortización y depreciación (párrafo 61, NIC 14).
  - Además, de acuerdo con los desgloses exigidos por la NIC 36, se deberán revelar, para cada uno de los segmentos sobre los que se informa en las Cuentas Anuales, los siguientes importes: a) las pérdidas por deterioro de valor reconocidas, tanto en el resultado del periodo, como directamente en el patrimonio neto (párrafo 129 (a), NIC 36); y b) en su caso, el importe correspondiente a las reversiones de pérdidas por deterioro de valor reconocidas, tanto en el resultado del periodo, como directamente en el patrimonio neto durante el periodo (párrafo 129 (a), NIC 36).

#### **Respuesta**

El importe total de gasto por depreciación y amortización está incluido en la información de segmentos principales presentada en la Nota 7 de las Cuentas Anuales consolidadas del grupo Metrovacesa del ejercicio 2006 como parte integrante del resultado antes de impuestos del segmento de negocio de "Unidad corporativa/otros".

El importe de los gastos que no han dado lugar a la salida de efectivo y que se han incluido en la determinación del resultado por segmentos, distintos de los correspondientes a amortizaciones y provisiones, corresponden a dos conceptos fundamentales:

- a) Variación de provisiones: Incluido dentro del concepto "Resultado del segmento" presentado en el segundo cuadro de la Nota 7 b), también incluido en el cuadro de coste de ventas de la Nota 26 b), por los siguientes importes:

|                       | Miles de euros                     |         |                     |      |                 |         |                           |      |             |          |
|-----------------------|------------------------------------|---------|---------------------|------|-----------------|---------|---------------------------|------|-------------|----------|
|                       | Venta de promociones Inmobiliarias |         | Patrimonio en renta |      | Ventas de suelo |         | Unidad Corporativa /Otros |      | Total Grupo |          |
|                       | 2006                               | 2005    | 2006                | 2005 | 2006            | 2005    | 2006                      | 2005 | 2006        | 2005     |
| Variación Provisiones | (6.479)                            | (8.715) | -                   | -    | (173)           | (2.666) | -                         | -    | (6.652)     | (11.381) |

- b) Provisiones de insolvencias, otras provisiones de riesgos y gastos: Recogidas como parte integrante del resultado antes de impuestos del segmento de negocio de "Unidad corporativa/otros.

Adicionalmente incluimos un cuadro resumen donde se detallan las pérdidas por deterioro así como las reversiones de pérdidas por deterioro del ejercicio 2006, dividido en los segmentos, reconocidas en su totalidad en el resultado del período no existiendo importes por este concepto registrados directamente en el patrimonio neto del Grupo:

|                                       | Miles de euros       |      |                     |          |                 |         |
|---------------------------------------|----------------------|------|---------------------|----------|-----------------|---------|
|                                       | Venta de Promociones |      | Patrimonio en renta |          | Ventas de Suelo |         |
|                                       | 2006                 | 2005 | 2006                | 2005     | 2006            | 2005    |
| Pérdidas por Deterioro                | (415)                | -    | (853)               | (23.953) | (3.137)         | (2.775) |
| Reversiones de Pérdidas por Deterioro | -                    | 4    | 2.865               | 22.138   | 2.464           | 2.169   |

### Cuestión 8

#### **Pregunta**

8. En la nota 8 de las Cuentas Anuales Consolidadas se revela que la mayor parte de los fondos de comercio activados a 31 de diciembre de 2006 corresponden a la adquisición de Gecina, realizada en el año 2005, cuyo importe asciende a 236 millones de euros. Se indica que las unidades generadoras de efectivo en las que se encuentra integrado dicho fondo de comercio son las inversiones inmobiliarias aportadas al Grupo por Gecina, y se presenta también el desglose de la plusvalía asignada. Sin embargo, no se incluyen todos los desgloses exigidos por la NIC 36 relacionados con las estimaciones realizadas para medir el importe recuperable de las unidades generadoras de efectivo que contienen una plusvalía comprada.
- Se deberán presentar los siguientes desgloses relacionados con la determinación del importe recuperable de las unidades generadoras de efectivo: a) base sobre la cual ha sido determinado el importe recuperable de la unidad (o grupo de unidades), es decir, valor en uso o valor razonable menos los costes de venta (párrafo 134 (c), NIC 36); b) si el importe recuperable estuviera basado en el valor en uso deberá revelarse la siguiente información: (i) descripción de las hipótesis salvo sobre las que la gerencia ha basado sus proyecciones de flujos de efectivo; (ii) periodo sobre el que se han proyectado los flujos de efectivo; (iii) tasa de crecimiento empleada para extrapolar las proyecciones de flujos de efectivo más allá del periodo cubierto por los presupuestos o previsiones más recientes; y (iv) tasa de descuento aplicada en las proyecciones de flujos de efectivo (párrafo 134 (d), NIC 36); c) si el importe recuperable de la unidad (o grupo de unidades) estuviera basado en el valor razonable menos los costes de venta se deberá presentar la siguiente información: (i) metodología empleada para determinar el valor razonable menos los costes de venta y, en el caso de que

