

D. Roberto Chollet Ibarra, mayor de edad, provisto de DNI número 2516798- T, con domicilio profesional en Madrid, Calle Santa Engracia 120, en nombre y representación de NH Hoteles, S.A. (la “**Sociedad**”), con domicilio en Calle Santa Engracia nº 120, Edificio Central, 7ª planta, Madrid, España, con C.I.F. número A-28-027944, e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 3651, folio 1, sección 3ª, hoja número M-61.443, debidamente facultado al efecto, en relación con la Nota sobre los Valores relativa a la admisión a negociación de las emisiones de bonos *senior* garantizados de NH Hoteles, S.A. Reg S por importe de 232.030.000 euros y 144A 17.970.000 euros al 6,875% de interés y con vencimiento en 2019 (la “**Nota de Valores**”), aprobada e inscrita en el registro oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 13 de mayo de 2014,

#### **CERTIFICA**

Que la versión impresa de la Nota de Valores inscrita y depositada en esa Comisión se corresponde con la versión en soporte informático que se adjunta.

Asimismo, por la presente se autoriza a esa Comisión para que la Nota de Valores sea puesta a disposición del público a través de su página web.

Y, para que así conste y surta los efectos oportunos, expido la presente certificación en Madrid, a 13 de mayo de 2014.

**NH Hoteles, S.A.**  
P.p.

---

D. Roberto Chollet Ibarra  
Director Financiero



**NOTA DE VALORES RELATIVA A LA ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN  
DE LAS EMISIONES DE BONOS *SENIOR* GARANTIZADOS DE NH  
HOTELES, S.A. REG S POR IMPORTE DE 232.030.000 EUROS Y 144A  
POR IMPORTE DE 17.970.000 EUROS AL 6,875% DE INTERÉS Y CON  
VENCIMIENTO EN 2019**

**El presente documento contiene la información requerida por los Anexos VI y XIII del  
Reglamento CE N° 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004**

*La presente Nota sobre los Valores ha sido aprobada y registrada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 13 de mayo de 2014 y se complementa con el Documento de Registro de NH Hoteles, S.A. elaborado conforme al Anexo I del Reglamento (CE) N° 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004, aprobado y registrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 9 de julio de 2013*

## ÍNDICE

<b>I.</b>	<b>FACTORES DE RIESGO .....</b>	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>NOTA SOBRE LOS VALORES.....</b>	<b>1</b>
<b>1.</b>	<b>PERSONAS RESPONSABLES .....</b>	<b>1</b>
1.1	Personas que asumen la responsabilidad del contenido de la Nota sobre los Valores ...	1
1.2	Declaración de responsabilidad.....	1
<b>2.</b>	<b>FACTORES DE RIESGO .....</b>	<b>1</b>
<b>3.</b>	<b>INFORMACIÓN ESENCIAL.....</b>	<b>1</b>
3.1	Interés de las personas físicas y jurídicas participantes.....	1
<b>4.</b>	<b>INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A ADMITIRSE A NEGOCIACIÓN.....</b>	<b>2</b>
4.1	Importe total de los valores que se admiten a negociación .....	2
4.2	Descripción del tipo y la clase de los valores ofertados que van a admitirse a cotización.....	2
4.3	Legislación según la cual se han creado los valores.....	3
4.4	Representación de los valores .....	3
4.5	Divisa de emisión de los valores .....	7
4.6	Orden de prelación .....	7
4.6.1	<i>Los Bonos .....</i>	<i>7</i>
4.6.2	<i>Las Garantías de los Bonos.....</i>	<i>7</i>
4.7	Derechos vinculados a los valores, limitaciones y procedimiento para su ejercicio.....	8
4.7.1	<i>Métodos de recepción de pagos de los Bonos .....</i>	<i>8</i>
4.7.2	<i>Agente de Pagos y Encargado del Registro de los Bonos.....</i>	<i>8</i>

4.7.3	<i>Cantidades Adicionales</i> .....	8
4.7.4	<i>Bonos Adicionales</i> .....	12
4.7.5	<i>Filiales Restringidas</i> .....	12
4.7.6	<i>Ciertos Pactos</i> .....	12
4.7.7	<i>Supuestos de Incumplimiento y Subsanaiones</i> .....	32
4.7.8	<i>Ausencia de Responsabilidad Personal de Consejeros, Directivos, Empleados y Accionistas</i> .....	34
4.7.9	<i>Cancelación por Ley y Cancelación por Pacto</i> .....	35
4.7.10	<i>Modificación, Complemento y Renuncia</i> .....	36
4.7.11	<i>Pago y Cumplimiento</i> .....	39
4.7.12	<i>Sobre el Trustee</i> .....	40
4.7.13	<i>Moneda</i> .....	40
4.8	<i>Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses a pagar</i> .....	41
4.8.1	<i>Devengo y vencimiento</i> .....	41
4.8.2	<i>Prescripción</i> .....	41
4.9	<i>Disposiciones relativas al vencimiento de los valores</i> .....	41
4.9.1	<i>Fecha de vencimiento</i> .....	41
4.9.2	<i>Amortización Voluntaria</i> .....	41
4.9.3	<i>Amortización Obligatoria</i> .....	42
4.9.4	<i>Amortización Fiscal Voluntaria</i> .....	42
4.9.5	<i>Recompra a Opción de los Titulares</i> .....	43
4.9.6	<i>Selección y Notificación</i> .....	45
4.10	<i>Indicación del rendimiento</i> .....	46
4.11	<i>Representación de los tenedores de los valores</i> .....	46

4.12	Declaración de las resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales los valores han sido y/o serán creados o emitidos .....	47
4.12.1	<i>Acuerdos sociales y resoluciones</i> .....	47
4.12.2	<i>Autorizaciones</i> .....	47
4.13	Fecha de Emisión .....	47
4.14	Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores.....	47
<b>5.</b>	<b>ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN.....</b>	<b>47</b>
5.1	Solicitud de admisión a negociación de los valores .....	47
5.2	Agente pagador y entidades depositarias en cada país.....	48
<b>6.</b>	<b>GASTOS DE LA ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN .....</b>	<b>48</b>
<b>7.</b>	<b>INFORMACIÓN ADICIONAL.....</b>	<b>48</b>
7.1	Asesores relacionados con la admisión a negociación .....	48
7.2	Otra información de la Nota sobre los Valores que haya sido auditada o revisada por los auditores.....	49
7.3	Declaración o informes atribuidos a personas en calidad de experto.....	49
7.4	En casos en que la información proceda de un tercero, confirmación de que la información se ha reproducido con exactitud y, en la medida en que el emisor tiene conocimiento de ello, no se ha omitido ningún hecho relevante. Identificación de las fuentes de la información .....	49
7.5	Calificaciones crediticias.....	49
<b>8.</b>	<b>NATURALEZA DE LA GARANTÍA .....</b>	<b>50</b>
8.1	Los Garantes.....	50
8.2	Garantías Reales .....	52
<b>9.</b>	<b>ALCANCE DE LA GARANTÍA .....</b>	<b>53</b>
9.1	Las Garantías de los Bonos .....	53

9.2	Garantías Reales .....	54
9.2.1	<i>Administración de las Garantías Reales y ejecución de los Gravámenes .....</i>	<i>54</i>
9.2.2	<i>Liberación de los Derechos Reales de Garantía.....</i>	<i>55</i>
9.2.3	<i>Nuevos Gravámenes .....</i>	<i>56</i>
9.2.4	<i>Deterioro de los Derechos reales de garantía .....</i>	<i>56</i>
9.3	Garantías Adicionales de los Bonos y Garantías Reales .....	57
9.4	Acuerdo entre Acreedores .....	59
9.5	Acuerdos Adicionales entre Acreedores .....	59
9.6	Documentos para consulta.....	60
<b>10.</b>	<b>ALGUNAS DEFINICIONES .....</b>	<b>61</b>
<b>11.</b>	<b>ACTUALIZACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO .....</b>	<b>88</b>

## I. FACTORES DE RIESGO

Antes de adoptar la decisión de invertir en la emisión de bonos *senior* garantizados de NH Hoteles, S.A. (“**NH**”, la “**Sociedad**” o la “**Emisor**”), por importe de 250.000.000 de euros al 6.875% de interés anual y con vencimiento en 2019 (los “**Bonos**” y la “**Emisión**”), deben tenerse en cuenta los riesgos que se enumeran a continuación relativos a los Bonos y a la estructura de NH. Las referencias a NH, la Sociedad o el Emisor en este apartado deben entenderse realizadas al grupo formado por NH y sus sociedades filiales salvo donde el contexto no lo permita.