*el valor razonable menos los costos de venta no se haya determinado utilizando un precio de mercado observable para la unidad (o grupo de unidades) se revelara también la siguiente información: una descripción de cada hipótesis salvo sobre la cual la gerencia haya basado su determinación del valor razonable menos los costos de venta y una descripción del enfoque utilizado) por la gerencia para determinar el valor o valores asignados a cada hipótesis salvo y si dichos valores reflejan la experiencia pasada o, en su caso, son uniformes con fuentes externas (párrafo 134 (e), NIC 36).*

- *En relación con el punto) anterior, y en el caso de que un cambio razonablemente posible en una hipótesis clave, sobre la cual la gerencia ha basado su determinación del importe recuperable de la unidad (o grupo de unidades), supusiera que el importe en libros de la unidad (o grupo de unidades) excediera a su importe recuperable, se deberá detallar la siguiente información: a) la cantidad por la cual el importe recuperable de la unidad (o grupo de unidades) excede su importe en libros; b) el valor asignado a la o las hipótesis claves; y c) el importe por el que debe cambiar el valor o valores asignados a la hipótesis clave para que, tras incorporar al valor recuperable todos los efectos que sean consecuencia de ese cambio sobre otras variables usadas para medir el importe recuperable, se igual dicho importe recuperable de la unidad (o grupo de unidades) a su importe en libros (párrafo 134 (f), NIC 36).*

#### **Respuesta**

Tal y como se indica en la Nota 8, las unidades generadoras de efectivo en las que se encuentra integrado el fondo de comercio de Gecina se corresponden con las inversiones inmobiliarias de dicho Grupo (negocio comercial y negocio residencial).

El importe recuperable se ha estimado de acuerdo con su valor en uso, el cual se ha basado en hipótesis de flujos de efectivo, tasas de crecimiento de los mismos y tasas de descuento consistentes con las aplicadas en el cálculo de los valores de mercado de las inversiones inmobiliarias (Nota 11 de la Memoria Consolidada).

Según se indica en la mencionada Nota, de acuerdo con las estimaciones y proyecciones de que disponen los Administradores de la Sociedad dominante, las previsiones de resultados y flujos de caja descontados atribuibles al Grupo Metrovacesa soportan adecuadamente el valor de los fondos de comercio registrados.

En este ejercicio 2006 no se ha producido ningún cambio en ninguna hipótesis clave sobre la cual la gerencia ha basado su determinación del importe recuperable de la unidad.

Adicionalmente, se ha contrastado el importe recuperable de estas unidades de acuerdo con el valor razonable de Gecina menos los costes de venta. El valor consolidado de la participación del Grupo Metrovacesa en Gecina (coste de adquisición más reservas más resultados consolidados) asciende a 4.904.798 miles de euros, siendo en valor de mercado de dicha participación, de acuerdo con la ecuación de canje establecida en el acuerdo de separación de socios de fecha 19 de febrero de 2007 (desglosada en la Nota 32 de las Cuentas Anuales consolidadas y explicada en el Hecho Relevante de 22 de febrero de 2007), de 5.506.204 miles de euros.

### Cuestión 9

#### **Pregunta**

9. *En la nota 11 de la Memoria Consolidada, relativo a las inversiones inmobiliarias, no se revela si existen obligaciones contractuales para adquisición, construcción o desarrollo de propiedades de inversión, o por concepto de reparaciones, mantenimiento o mejoras, tal como establece la NIC 40 en su párrafo 75 (h).*
- *Se deberá indicar si existen obligaciones contractuales de dicha naturaleza y, en su caso, presentar una descripción y cuantificación de las mismas.*

#### **Respuesta**

Se ha incluido dicha información en la Nota 10 de la Memoria Consolidada, relativa a inmovilizaciones materiales, ya que las obligaciones contractuales para adquisición a la fecha de cierre del ejercicio, estaban formalizadas para activos que previamente a su condición de inversiones inmobiliarias se registran como "inmovilizado en curso" hasta su total desarrollo y puesta en explotación. Por otro lado, no existe a cierre del ejercicio ninguna obligación contractual por concepto de reparaciones, mantenimiento o mejoras tal como establece la NIC 40 en su párrafo 75 (h)

### Cuestión 10

#### **Pregunta**

10. *Según se indica en la Nota 20 (a) de las Cuentas Anuales Consolidadas, relativa a las deudas con entidades de crédito, con fecha 5 de junio de 2006 se procedió a la refinanciación del préstamo sindicado obtenido en el año 2005 para la adquisición de Gecina y cuyo importe dispuesto a 31 de diciembre de 2005 ascendía a 3.248 millones de euros. La mencionada refinanciación ha permitido alargar el plazo de vencimiento, así como modificar la estructura de amortizaciones y la parrilla de diferenciales a aplicar.*
- *En relación con el punto descrito, indicar si dicha refinanciación ha supuesto una modificación sustancial de las condiciones del préstamo original de acuerdo con lo establecido en los párrafos 40 y GA62 de la NIC 39 Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición y, en su caso, detallar cuales han sido los efectos contables de la cancelación del pasivo financiero original y el reconocimiento de un nuevo pasivo financiero.*

#### **Respuesta**

El nuevo préstamo no supone una refinanciación total según el párrafo GA62 de la NIC 39 en donde se manifiesta que las condiciones serán sustancialmente diferentes si el valor actual de los flujos de efectivo descontados bajo las nuevas condiciones, incluyendo cualquier comisión pagada neta de cualquier comisión recibida, y utilizando para hacer el descuento el tipo de interés efectivo original, difiere al menos en un 10 por ciento del valor actual descontado de los flujos de efectivo que todavía resten del pasivo financiero original.

Metrovacesa se ha registrado como gasto del ejercicio 2006 un importe de 8.585 miles de euros correspondientes a los gastos de formalización del anterior crédito. A 31 de diciembre de 2006 el

importe de gastos pendientes de amortizar del crédito original asciende a 39.321 miles de euros, aproximadamente. La proporción de gastos imputados a resultados y gastos que se considerarán gastos financieros futuros se ha basado en la proporción estimada de deuda y bancos financiadores que se mantiene antes y después de la refinanciación.

### Cuestión 11

#### **Pregunta**

11. En la nota 20 (a) de las Cuentas Anuales Consolidadas se incluye un detalle de las operaciones de cobertura y se indica que los derivados contratados por el Grupo Metrovacesa, con excepción de los correspondientes al Grupo Gecina, cumplían a 31 de diciembre de 2006 y de 2005 plenamente todos los requisitos exigidos por las NIIF para ser calificados como de cobertura. La práctica totalidad de los derivados contratados por Grupo Gecina no cumplían plenamente dichos requisitos y, por ello, las variaciones del valor razonable de estos instrumentos financieros derivados se han reconocido en la cuenta de resultados consolidada.

- Descripción de los derivados contratados por el Grupo Gecina y detalle de su valor razonable al cierre del ejercicio, su valor nominal y las fechas de vencimiento.

#### **Respuesta**

Tal y como se indica en la Nota 20 a) de las Cuentas Anuales consolidadas "la práctica totalidad de los derivados contratados por Grupo Gecina al 31 de diciembre de 2006 y 2005 no cumplían plenamente todos los requisitos para poder ser calificados como de cobertura de acuerdo con las NIIF y, por ello, las variaciones del valor razonable de estos instrumentos financieros derivados en el ejercicio 2006 y 2005 se han reconocido en la cuenta de resultados consolidada, en el epígrafe "Ingresos financieros", por un importe de 58.785 y 22.586 miles de euros, que corresponden al beneficio derivado de estos instrumentos en el periodo"

La política de cobertura del grupo Gecina tiene como objetivo cubrir la deuda de tipo variable a un nivel aproximado de 80 %. En general, de estas coberturas el 50 % son a tipos fijos y otro 50 % a tipos máximo-mínimo (Collar constituidos por Caps y Floors).