También deben tenerse en cuenta los factores de riesgo relativos al emisor contenidos en el Documento de Registro de NH aprobado e inscrito en el registro oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“**CNMV**”) el 9 de julio de 2013, que quedan incorporados por referencia y que se encuentran actualizados en el resumen de la Nota de Valores elaborada en relación con la admisión en el Mercado de Renta Fija AIAF, S.A. (“**AIAF**”) de las obligaciones convertibles o canjeables no garantizadas por un importe de 250 millones de euros, con vencimiento a cinco años en noviembre de 2018 y cupón de interés fijo del 4% realizada el 8 de noviembre de 2013 (los “**Bonos Convertibles**”).

Estos riesgos no son los únicos a los que los inversores en los Bonos podrían hacer frente, pudiendo darse el caso de que se materialicen en el futuro otros riesgos, actualmente desconocidos o no considerados como relevantes en el momento actual.

*Las condiciones del Crédito Sindicado, del Contrato de Emisión y los términos y condiciones que rigen los Bonos Convertibles incluyen restricciones para la Sociedad y para algunas de sus filiales, reduciendo su flexibilidad operativa.*

Las condiciones del Crédito Sindicado, del Contrato de Emisión de los Bonos y los términos y condiciones que rigen los Bonos Convertibles (según se definen el primero y los últimos en el apartado 3.1 de la Nota de Valores) incluyen restricciones para la Sociedad y para determinadas de sus filiales. El Contrato de Emisión restringe, entre otras cosas, la capacidad de NH y estas filiales, con determinadas excepciones, para:

- asumir o garantizar endeudamiento adicional, o emitir determinadas acciones preferentes;
- realizar ciertos pagos e inversiones restringidos;
- abonar dividendos o realizar otras distribuciones a sus accionistas;
- constituir gravámenes;
- transferir o vender activos;
- crear cargas o restricciones sobre el pago de dividendos u otras distribuciones, préstamos o anticipos, y sobre transmisiones de activos del Emisor o de sus Filiales Restringidas;
- perjudicar el derecho real de garantía sobre las Garantías Reales (tal y como está definido en el apartado 8.2 de la Nota sobre los Valores);
- fusionarse o consolidarse con otras entidades; y
- celebrar determinadas transacciones con partes relacionadas.

Los compromisos asumidos por la Sociedad podrían limitar su capacidad para financiar sus operaciones y necesidades de capital futuras y la capacidad para aprovechar las oportunidades de negocio y proseguir actividades que puedan ser de interés para NH.

Cualquier incumplimiento en virtud del Contrato de Emisión, de los términos y condiciones que rigen los Bonos Convertibles o del Crédito Sindicado podría constituir un incumplimiento en virtud de cualquier otro instrumento de deuda que contenga cláusulas de vencimiento o de aceleración cruzados, incluidos el Contrato de Emisión, los términos y condiciones que rigen los Bonos Convertibles y el Crédito Sindicado. Si los acreedores de la Sociedad aceleran el vencimiento de la deuda, no es posible asegurar que los activos de la Sociedad y los activos de sus filiales sean suficientes para reembolsar dichos importes en su totalidad, para satisfacer el resto de obligaciones de las filiales que venciesen y fuesen pagaderas y para amortizar los Bonos, en parte o en su totalidad. Si no se pueden reembolsar dichos importes, los acreedores podrían ejecutar cualquier garantía otorgada a su favor para asegurar el reembolso de dichos importes, incluida las Garantías Reales (tal y como está definido en el apartado 8.2 de la Nota sobre los Valores).

***La Sociedad requiere una cantidad significativa de efectivo para atender el servicio de la deuda y para otros fines corporativos generales, y la capacidad para generar suficiente efectivo depende de muchos factores fuera del control de la Sociedad.***

La capacidad de la Sociedad para atender los pagos de intereses y del principal de la deuda a su vencimiento y para financiar el capital circulante y las inversiones, dependerán de su rentabilidad y de la capacidad de la Sociedad para generar suficiente efectivo. Ello depende, a su vez, en cierta medida, de factores económicos, financieros, competitivos, de mercado, legales, regulatorios y de otra naturaleza, muchos de los cuales están fuera del control de la Sociedad.

El negocio de NH puede no generar flujo de efectivo suficiente de las operaciones, y puede que la Sociedad no disponga de recursos propios ni pueda obtener financiación adicional por un importe suficiente para permitir atender las deudas a su vencimiento, incluidos los Bonos, o financiar otras necesidades de liquidez.

El Crédito Sindicado comprende un préstamo a plazo por importe de 133,3 millones de euros y líneas de crédito redisponebles (*revolving*, es decir, en las que el principal de la línea se puede amortizar y volver a disponer por la Sociedad libremente durante el plazo de la financiación) por importe de 66,7 millones de euros, que vencen el 8 de noviembre de 2017. Los Bonos Convertibles, por su parte, vencen el 8 de noviembre de 2018. Los Bonos, finalmente, vencen el 8 de noviembre de 2019.

Si los futuros flujos de efectivo de las operaciones y otros recursos de capital son insuficientes para hacer frente a sus obligaciones de pago a medida que vayan venciendo o para financiar sus necesidades de liquidez, la Sociedad se puede ver forzada a:

- reducir o retrasar sus operaciones e inversiones;
- vender activos;
- obtener financiación adicional o aumentar su capital; o
- reestructurar o refinanciar toda o parte de su deuda, incluidos los Bonos, a su vencimiento o con anterioridad a esa fecha.

La clase, el momento y las condiciones de una eventual financiación adicional dependerán de las necesidades de efectivo de NH y de las condiciones vigentes en los mercados financieros en ese momento. Es posible que no la Sociedad no pueda consumir ninguna de estas alternativas de manera en el momento necesario o en condiciones satisfactorias. Asimismo, las condiciones de la deuda, incluido el Crédito Sindicado, los Bonos y los términos y condiciones que rigen los Bonos Convertibles, y cualquier deuda futura que la Sociedad pueda asumir, pueden limitar la capacidad para emprender cualquiera de estas alternativas.