Gecina trata de optimizar estas coberturas realizando ciertos arbitrajes (ventas y compras de Collar de Swaption, de Collar de Constant Maturity Swap) en función de sus anticipaciones sobre los movimientos de la curva de tipos y de la forma de esta misma curva.

Gecina ha escogido la valoración a "mark to market" siendo las coberturas de tipo macro, por lo que no están vinculadas a préstamos concretos y por lo tanto tienen un impacto directo en cuenta de resultados.

Adicionalmente la descripción de los derivados contratados por el Grupo Gecina así como su valor nominal y las fechas de vencimiento se incluyen junto con el resto de los derivados del Grupo Metrovacesa en la Nota 20 a) de las Cuentas Anuales consolidadas. A continuación pasamos a desglosar los derivados de Grupo Gecina incluyendo su valor razonable a cierre de ejercicio:

| Derivados    | Banco   | Vencimiento   | Valor Nominal | Valoración    |
|--------------|---------|---------------|---------------|---------------|
| SwapTF       | CALYON  | septiembre-07 | 22.867        | -105          |
| SwapTV       | NX      | octubre-07    | 125.000       | -821          |
| SwapTV       | SG      | octubre-07    | 125.000       | -821          |
| Cap          | BECM/DB | enero-08      | 90.085        | 24            |
| SwapTF       | SG      | enero-08      | 200.000       | 2.103         |
| Derivados    | Banco   | Vencimiento   | Valor Nominal | Valoración    |
| SwapTF       | BNPP    | enero-08      | 800.000       | 8.589         |
| SwapTF       | BNPP    | febrero-08    | 104.353       | -345          |
| SwapTV       | BNPP    | febrero-08    | 497.000       | -731          |
| Cap          | BNPP    | enero-10      | 300.000       | 1.386         |
| Cap          | BNPP    | enero-10      | 150.000       | 1.454         |
| Cap          | HSBC    | enero-10      | 150.000       | 1.364         |
| Cap          | DB      | enero-10      | 500.000       | 1.267         |
| Cap          | BNPP    | febrero-10    | 400.000       | 1.750         |
| Cap          | BNPP    | febrero-10    | 100.000       | 276           |
| SwapTV       | CCF     | febrero-10    | 100.000       | -163          |
| SwapTF       | SG      | enero-11      | 300.000       | -4.007        |
| Cap          | BNPP    | enero-11      | 250.000       | 1.356         |
| SwapTV       | SG      | enero-12      | 498.000       | 3.481         |
| Cap          | CALYON  | enero-14      | 500.000       | 5.600         |
| Cap          | SG      | enero-14      | 100.000       | 1.120         |
| Cap          | RBS     | enero-14      | 400.000       | 4.480         |
| SwapTF       | SG      | enero-14      | 5.895         | -66           |
| Cap          | BNPP    | enero-14      | 500.000       | 1.752         |
| Cap          | BNPP    | enero-14      | 300.000       | 1.051         |
| Cap          | BECM    | enero-14      | 500.000       | 1.752         |
| SwapTF       | CALYON  | abril-14      | 54.959        | -3.646        |
| Cap          | BNPP    | junio-14      | 500.000       | 3.325         |
| Cap          | CALYON  | junio-14      | 500.000       | 2.165         |
| Cap          | HSBC    | junio-14      | 300.000       | 1.299         |
| <b>Total</b> |         |               |               | <b>34.886</b> |

### Cuestión 12

#### **Pregunta**

12. En la nota 23 (d) de la Memoria Consolidada, relativa a la conciliación de los resultados contable y fiscal, se indica que de entre las diferencias temporales destaca la deducción por la amortización fiscal del fondo de comercio derivado de la adquisición de Gecina por importe de 11,8 millones de euros considerado deducible fiscalmente al cumplir los requisitos necesarios.

Sin embargo, en la tabla que se presenta en la página 73 de las Cuentas Anuales Consolidadas, en la que se detallan los pasivos por impuestos diferidos por conceptos, no aparece información sobre los pasivos por impuestos diferidos correspondientes a la amortización fiscal del fondo de comercio, de acuerdo con lo establecido en el párrafo 21.b) de la NIC 12 Impuesto a las Ganancias.

- Indicar si se ha registrado, con cargo a resultados, el pasivo por impuestos diferidos correspondiente a la amortización fiscal del fondo de comercio y, en su caso, en que epígrafe de los desglosados en la tabla mencionada esta incluido dicho pasivo. En el caso de que no se hubiera registrado dicho pasivo, cuantificar el importe acumulado no contabilizado en los ejercicios 2005 y 2006 y presentar, a efectos informativos, una cuenta de pérdidas y ganancias corregida que incluya el registro de dicho pasivo por impuesto diferido.

**Respuesta**

Tal y como se indica en la Nota 23 d): "En la disminución de las diferencias temporales destaca la deducción por la amortización fiscal del fondo de comercio derivado de la adquisición de Gecina por importe de 11.799 miles de euros considerado deducible fiscalmente al cumplir los requisitos necesarios. El efecto impositivo de las diferencias temporales se ha calculado mediante la aplicación al importe correspondiente del tipo impositivo vigente en el ejercicio en que se originó la correspondiente partida, ajustado por el efecto ocasionado como consecuencia de la modificación de la legislación tributaria que se ha producido en España en el ejercicio 2006".

El impuesto diferido correspondiente a la amortización fiscal del fondo de comercio se encuentra recogido en el epígrafe de "Otros" dentro del cuadro de impuestos diferidos acreedores.

| Impuestos diferidos acreedores con origen en:  | Miles de euros |                |
|--|----------------|----------------|
|  | 2006           | 2005           |
| Plusvalías de fusión   | 20.643         | 22.189         |
| Diferimiento por reinversión   | 12.205         | 14.760         |
| Amortización acelerada   | 539            | 626            |
| Plusvalías asignadas a activos   | 576.584        | 532.723        |
| Reversión de la provisión por terminación de obra por cambio de criterio en venta de promociones | -              | 288            |
| Provisión para impuestos   | 135.035        | 24.696         |
| Revalorización de activos en sociedades del Grupo Gecina no acogidas al régimen SIIC             | 49.670         | 55.194         |
| Valoración de derivados a mercado  | 18.775         | -              |
| Otros  | 6.748          | 3.291          |
| <b>Total</b>   | <b>820.199</b> | <b>653.767</b> |

El detalle de la partida de "Otros" es el siguiente:

| Impuestos diferidos acreedores partida "Otros"               | Miles de euros |
|--|----------------|
| Impuesto diferido por amortización fiscal F. Comercio Gecina | 5.861          |
| Otros impuestos diferidos menores                            | 887            |
| <b>Total</b>   | <b>6.748</b>   |

Los importes de dichos pasivos fiscales por este concepto para los ejercicios 2006 y 2005 ascienden a 3.540 y 2.321 miles de euros respectivamente.

Fdo. Javier Moreno Escobar  
Director Financiero

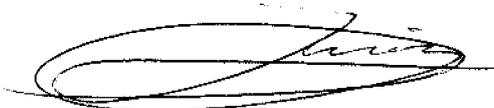
CNMV  
Att.- D. Paulino García  
Pso de la Castellana 19  
28046 Madrid

En Madrid a 30 de julio de 2007

Muy Señores Nuestros,

Como continuación al escrito anterior remitido a ustedes con fecha 17 de Julio, con número de registro de entrada 069948, en referencia a la revisión realizada de los informes de auditoría y de las Cuentas Anuales del ejercicio 2006 de Metrovacesa, S.A. y su grupo consolidado, adjuntamos las siguientes ampliaciones de información y aclaraciones a las respuestas relativas a las cuestiones 3ª y 8ª de acuerdo a su solicitud telefónica.

Atentamente,



Javier Moreno Escobar  
Director Financiero



## AMPLIACIÓN DE LAS RESPUESTAS 3ª Y 8ª

### Cuestión 3

#### *Pregunta*

1. *En la nota 2.h) de la Memoria Consolidada, referente a variaciones en el perímetro de consolidación, se indica que con fecha 22 de diciembre de 2006, Metrovacesa constituyó la sociedad Metrovacesa Alquileres Urbanos, S.L. mediante la aportación de una serie de edificios, siendo su coste en el momento de la aportación 41,9 millones de euros y su valor neto contable de 34,9 millones de euros.*
- *Se deberá indicar, respecto de la mencionada operación, cuales son las causas que justifican la diferencia existente entre ambas cifras y, en caso de tratarse de una revalorización de los activos aportados, se deberá describir detalladamente como se ha contabilizado la operación.*

#### *Respuesta*

Esta operación no se ha tratado como una revalorización de activos, ni en las Cuentas Anuales consolidadas ni en las Cuentas Anuales individuales.