***A pesar del elevado endeudamiento actual, es posible que la Sociedad asuma más deuda en el futuro, incluida deuda garantizada con las Garantías Reales o de otro modo, lo que podría incrementar los riesgos del endeudamiento.***

Puede que la Sociedad asuma más deuda en el futuro. Aunque el Crédito Sindicado, el Contrato de Emisión de los Bonos y los términos y condiciones que rigen los Bonos Convertibles incluyen restricciones sobre la asunción de endeudamiento adicional por la Sociedad y sobre la constitución de garantías con respecto a él, estas restricciones están sujetas a un número de limitaciones y excepciones significativas y, en determinadas circunstancias, la cantidad de nueva deuda que NH podría asumir en cumplimiento de estas restricciones podría ser sustancial. Asimismo, el Crédito Sindicado, el Contrato de Emisión y los términos y condiciones que rigen los Bonos Convertibles no impiden a NH asumir obligaciones frente a terceros que, de acuerdo con esos contratos, no constituyan deuda. La Sociedad puede asumir deuda adicional en el futuro, garantizada por las Garantías Reales o de otro modo, que podría vencer antes que los Bonos, y dicha deuda podría estar garantizada al mismo nivel que los Bonos y las Garantías de los Bonos. Cualquier endeudamiento adicional que asumiese una filial No Garante gozaría estructuralmente de preferencia de cobro con respecto a los Bonos en relación con los activos de dicha filial. Si la Sociedad incrementase su endeudamiento por encima de los actuales niveles, aumentarían los riesgos a los que se enfrenta la Sociedad relacionados con su deuda.

***Las Líneas de Crédito Sénior devengarán intereses a tipos variables que podrían aumentar de manera significativa, lo que incrementaría los costes de intereses de éstos y de cualquier otra deuda con tipo de interés variable que se asuma, y esto podría afectar negativamente al flujo de efectivo y a la capacidad para refinanciar la deuda existente y adquirir activos.***

Las Líneas de Crédito Sénior devengan intereses a tipos variables equivalentes al EURIBOR, ajustado periódicamente, más un margen adicional. Estos tipos de interés podrían aumentar de manera significativa en el futuro. Cualquier aumento del tipo de interés aplicable a los préstamos en virtud del Crédito Sindicado reducirá los flujos de efectivo disponibles para otros fines corporativos, incluidas las inversiones en su cartera de hoteles. Asimismo, el aumento de los tipos de interés podría limitar la capacidad para refinanciar la deuda existente cuando venza y aumentar los costes de intereses de cualquier deuda que se refinance. Aunque se puedan celebrar oportunamente contratos tales como permutas financieras (*swaps*) de tipo de interés u otros contratos de cobertura del tipo de interés diseñados para fijar una parte de estos tipos variables, no existe ninguna garantía de que dichos contratos seguirán estando disponibles en condiciones comerciales razonables. Aunque estos contratos pueden reducir el efecto del aumento de

los tipos de interés, la Sociedad también se expone al riesgo de que otras partes de los contratos no cumplan o que los contratos no sean exigibles en sus propios términos. Si una o más de las contrapartes entran en concurso, las acciones que pueda ejercitar la Sociedad en virtud de los contratos de permuta financiera (*swaps*) pueden ser inútiles. Igualmente, en el caso de que la Sociedad refinancie la deuda o de otro modo resuelva los contratos de cobertura, puede que se le exija que realice pagos ligados a la resolución, lo que daría lugar a una pérdida. Asimismo, un aumento en los tipos de interés podría disminuir el importe que terceros están dispuestos a pagar por los activos de la Sociedad, limitando de este modo su capacidad para vender activos como parte de su estrategia de negocio.

***El Emisor depende de los pagos de sus filiales para realizar pagos con respecto a los Bonos, y puede que las filiales del Emisor no tengan permitido o no sean capaces de realizar pagos al Emisor.***

El Emisor es una sociedad cotizada en Bolsa matriz de un grupo de sociedades y que depende de la recepción de fondos suficientes de sus filiales para cumplir con sus obligaciones. Aunque las filiales del Emisor generen efectivo suficiente de sus operaciones, su capacidad para proporcionar fondos al Emisor está sujeta, entre otras cosas, a las restricciones fiscales y societarias de la legislación aplicable relacionadas con los beneficios, el nivel de reservas legales o estatutarias, las pérdidas de años anteriores, los requisitos de capital aplicables a las filiales del Emisor y las restricciones contractuales. Como resultado, aunque el Grupo pueda tener recursos suficientes, en base consolidada, para realizar los pagos necesarios al Emisor con el fin de que el Emisor cumpla con sus obligaciones, puede que las filiales de NH no puedan efectuar las transferencias de fondos necesarias para permitir al Emisor cumplir con sus obligaciones con respecto a los Bonos u otras. En particular, es posible que las filiales del Emisor no puedan proporcionar fondos a NH en algunas circunstancias. Estas circunstancias incluyen:

- restricciones en virtud de la legislación societaria de las jurisdicciones en las que se encuentran las filiales del Emisor, que podrían requerir, entre otras cosas, que sus filiales retengan un determinado porcentaje de sus beneficios netos anuales en una reserva legal, que sus filiales mantengan el capital social de una sociedad con responsabilidad limitada y que los fondos propios de la filial pertinente sean superiores a su capital social tras el pago de cualquier dividendo. Por ejemplo, la legislación española establece determinados requisitos de capital que limitan la capacidad de las filiales para distribuir dividendos o reservas libres al Emisor debido a restricciones que requieren, entre otras cosas, que cada una de las filiales españolas (i) destinen un importe, como mínimo, igual al 10% de sus beneficios netos anuales a la reserva legal hasta que dicha reserva represente, como mínimo, el 20% del capital social de dicha sociedad y (ii) que mantengan un patrimonio neto no inferior a su capital social una vez deducidos la distribución de beneficios y que se haya dotado la reservas de fondo de comercio correspondiente. Asimismo, los estatutos de cada una de las filiales españolas pueden contener previsiones sobre la necesidad de dotar reservas voluntarias adicionales antes de realizar cualquier distribución de fondos a la Sociedad;

- restricciones en virtud de normas de control de cambios que pudieran limitar o gravar la remesa de dividendos o la transferencia de fondos al Emisor por sus filiales extranjeras; y
- restricciones contractuales existentes y futuras, incluidas restricciones en acuerdos de *joint venture*, líneas de crédito, acuerdos de *cash pooling* y otras deudas que afecten a la capacidad de las filiales del Emisor para abonar dividendos o realizar otros pagos al mismo en el futuro. En particular, el préstamo de Banca IMI a NH Italia S.p.A. restringe los dividendos que pueden ser abonados por NH Italia S.p.A. al Grupo.

***No todas las filiales garantizan los Bonos, y cada uno de los Bonos y de las Garantías de los Bonos están subordinados estructuralmente a las obligaciones y acciones privilegiadas y sin voto (si las hubiera) de las filiales No Garantes***

No todas las filiales de la Sociedad existentes y futuras garantizarán los Bonos, como se señala en el apartado 8.1 de la Nota sobre Valores. A 31 de diciembre de 2013, la Sociedad tenía activos totales por un importe de 2.687,4 millones de euros y un endeudamiento bruto total de 879,3 millones de euros. Los Garantes comprendían a esa fecha el 38,1% de los activos totales y representaban el 63,4% y el 66,0% de la cifra de negocios y del EBITDA consolidado, respectivamente, del ejercicio 2013, excluyendo NH, y las Entidades Krasnapolsky Vendidas. El Emisor y los Garantes comprendían juntos el 48,6% de los activos totales de la Sociedad a 31 de diciembre de 2013 y representaban el 63,9% y el 26,9% de la cifra de negocios y EBITDA, respectivamente, del ejercicio 2013, excluyendo las Entidades Krasnapolsky Vendidas. Asimismo, las filiales No Garantes del Emisor tenían 198 millones de euros de endeudamiento a 31 de diciembre de 2013, en base consolidada.

El 15 de abril de 2014 Intesa, S.p.A. y NH alcanzaron un acuerdo para la aportación por Intesa, S.p.A. de su participación del 44,5% del capital de NH Italia S.p.A. (“**NH Italia**”) a NH como contraprestación de un aumento de capital no dinerario de la Sociedad (véase el apartado 12 de la Nota de Valores). Una vez que NH Italia pase a ser una sociedad filial al 100% de NH, el Contrato de Emisión y el Crédito Sindicado prevén que NH Italia y cada una de sus filiales íntegramente participadas pasen a ser Garantes de ambas financiaciones. Considerando a NH Italia y sus filiales al 100%, a 31 de diciembre de 2013 los Garantes hubieran comprendido el 68.8% de los activos totales y hubieran representado el 84.8% y el 93.1%, respectivamente, de la cifra de negocios y del EBITDA consolidado, respectivamente, del ejercicio 2013, excluyendo NH y las Entidades Krasnapolsky Vendidas. El Emisor y los Garantes. Del mismo modo, teniendo en cuenta a NH Italia y sus filiales al 100%, el Emisor y los Garantes comprendían juntos el 74,1% de los activos totales de la Sociedad a 31 de diciembre de 2013 y representaban el 85,0% y el 85,2% de la cifra de negocios y EBITDA, respectivamente, del ejercicio 2013, excluyendo las Entidades Krasnapolsky Vendidas.

Las filiales No Garantes no tienen ninguna obligación de realizar pagos con respecto a los Bonos o de poner a disposición fondos para dicho fin. Normalmente, los créditos de los acreedores de una filial No Garante, incluidos los acreedores comerciales, y los créditos de los titulares de acciones privilegiadas y sin voto de las filiales con preferencia en la liquidación, si los hubiera, tendrán prioridad con respecto a los activos y ganancias de la filial sobre los créditos de los acreedores del Emisor, incluidos los créditos en virtud de

cualesquiera préstamos entre sociedades y los de los titulares de los Bonos en virtud de las Garantías de los Bonos. En el caso de que alguna de las filiales No Garantes resultase insolvente, se liquidase, se reestructurase o se disolviese como consecuencia de su insolvencia:

- los acreedores del Emisor, incluidos los titulares de los Bonos, y los Garantes no tendrán ningún derecho a proceder contra los activos de la filial No Garante; y
- los acreedores de la filial No Garante, incluidos los acreedores comerciales, tendrán, normalmente, derecho al cobro en su totalidad del producto de la venta u otra enajenación de los activos de la filial No Garante antes de que un Garante o el Emisor, como accionista directo o indirecto, tenga derecho a recibir alguna distribución de la filial No Garante.

Por consiguiente, cualquier crédito de la Sociedad o de sus acreedores frente a una filial No Garante estará estructuralmente subordinado a todos los créditos de los acreedores de la filial No Garante.

***Los Bonos y las Garantías de los Bonos están garantizados solamente en la medida del valor de las Garantías Reales, cuyo valor puede no ser suficiente para satisfacer íntegramente las obligaciones de pago en virtud de los Bonos y de las Garantías de los Bonos.***

Los Bonos y las Garantías de los Bonos están garantizados por las Garantías Reales, que también garantizan, con el mismo rango, el Crédito Sindicado. Con sujeción a determinadas limitaciones, el Crédito Sindicado y el Contrato de Emisión permiten que las Garantías Reales garanticen deuda adicional, y dicha deuda garantizada adicional puede ser de importe relevante. Los derechos de un titular de Bonos sobre las Garantías Reales pueden verse diluidos por un aumento de la deuda garantizada por las Garantías Reales o por una reducción de las Garantías Reales que garanticen los Bonos.

Si se produce un Supuesto de Incumplimiento, tal y como se define en el apartado 4.7.7 de la Nota sobre Valores, con respecto a los Bonos, no existe ninguna garantía de que el producto de la ejecución de las Garantías Reales sea suficiente para satisfacer los importes adeudados en virtud de los Bonos, así como las otras deudas garantizadas por las Garantías Reales con el mismo rango, incluido el Crédito Sindicado. Si el producto de la ejecución de las Garantías Reales no es suficiente para reembolsar todos los importes debidos con respecto a los Bonos y a las Garantías de los Bonos, los inversores tendrán un crédito no garantizado especialmente por la diferencia sobre los restantes activos del Emisor y de los Garantes. Cada uno de estos factores o cualquier impugnación sobre la validez de las Garantías Reales o del Acuerdo entre Acreedores podrían reducir el producto de la ejecución de las Garantías Reales (véase en relación con el Acuerdo entre Acreedores el apartado 9.4 de la Nota sobre Valores). El producto de la ejecución de las Garantías Reales, o de la enajenación de los activos del Emisor y los Garantes en caso de liquidación, dependerá de muchos factores, incluidos, entre otros, la capacidad para ejecutar las Garantías Reales de forma ordenada y eficiente en interés de los acreedores y del deudor, las condiciones económicas en las que se puedan pactar las operaciones de venta de activos y la disponibilidad de compradores. Asimismo, puede no haber ningún comprador capaz y dispuesto a comprar el negocio de la Sociedad o de las filiales cuyas acciones se han pignorado en garantía de los Bonos y del Crédito Sindicado, ya sea

individual o colectivamente. No debe confiarse en el valor contable de las Garantías Reales como indicador del posible valor de realización de dichos activos. Asimismo, todos o parte de los activos que constituyen el objeto de las Garantías Reales puede carecer de liquidez y puede no tener un valor de mercado fácilmente comprobable. La Sociedad no puede asegurar que existirá mercado para absorber la ejecución de las Garantías Reales o si, dicho mercado existe, que no exista un retraso sustancial en su ejecución. Las Prendas de Acciones pueden carecer de valor si la filial, cuyas acciones han sido pignoradas, está sujeta a un procedimiento de insolvencia.

Asimismo, el negocio de la Sociedad requiere una variedad de permisos y licencias. El funcionamiento continuado de los bienes que constituyen parte de las Garantías Reales y que dependen del mantenimiento de los permisos y licencias puede verse prohibido o restringido. En el caso de ejecución hipotecaria de bienes inmuebles, los permisos y licencias para el desarrollo de la actividad hostelera llevada a cabo en ellos pueden ser revocados o no autorizarse su transmisión al adjudicatario del inmueble, o puede requerir que la Sociedad incurra en costes y gastos significativos. Asimismo, no es posible asegurar que las autoridades gubernamentales correspondientes consientan la cesión de todos los permisos y licencias. Si no se obtienen las aprobaciones reglamentarias requeridas para las cesiones o estas se retrasan o se ven impedidas por consideraciones económicas, la ejecución de las Garantías reales puede retrasarse, se puede producir una interrupción temporal o indefinida de las operaciones y el valor de las Garantías Reales puede disminuir de manera significativa.

En el futuro, la obligación de constituir garantías adicionales personales y reales, ya sea como resultado de la adquisición de activos o de la creación de filiales, y la designación de una filial no restringida previamente como una filial restringida, está sujeta a los Principios de Garantía Acordados y al Acuerdo entre Acreedores. Los Principios de Garantía Acordados establecen una serie de limitaciones sobre los derechos de los titulares de los Bonos para exigir la constitución, la ejecución o el pago de una garantía en determinadas circunstancias. El funcionamiento de los Principios de Garantía Acordados puede dar lugar, entre otras cosas, a que el importe recuperable en virtud de una garantía constituida por cualquier filial sea limitado o que no se pueda constituir una garantía sobre un tipo o clase particular de activo. En consecuencia, los Principios de Garantía Acordados pueden afectar al valor de las Garantías de los Bonos y de las Garantías Reales que constituyen la Sociedad y sus filiales. La validez y la ejecutabilidad de las Garantías de los Bonos y de las Garantías Reales pueden verse afectadas también por limitaciones de la legislación local (como se describe en detalle en el Factor de Riesgo “*Las Garantías de los Bonos y los derechos reales de garantía sobre las Garantías Reales están limitados de manera significativa por las leyes aplicables y están sujetas a determinadas limitaciones en su ejecución o en su alegaciones*”).