- a) En las Cuentas Anuales individuales se ha tratado, de acuerdo a lo establecido en el Plan General Contable, como una permuta por lo que no se ha registrado impacto alguno en la cuenta de resultados. Lo indicado en las Cuentas Anuales consolidadas se refiere al coste contable y valor neto contable de los activos en el momento del traspaso, por lo que indica magnitudes correspondientes a las Cuentas Anuales individuales.
- b) En las Cuentas Anuales consolidadas, la mencionada aportación no tiene efecto alguno, dado que se trata de una operación realizada entre sociedades del Grupo y que, por tanto no debe arrojar plusvalía o minusvalía alguna.

### Cuestión 8

Adicionalmente se solicita ampliación de la respuesta relativa al fondo de comercio de Gecina, señalamos lo siguiente:

#### *Antecedentes*

La adquisición de Gecina se realizó mediante la compra de dos paquetes accionariales a AGF y AZUR-GMF del 30% y la realización de una OPA por el 70% restante. El resultado final de la operación se tradujo en la obtención del 68,54<sup>1</sup>% de la compañía, mediante el pago a sus accionistas de 3.804 millones de euros:

---

<sup>1</sup> A cierre de 2005 este porcentaje era de 68,42% como resultado de la conversión de stock options

| <b>Adquisición Inicial</b>   | Importe<br>(Mn €) | Nº acciones<br>(Miles) |
|------------------------------|-------------------|------------------------|
| Adquisición 30% inicial      | 1.672             | 18.631                 |
| Adquisición 38,54% restante  | 2.132             | 23.936                 |
| <b>Total Adquisición</b>     | <b>3.804</b>      | <b>42.566</b>          |
| <b>Nº acciones Gecina</b>    |                   |                        |
| - Autocartera                |                   | 62.210                 |
|                              |                   | -2.249                 |
| <b>Nº acciones Neto</b>      |                   | <b>59.962</b>          |
| % MVC en Gecina              |                   | 68,42%                 |
| % Efectivo (con autocartera) |                   | 70,99%                 |

En adición a dicho pago, MVC incurrió en una serie de costes adicionales por capitalización de avales y gastos diversos (asesoramiento legal, fiscal, financiero y publicidad entre otros) por importe de 32 millones de euros y percibió durante el mes de Julio 158 millones de euros en concepto de dividendo. Por lo tanto a fecha de cierre del ejercicio 2005, el coste total de la adquisición de Gecina en los libros de MVC ascendía a 3.678 millones de euros, 236 millones por encima del valor contable de la compañía, una vez revalorizados los elementos patrimoniales a su valor de mercado, y que por lo tanto se tradujo en Fondo de Comercio.

#### **Precio pagado por Gecina**

Datos en Millones €

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| Importe Total 68,54% Gecina        | 3.804        |
| + Fees Mayor valor                 | 32           |
| - Dividendo percibido              | -158         |
| <b>= Importe Total Adquisición</b> | <b>3.678</b> |

#### **Contabilización en MVC**

Datos en Millones €

|                            |              |
|----------------------------|--------------|
| Inversión Financiera       | 3.442        |
| Fondo Comercio consolidado | 236          |
| <b>Total Adquisición</b>   | <b>3.678</b> |

Con independencia de la valoración de activos realizada por los expertos independientes de Gecina y sin entrar en el análisis de dichas valoraciones, se ha realizado una valoración de la compañía por descuento de flujos de las rentas de sus activos. Para la actualización de sus flujos de caja obtenidos, se ha utilizado el coste promedio del capital (WACC) estimado de Gecina.

Los flujos de caja calculados se estimaron para un periodo de 10 años incluyendo el cálculo de un valor residual en el año 11.