Los bienes inmuebles hipotecados se encuentran en España y en los Países Bajos, y las Prendas de Acciones incluyen acciones de filiales constituidas en Bélgica, Países Bajos y España. La naturaleza multinacional de la ejecución hipotecaria de las Garantías Reales puede limitar el valor realizable de estas. Por ejemplo, las normas en materia de insolvencia, quiebra o similar de las diferentes jurisdicciones pueden ser muy diferentes entre sí, o entrar en conflicto, en materias tales como los derechos de los acreedores, la prelación de los créditos o la duración de los procedimientos.

***Puede que el cumplimiento por parte de la Sociedad de algunos de los pactos en virtud del Contrato de Emisión se teste transcurrido un importante periodo de tiempo desde la última valoración de las Garantías Reales y, por lo tanto, el cumplimiento de la Sociedad de los pactos establecidos en el Contrato de Emisión puede basarse en una valoración que no refleje el valor real actual de las Garantías Reales.***

La Sociedad proporcionará al *Trustee*, dentro de los 180 días siguientes al cierre de cada ejercicio durante la vida de la emisión, un informe de tasación preparado por una firma de tasación independiente sobre el valor de mercado de las Garantías Reales referido a la finalización del ejercicio aplicable. La Sociedad también puede proporcionar al *Trustee* informes de tasación adicionales eventualmente a lo largo del año (véase sobre los informes de tasación el punto (K) del apartado 4.7.6 de la Nota sobre los Valores). Las valoraciones, junto con otra información financiera de la Sociedad, se utilizarán para determinar si se cumple el ratio *loan to value* o LTV (calculado como la relación del importe nominal agregado de la deuda garantizada por las Garantías Reales con respecto al valor de mercado de las Garantías Reales determinado según la Escritura de Emisión) que permita a NH liberar parcialmente las Garantías Reales. Por tanto, el cumplimiento por parte de la Sociedad del ratio LTV se comprobará un tiempo después de la valoración más reciente de las Garantías Reales, y consecuentemente, el valor razonable de las Garantías Reales en ese momento puede ser sustancialmente diferente del valor reflejado en la tasación. Las Garantías Reales pueden quedar parcialmente liberadas si, entre otras cosas, la ratio LTV del Emisor en la fecha de liberación de Garantías Reales no es superior al 55% (para más información, véase el apartado 9.2.2 de la Nota sobre Valores “*Liberación de Derechos Reales de Garantía*”).

***Puede ser difícil realizar el valor de las Garantías Reales que asegura los Bonos.***

Las Garantías Reales que garantizan los Bonos están sujetas a cualesquiera excepciones, gravámenes, y otras cargas permitidas en virtud del Crédito Sindicado, el Contrato de Emisión y el Acuerdo entre Acreedores. La existencia de dichas excepciones, gravámenes y otras cargas podría afectar negativamente al valor de las Garantías Reales que garantizan los Bonos, así como a la capacidad del Agente de Garantía de realizar o ejecutar las Garantías Reales. Asimismo, la prelación de los derechos reales de garantía puede verse afectada por una serie de factores, incluidos, entre otros, la satisfacción de los requisitos de perfección en el momento oportuno, gravámenes legales, ciertos privilegios legales y la recalificación en virtud de las leyes de determinadas jurisdicciones.

En la medida en que los gravámenes, los derechos reales de garantía y otros derechos constituidos en favor de terceros graven activos de los Garantes cuyas acciones forman parte de las Garantías Reales, estos terceros tienen derechos y pueden ejercitar acciones con respecto al bien sujeto a los gravámenes, derechos reales de garantía u otros derechos que pudieran afectar negativamente al valor de las Garantías Reales y a la capacidad del Agente de Garantía, que actúa en nombre del *Trustee* o de los inversores como titulares de los Bonos, para ejecutar las Garantías Reales. En particular, las Garantías Reales de Acciones incluye una pignoración de las acciones representativas del 89,3% del capital social de Sotogrande, S.A. Determinados bienes de Sotogrande, S.A han sido financiados

mediante préstamos con garantía hipotecaria, que constituyen un gravamen sobre dichos bienes a favor de los prestamistas de dichos préstamos hipotecarios.

Los derechos reales de garantía del Agente de Garantía estarán sujetos a los problemas prácticos normalmente asociados con la ejecución de derechos reales de garantía tales como las Garantías Reales, sin que pueda garantizarse la realización de los bienes que constituyen las Garantías Reales. Por ejemplo, la ejecución de las Prendas de Acciones, ya sea mediante una venta, una subasta pública o mediante apropiación judicial o privada, puede estar sujeta a determinados requisitos específicos, y el Agente de Garantía puede necesitar obtener el consentimiento de un tercero para ejecutar un derecho real de garantía o para nombrar un experto independiente para que evalúe el valor de las Garantías Reales. El Agente de Garantía podría no obtener el consentimiento del tercero, o bien el tercero podría no prestar su consentimiento a la ejecución de los bienes objeto de las Garantías Reales. Consecuentemente, el Agente de Garantía puede no ser capaz de ejecutar tales activos y el valor de las Garantías Reales puede disminuir de manera significativa.

***Los titulares de los Bonos no controlarán determinadas decisiones relativas a las Garantías Reales.***

Los Bonos estarán garantizados por las mismas Garantías Reales que aseguran las obligaciones del Crédito Sindicado. Asimismo, en virtud de los términos del Contrato de Emisión, NH podrá tomar deuda adicional significativa y asumir otras obligaciones que pueden ser garantizadas por las mismas Garantías Reales.

Conforme al Acuerdo entre Acreedores, el Agente de Garantía tiene las Garantías Reales compartidas por los acreedores del Crédito Sindicado y los titulares de los Bonos. Con sujeción a determinadas excepciones, el Agente de Garantía actuará con respecto a las Garantías Reales solamente bajo la dirección de un “Grupo Instructor”, compuesto por aquellos acreedores titulares de más de dos terceras partes del importe principal conjunto adeudado por NH bajo el Crédito Sindicado y los Bonos. Los titulares de los Bonos en conjunto representan actualmente aproximadamente el 59,6% del importe principal conjunto adeudado por NH bajo el Crédito Sindicado y los Bonos y, por lo tanto, no alcanzan el porcentaje de crédito suficiente para constituir un “Grupo Instructor”.

***Los derechos reales de garantía de las Garantías Reales no se constituyen directamente en favor de los titulares de los Bonos.***

Los derechos reales de garantía de las Garantías Reales que garantizan, entre otras obligaciones, las obligaciones del Emisor, en virtud de los Bonos, y las obligaciones de los Garantes, en virtud de las Garantías de los Bonos, no se constituyen directamente en favor de los titulares de los Bonos, sino que se constituyen solamente en favor del Agente de Garantía, en nombre del *Trustee* y de los titulares de los Bonos, de conformidad con el Contrato de Emisión, el Acuerdo entre Acreedores y los Documentos de Garantía relacionados con las Garantías Reales. Como consecuencia de ello, los titulares de los Bonos no tendrán derechos reales de garantía directos y no tendrán derecho a adoptar medidas de ejecución de las Garantías Reales salvo a través del *Trustee*, que, con sujeción a las disposiciones del Contrato de Emisión y el Acuerdo entre Acreedores, proporcionará instrucciones al Agente de Garantía con respecto a las Garantías Reales

(véase sobre estas cuestiones el apartado 9.2.1 “*Administración de las Garantías Reales y ejecución de los Gravámenes*” de la Nota sobre Valores).

Asimismo, los titulares de los Bonos no podrán dar instrucciones al Agente de Garantía, forzar la ejecución de las Garantías Reales o ejercitar, de cualquier otro modo y de manera independiente, las acciones de un acreedor garantizado en virtud de los Documentos de Garantía pertinentes, salvo que los titulares de los Bonos constituyan un Grupo Instructor. Pueden producirse litigios entre los titulares de los Bonos y los acreedores en virtud del Crédito Sindicado relativos a las acciones y estrategias de ejecución con respecto a las Garantías Reales. En dicho caso, los titulares de los Bonos estarán vinculados a cualesquiera decisiones del Grupo Instructor, que puedan dar lugar a la ejecución de las Garantías Reales tanto si estos aprueban dicha acción como si la desaprueban, y con independencia de que pueda ser perjudicial para los titulares de los Bonos. Los acreedores en virtud del Crédito Sindicado pueden tener intereses que sean diferentes de los intereses de los titulares de los Bonos, y pueden ejercitar sus prerrogativas en virtud de los Documentos de Garantía en un momento o de una forma que resulte desventajosa para los titulares de los Bonos.

Adicionalmente, si el Agente de Garantía vende parte de las Garantías Reales como resultado de una ejecución de conformidad con el Acuerdo entre Acreedores, las reclamaciones en virtud de los Bonos y las Garantías de los Bonos y los gravámenes sobre cualesquiera otros activos que aseguran los Bonos y las Garantías de los Bonos podrán verse liberadas (véase el apartado 9.2.2 “*Liberación de Derechos Reales de Garantía*”).

***El Emisor y los Garantes tienen el control sobre las Garantías Reales que garantiza los Bonos, y la venta de determinados activos podría reducir el conjunto de activos que aseguran los Bonos.***

Los Documentos de Garantía permiten al Emisor y a los Garantes mantener el control de los bienes objeto de las Garantías Reales, operarlos y cobrar, invertir y disponer de cualquier ingreso, dividendo u otra distribución generado por ellos. Mientras que no se produzca ningún incumplimiento o supuesto de incumplimiento en virtud del Contrato de Emisión, el Emisor y los Garantes podrán, de conformidad con el Contrato de Emisión, sin consentimiento del Agente de Garantía, llevar a cabo las actividades ordinarias con respecto a los bienes objeto de las Garantías Reales. Asimismo, como parte de su giro ordinario y de su estrategia, la Sociedad gestiona activamente su cartera de hoteles.

Como consecuencia de ello, sin perjuicio de determinadas limitaciones dispuestas en el Contrato de Emisión (incluido el requisito de que no se supere una ratio determinada de deuda *pari passu* garantizada por las Garantías Reales con respecto al valor de mercado de las Garantías Reales, calculada de conformidad con las condiciones del Contrato de Emisión), NH podría vender o disponer de otro modo de determinados bienes que constituyen el objeto de las Garantías Reales, y los gravámenes con respecto a dichos activos quedarían liberados, de forma que el valor de las Garantías Reales puede verse reducido con el paso del tiempo, lo que podría perjudicar la probabilidad de cobro por los titulares del principal y los intereses adeudados por NH bajo los Bonos.

***Existen circunstancias distintas del reembolso de los Bonos en virtud de los cuales se liberará automáticamente (sin el consentimiento de los titulares de los Bonos o el consentimiento del Trustee) el derecho real de garantía sobre las Garantías Reales que garantizan los Bonos y las Garantías de los Bonos.***

El derecho real de garantía sobre las Garantías Reales que garantiza los Bonos y las Garantías de los Bonos puede quedar liberado en determinadas circunstancias, incluido en el caso de que se ejecuten las Garantías Reales, de conformidad con el Acuerdo entre Acreedores. Tras la ejecución de las Garantías Reales, de conformidad con el Acuerdo entre Acreedores, las Garantías de los Bonos del Garante también pueden quedar liberadas. Asimismo, la Sociedad puede disponer de los bienes objeto de las Garantías Reales oportunamente y liberar la garantía sobre dicho bien con sujeción a, entre otros requisitos, que la ratio LTV en la fecha de liberación no sea superior al 55% (véase el apartado 9.2.2 “*Liberación de los Derechos Reales de Garantía*”).

***La ejecución de las Garantías Reales puede verse afectada por las restricciones previstas por la legislación española.***

La legislación concursal española impone una suspensión de las facultades de ejecución de los acreedores garantizados con garantías reales en el caso de insolvencia del deudor.

El artículo 5bis de la Ley 22/2003, de 9 de julio. Concursal (la “**Ley Concursal**”), establece que si un deudor comunica al juzgado de lo mercantil que, estando en situación de insolvencia actual o inminente, ha iniciado negociaciones con sus acreedores para obtener su respaldo (i) a un acuerdo de refinanciación de los previstos en el artículo 71.bis.1 de la Ley Concursal, (ii) a la homologación judicial de un acuerdo de refinanciación conforme a la Disposición Adicional Cuarta de la Ley Concursal, o (iii) una propuesta anticipada de convenio de acreedores, dispone de un período de tres meses durante los cuales su obligación de presentar la solicitud de declaración de concurso voluntario de acreedores queda en suspenso y de un mes adicional para presentar dicha solicitud, siempre que presente dicha comunicación al juzgado dentro de los dos meses siguientes a devenir insolvente. Desde la fecha de dicha comunicación y durante dicho período de pre-concurso, no pueden iniciarse procesos judiciales para la ejecución de activos necesarios para la continuidad de la actividad empresarial del deudor, y los procesos iniciados con anterioridad a esa comunicación quedarán en suspenso. Adicionalmente, no se podrán iniciar acciones individuales de ejecución por parte de acreedores (y las iniciadas quedarán en suspenso) siempre que se acredite que acreedores titulares del 51% de los créditos frente al deudor respaldan el comienzo de negociaciones con el deudor para acordar un acuerdo de refinanciación hubieran pactado no entablar acciones de ejecución entretanto. Lo dispuesto anteriormente no impedirá que los acreedores con garantía real ejecuten sus garantías sin perjuicio de que, una vez iniciado el procedimiento, quede paralizado mientras no hayan transcurrido los plazos antes indicados.

Una vez que el deudor sea declarado insolvente, la ejecución de los derechos reales de garantía sobre activos del deudor necesarios para el desarrollo de su actividad empresarial se paraliza hasta que se produce lo primero de lo siguiente: (a) la aprobación de un convenio de acreedores, salvo que el convenio de acreedores haya sido aprobado por los acreedores garantizados, en cuyo caso registrará lo previsto al respecto en dicho convenio o

(b) haya transcurrido un año desde la declaración de concurso sin que se haya producido la apertura de liquidación. La ejecución se paralizará incluso si en el momento de la declaración de insolvencia se han publicado las notificaciones anunciando la subasta pública. La paralización podrá levantarse si el juez que entiende de los procedimientos de insolvencia determina que el bien no es necesario para las actividades empresariales del deudor y no es necesario para la supervivencia del negocio del deudor. En particular, no se considerarán necesarias para la continuación de la actividad las acciones o participaciones de sociedades destinadas en exclusiva a la tenencia de un activo y del pasivo necesario para su financiación, siempre que la ejecución de la garantía constituida sobre las mismas no suponga causa de resolución o modificación de las relaciones contractuales a las que, estando sujeta la referida sociedad, permitan al deudor mantener la explotación del activo. Finalmente, la ejecución de las Garantías Reales estará sujeta a la normativa española y a la legislación española en materia de insolvencia, cuando proceda, lo que puede conllevar retrasos en la ejecución.