Estos flujos de caja incluyen lo siguiente:

- Rentas Brutas: Los crecimientos de dichas rentas utilizados a futuro son del 3,25% para activos residenciales y del 2,5% para activos de oficinas

Consideramos que es un incremento conservador si tenemos en cuenta que durante el 2005 el crecimiento de rentas homogéneas del área de residencial de Gecina ha sido del 4,8% y el de Oficinas del 2,1%. En Oficinas hemos aplicado un 2,5% puesto que entendemos que París se encuentra todavía en un proceso de recuperación de precios / rentas y que la capacidad de crecimiento es muy fuerte en los próximos años.

- Costes asociados a los activos: se han identificado dos tipos de costes que afectan al flujo de caja de los activos:

- o Gastos soportados netos de gastos repercutidos: para el cálculo o estimación a futuro de los mismos nos hemos basado en el porcentaje de rentas netas sobre rentas brutas obtenido durante el ejercicio 2005 y sobre ellos hemos marcado unos objetivos que consideramos obtenibles:

| Rentas Netas               | 2.005 | Objetivo |
|----------------------------|-------|----------|
| % Rentas Netas Residencial | 79,0% | 81,0%    |
| % Rentas Netas Oficinas    | 93,0% | 94,0%    |

- Inversiones en mantenimiento: para poder mantener el nivel actual de rentas y los crecimientos estimados a futuro es necesario continuar con un nivel de inversiones en mantenimiento y renovación constante. Hemos estimado unas inversiones medias de 50 millones de euros al año. Pudiera ser que este alto nivel de inversiones no tuviera que darse todos los años si bien hemos considerado apropiado incluirlo en el análisis como criterio conservador

- Gastos generales y personal: crecimiento lineal del 2%.

- Impuestos sobre rentas: a efectos del cálculo del flujo de caja de los activos no se han tenido en cuenta impuestos sobre las rentas netas de dichos activos puesto que Gecina está sujeta al régimen SIIC y por lo tanto se encuentra exenta de tributación.

- Yields de salida: los yields netos de salida utilizados para el cálculo del valor residual de los activos se sitúa en el 4,1% de media para residencial y el 5,5% para oficinas. Para la obtención de estos yields nos hemos basado en los yields de valoración de los activos de Gecina y los yields estimados en el mercado francés según CB Richard Ellis<sup>2</sup>. En la tabla siguiente se muestra un resumen:

<sup>2</sup> Según presentación realizada por CB R. Ellis en el Investors Day de Gecina de 18/01/2006

|                          | Yield Bruto<br>Gecina 05 | Yield Gecina<br>Neto Implícito* | Yield R. Ellis<br>(Inv. Day) | Yields<br>Utilizados |
|--------------------------|--------------------------|---------------------------------|------------------------------|----------------------|
| Paris                    | 6,49%                    | 6,04%                           | 4,50%                        |                      |
| Paris Region             | 7,31%                    | 6,80%                           | 5,50%                        |                      |
| Provincias               | 7,70%                    | 7,16%                           | 6,75%                        |                      |
| <b>Oficinas Medio</b>    | <b>6,74%</b>             | <b>6,27%</b>                    | <b>5,25%</b>                 | <b>5,5%</b>          |
| <b>Residencial Medio</b> | <b>5,65%</b>             | <b>4,46%</b>                    | <b>3,85%</b>                 | <b>4,1%</b>          |

\* Calculado como Yield Bruto por el % de rentas netas

La tasa de actualización utilizada para el cálculo del valor actual los flujos de caja de Gecina ha sido el WACC. La formula utilizada en su cálculo sería la siguiente:

$$WACC = K_e \times \frac{FP}{FP + D} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{FP + D}$$

El WACC resultante de la aplicación de esta formula ha sido del 5,5%. El detalle para su cálculo ha sido el siguiente:

| <b>Cálculo del WAC de Gecina</b> |             |
|----------------------------------|-------------|
| Coste Deuda Gecina               | 4,6%        |
| Tasa fiscal                      | 0,0%        |
| <b>Kd</b>                        | <b>4,6%</b> |
| <hr/>                            |             |
| Tipo Bonos 10 años               | 3,6%        |
| Prima riesgo                     | 3,0%        |
| Beta                             | 0,80        |
| <b>Ke</b>                        | <b>6,0%</b> |
| <hr/>                            |             |
| NAV Gecina (FP) <sup>3</sup>     | 5.106       |
| Deuda Neta MVC                   | 3.230       |
| <b>FP / (FP + Deuda)</b>         | <b>61%</b>  |
| <b>Deuda / (FP + Deuda)</b>      | <b>39%</b>  |
| <hr/>                            |             |
| <b>WACC Gecina</b>               | <b>5,5%</b> |

La compañía ha estado apalancada en el entorno del 35% - 40% sobre el valor de sus activos en el pasado. Entendemos que una estructura 40% deuda y 60% fondos propios es una estructura en línea con la política financiera de Gecina y que quiere continuar manteniendo en el futuro.