Asimismo, la ejecución de un derecho real de garantía podría verse retrasada o incluso denegada si el tribunal pertinente o, en el caso de una ejecución notarial, el Notario pertinente, considera que la obligación garantizada contiene disposiciones abusivas.

En el caso de hipotecas de bienes inmuebles, para la ejecución puede requerirse que al menos tres cuotas hayan quedado sin pagar o que el deudor haya incumplido sus obligaciones de pago durante un período de tres meses, como mínimo. Estas previsiones han sido adoptadas recientemente y, por lo tanto, no existe actualmente jurisprudencia relevante que las aplique o interprete.

Los titulares de los Bonos no tendrán ninguna facultad independiente para ejecutar las Garantías Reales que garantizan los Bonos, salvo mediante el Agente de Garantía, quien las ejecutará exclusivamente siguiendo las instrucciones del Grupo Instructor. Dado que la legislación española no contempla el concepto de “agente de garantía”, existe incertidumbre con respecto a si un tribunal español reconocería la autoridad del Agente de Garantía y sobre si ello podría ocasionar retrasos en la ejecución de las Garantías Reales o impedir su ejecución en los términos contemplados en los Documentos de Garantía. Algunos juristas entienden que un agente de garantía sólo tendría derecho a ejecutar las garantías reales por su parte de la obligación garantizada pero no en cuanto a la parte de la obligación garantizada correspondiente al resto de acreedores. Por consiguiente, se hace notar que la validez y la ejecutabilidad de las Garantías Reales otorgadas a favor de los titulares de los Bonos a través del Agente de Garantía pueden estar sujetos a determinadas limitaciones.

***La ejecución de las Garantías Reales puede estar restringida por la legislación holandesa.***

En el caso de que se declare una quiebra (*faillissement*) o una suspensión de pagos (*surseance van betaling*) en los Países Bajos con respecto a una persona que sea titular de bienes que constituyen las Garantías Reales, el Agente de Garantía tendrá derecho a ejercitar los derechos reconocidos en favor de una persona que tenga una garantía real holandesa (bien una prenda (*pandrecht*) o una hipoteca (*hypotheek*)) sobre dichos bienes como si no hubiera quiebra o suspensión de pagos. Sin embargo, dicha quiebra o suspensión de pagos afectaría a la posición del Agente de Garantía como acreedor garantizado en ciertos aspectos, los más importantes son: (i) el tribunal competente

puede, como norma general, establecer un periodo de hasta cuatro meses durante el cual el Agente de Garantía no podrá, sin el consentimiento del tribunal, (a) reclamar el bien que constituye las Garantías Reales si este está bajo el control (*in de macht van*) de la persona que es titular del bien o, en el caso de quiebra, del síndico de la quiebra (*curator*) o (b) dirigirse contra el bien y (ii) un síndico de la quiebra podrá (x) conceder al Agente de Garantía un periodo razonable para ejercer sus derechos y (y) si el Agente de Garantía no logra vender el bien dentro de este periodo, reclamar el bien y venderlo, sin perjuicio del derecho del Agente de Garantía a recibir el producto de la venta, neto de la parte proporcional de los gastos de quiebra que los acreedores garantizados deban soportar y teniendo en cuenta el rango del Agente de Garantía.

La ejecución de un derecho de garantía holandés (incluida la percepción del producto de la realización del bien objeto de la garantía) está sujeta a la legislación holandesa. En virtud de la legislación holandesa, en principio, un derecho de garantía se ejecuta mediante una subasta pública del bien objeto de la garantía. Las acciones de una sociedad privada holandesa con responsabilidad limitada (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*) pueden ser transferidas solamente como consecuencia de la ejecución de la garantía conformidad con la legislación holandesa y los estatutos de la sociedad emisora de las acciones pignoradas vigentes en el momento de la ejecución.

El Agente de Garantía o, en el caso de que el derecho de garantía sea una hipoteca (*hypoteek*), el deudor hipotecario podrá solicitar al tribunal competente que apruebe una venta privada del bien sujeto al derecho real de garantía. En caso de bienes pignorados (pero no bienes hipotecados), el Agente de Garantía y el deudor pignoraticio pueden acordar un método alternativo de venta del bien, una vez que la prenda devenga ejecutable. El Agente de Garantía también puede solicitar al tribunal competente que determine que un bien pignorado se valore por un precio determinado por el tribunal.

***La ejecución de las Garantías Reales puede estar restringida por la legislación belga.***

Los titulares de los Bonos no tendrán ningún poder independiente para ejecutar las Garantías Reales que garantiza los Bonos, salvo a través del Agente de Garantía, quien las ejecutará exclusivamente siguiendo las instrucciones del Grupo Instructor. La Ley belga sobre Garantías Financieras, de 15 de diciembre de 2004, reconoce expresamente la validez y la ejecutabilidad con respecto a terceros de prendas sobre instrumentos financieros constituidas por un agente de garantía que actúe para uno o más beneficiarios cuando la identidad de los beneficiarios puede ser determinada conforme al contrato de garantía.

***Las Garantías de los Bonos y los derechos reales de garantía de las Garantías Reales están limitados de manera significativa por las leyes aplicables y están sujetos a determinadas restricciones en su ejecución así como a la posibilidad de oposición de excepciones.***

Los Garantes garantizarán el pago de los Bonos según lo descrito en el apartado 8.1 de la Nota sobre Valores “*Las Garantías de los Bonos*”. Las Garantías de los Bonos proporcionan a los titulares de los Bonos una acción directa contra cada Garante. Sin embargo, las obligaciones de cada Garante en virtud de su Garantía de los Bonos está limitada en virtud del Contrato de Emisión a un importe que ha sido determinado con el fin de garantizar que: (i) no se infrinjan las normas relativas al interés social, a los

negocios en fraude de acreedores, a la capitalización y subcapitalización, a la preservación del capital, al objeto social, a la prohibición de asistencia financiera, a las operaciones rescindibles por lesión, etc. (en virtud de las cuales se establece, entre otras cuestiones, que los riesgos asociados a la garantía prestada por una Garante de la deuda de NH deben ser razonables y deben estar justificados económica y operativamente desde la perspectiva del Garante); o (ii) ocasionen que el Garante sea considerado insolvente en virtud de la ley aplicable; o (iii) dichas Garantías de Bonos sean consideradas nulas y no exigibles; o (iv) ocasionen que se considere que los administradores de dicho Garante incumplen la legislación mercantil aplicable a la prestación de dichas Garantías de los Bonos. Si no se observan estas limitaciones, las Garantías de los Bonos y la constitución de derechos reales de garantía por parte de los Garantes podrían estar sujetas a impugnación judicial.