<sup>3</sup> Se toma el NAV como fondos propios a la hora de calcular la estructura financiera

La tabla siguiente muestra un resumen de los flujos de caja calculados así como el valor actual de los mismos descontados al WACC del 5,5%:

#### Detalle Cash Flow

| Datos en Millones de €                           | 2.006        | 2.007        | 2.008        | 2.009        | 2.010        | 2.011        | 2.012        | 2.013        | 2.014        | 2.015        | V.<br>Residual<br>2.016 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------------|
| Rentas Brutas                                    | 532          | 549          | 566          | 583          | 600          | 617          | 636          | 654          | 674          | 693          | 14.843                  |
| - Gastos Netos                                   | -60          | -63          | -65          | -67          | -69          | -71          | -73          | -76          | -78          | -81          | -1.876                  |
| - Mantenimiento                                  | -50          | -51          | -51          | -52          | -53          | -54          | -55          | -56          | -56          | -57          | -1.253                  |
| - Gtos personal / generales                      | -71          | -73          | -74          | -75          | -77          | -79          | -80          | -82          | -83          | -85          | -1.214                  |
| <b>= Cash Flow Gecina</b>                        | <b>350</b>   | <b>363</b>   | <b>376</b>   | <b>388</b>   | <b>401</b>   | <b>414</b>   | <b>428</b>   | <b>441</b>   | <b>456</b>   | <b>471</b>   | <b>10.500</b>           |
| Tasa Descuento ( $1/((1+WACC)^n \text{ años})$ ) | 0,95         | 0,90         | 0,85         | 0,81         | 0,77         | 0,73         | 0,69         | 0,65         | 0,62         | 0,59         | 0,56                    |
| <b>= Total Cash Flow Actualizado</b>             | <b>331,8</b> | <b>326,5</b> | <b>320,4</b> | <b>313,7</b> | <b>307,1</b> | <b>300,6</b> | <b>294,3</b> | <b>288,1</b> | <b>282,0</b> | <b>276,0</b> | <b>5.838,1</b>          |

El valor total de los flujos de caja asciende a 8.879 millones de euros, importe al cual le sumamos los proyectos actualmente en curso por valor de 259 millones de euros y sobre los que no hemos querido incluir una valoración adicional a la actualmente realizada por los expertos independientes. La valoración de la compañía se situaría pues en los 9.138 millones de euros:

|                             |              |
|-----------------------------|--------------|
| Total Cash Flow Actualizado | 8.879        |
| + Proyectos Actuales        | 259          |
| <b>= Valor Compañía</b>     | <b>9.138</b> |
| - Deuda Financiera          | -3.230       |
| - Deuda SIIC Status         | -159         |
| - Mark to Market Deuda      | -50          |
| <b>Valor Gecina</b>         | <b>5.698</b> |

Si a los 9.138 millones de euros de valor le restamos la deuda financiera actual de la compañía, los pagos pendientes del SIIC status y el mark to market de la deuda llegaríamos a la valoración adicional de los fondos propios de Gecina. Según este análisis el 100% de la compañía **valdría 5.698 millones de €**, neta de deuda.

Si comparamos esta valoración de los fondos propios con la obtenida en el punto 2 en el cálculo del NAV 2005 de la compañía, nos encontramos que el 70,99% efectivo que MVC posee en Gecina valdría 4.045 millones de euros, un 12% superior a los 3.625 millones valorados por NAV.

|                                |              |
|--------------------------------|--------------|
| <b>Valor Gecina</b>            | <b>5.698</b> |
| % MVC en Gecina                | 70,99%       |
| <b>Valor Participación MVC</b> | <b>4.045</b> |
| Valor en MVC según NAV         | 3.625        |
| <b>Valoración Adicional</b>    | <b>420</b>   |