La ejecución de las Garantías de los Bonos frente a cualquier Garante estará sujeta a las excepciones que puedan invocar los Garantes en sus respectivas jurisdicciones. Aunque las leyes difieren entre jurisdicciones, en general, en virtud de las normas sobre insolvencia, negocios en fraude de acreedores y otras, un tribunal podría subordinar, anular o invalidar todas o parte de las obligaciones de un Garante en relación con las Garantías y/o las Garantías Reales de los Bonos. Si dicha decisión judicial se produjera después del pago por el Garante del importe adeudado por NH en virtud de la Garantía de los Bonos o de la aplicación del producto de la ejecución de la Garantía Reales a la satisfacción de dicha deuda, podría requerir que el receptor devuelva el pago al Garante o al deudor hipotecario o pignoraticio, o tomar otras medidas que sean perjudiciales para el inversor. Normalmente este ocurrirá si el tribunal considera que:

- el importe pagado o pagadero en virtud de la Garantía de los Bonos o el producto de la ejecución de la Garantía Real superan el importe máximo permitido en virtud de la legislación aplicable;
- la Garantía o las Garantías Reales de los Bonos se prestaron con la intención de dar preferencia a un acreedor frente a otro, obstaculizar, subordinar o defraudar a acreedores o accionistas del Garante o del deudor hipotecario o pignoraticio o, en determinadas jurisdicciones, incluso cuando el receptor simplemente fuese consciente, o hubiera debido serlo, de que el Garante o el deudor hipotecario o pignoraticio era insolvente cuando prestó o constituyó la Garantía o las Garantías Reales de los Bonos.
- el Garante o el o el deudor hipotecario o pignoraticio no recibió una contraprestación razonable o un valor o beneficio corporativo razonablemente equivalente a la carga que representan la Garantía y/o las Garantías Reales de los Bonos o el sujeto que constituyó la garantía: (i) era insolvente o llegaría a ser insolvente de atender al cumplimiento de la Garantía o de las Garantías Reales de los Bonos; (ii) tenía unos recursos propios insuficientes o sus fondos propios se verían reducidos por debajo de la cifra de capital social debido a la Garantía y/o a las Garantías Reales de los Bonos; o (iii) tenía la intención de asumir deuda más allá de su capacidad para pagarla a su vencimiento; o
- las Garantías y/o las Garantías Reales de los Bonos excedían el objeto social del Garante o del deudor hipotecario o pignoraticio o su constitución no fue conforme con el interés social de estos sujetos.

Como consecuencia de ello, la responsabilidad de un Garante o deudor hipotecario o pignoraticio en virtud de las Garantías de los Bonos podría verse sustancialmente reducida o eliminada dependiendo de los importes de sus otras obligaciones con terceros y de las leyes aplicables. En particular, en determinadas jurisdicciones, una garantía constituida por una sociedad puede no ser válida ni exigible si se entiende que no es conforme con el interés social de la sociedad o representa una carga que excede del beneficio que recibe la sociedad de su prestación. Es posible que un Garante, un deudor hipotecario o pignoraticio, un acreedor o el administrador concursal de cualquiera de los anteriores, en el caso de que un Garante o un deudor hipotecario o pignoraticio devenga insolvente, pueda impugnar la validez y la exigibilidad de las respectivas Garantías y/o Garantías Reales de los Bonos y que el tribunal competente pueda determinar que estas deben ser limitadas o anuladas. En el caso de que alguna Garantía o Garantía Real de Bonos sea declarada nula o no exigible, en su totalidad o en parte, o en la medida en que se apliquen las limitaciones expresamente establecidas en las Garantías y Garantías Reales de los Bonos, los Bonos no estarían garantizados por dichas Garantías y Garantías Reales de los Bonos o lo estarían sólo hasta el importe de dicho límite. Para obtener más información sobre las limitaciones específicas establecidas por la ley conforme a la que se hayan constituido los Garantes y determinadas limitaciones contractuales establecidas en el Contrato de Emisión.

#### *Legislación española*

La legislación española puede limitar la capacidad de los Garantes para garantizar los Bonos o de los deudores hipotecarios o pignoraticios para prestar las Garantías Reales. La jurisprudencia española reciente indica, y algunos juristas así lo entienden, que el riesgo asociado a una garantía o el valor de un derecho real de garantía otorgado por un garante español para garantizar deuda asumida por otras sociedades de su grupo, debe estar razonable, económica y operativamente justificada desde la propia perspectiva del garante o deudor hipotecario o pignoraticio y justificado de conformidad con su interés social. Además, cualquier garantía, prenda o hipoteca, por lo general, deberá garantizar una obligación principal de la que es accesoria. Esto significa que la obligación principal debe estar claramente identificada en el contrato de garantía y que la nulidad o extinción de la obligación principal supone la nulidad o extinción de la garantía accesoria. Por consiguiente, si la obligación principal se considera nula, la garantía personal o real también será considerada nula.

Además, de conformidad con el principio de especialidad, un derecho real de garantía solo puede garantizar una obligación principal, junto con sus obligaciones accesorias (p. ej. intereses y costas). Por lo tanto, cuando hay múltiples obligaciones principales con respecto a diferentes acreedores, como los acreedores del Crédito Sindicado y los titulares de los Bonos, debe haber, al menos, un derecho real de garantía para cada obligación principal que se vaya a garantizar. Asimismo, aunque se reconozcan múltiples hipotecas sobre el mismo bien que garanticen distintas obligaciones, la legislación española no reconoce expresamente la existencia de dos o más prendas sobre el mismo bien. No obstante, la existencia de dos o más prendas sobre las mismas acciones se ha convertido en una práctica habitual en el mercado español y es generalmente aceptada por los juristas aunque no existe jurisprudencia que apoye la exigibilidad de dichas prendas.

Por otra parte, las obligaciones y responsabilidades de una entidad Garante que constituya un derecho real de garantía en favor de los titulares de los Bonos no se pueden ampliar a cualquier obligación que, en caso de asumirse, pudiera constituir un incumplimiento de la normativa española de asistencia financiera. En el caso de las sociedades anónimas u otras sociedades del mismo grupo y en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, de conformidad con esta normativa, una sociedad española no puede generalmente anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías o derechos reales de garantía ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera en relación con la adquisición de sus propias acciones o aquellas de su sociedad matriz. Cualquier garantía o derecho real de garantía constituido incumpliendo estas disposiciones podrá considerarse nulo de pleno derecho. No hay procedimientos de dispensa disponibles en España.

De conformidad con la legislación española, las acciones pueden prescribir (el plazo de prescripción general es de 15 años para las obligaciones personales) o pueden ser estar sujetas a excepciones de compensación o reconversión.

Por los términos “exigible”, “exigibilidad”, “válido”, “legal”, “vinculante” y “efectivo” o cualquier otra combinación de los mismos, se entenderá que todas las obligaciones asumidas por una parte en virtud de los documentos pertinentes son de un tipo de las que son normalmente ejecutadas por los tribunales españoles. Sin embargo, estos términos no implican que estas obligaciones se vayan a ejecutar necesariamente en todas las circunstancias de conformidad con sus términos. Su ejecución judicial estará, en cualquier caso, sujeta a:

- Los tipos de acciones judiciales disponibles; y
- la capacidad del Garante o deudor hipotecario o pignoraticio de oponer excepciones como la compensación, el fraude de ley, el abuso de derecho, la fuerza mayor, el caso fortuito, vicios del consentimiento o la reconversión.

Asimismo, algunos Garantes son concesionarios de una concesión administrativa. La ejecución de dichas concesiones administrativas como resultado de la ejecución de las Garantías de los Bonos frente a cualquiera de los Garantes mencionados requerirá el consentimiento previo de la autoridad concedente. Si no se obtiene dicho consentimiento, el acreedor no podrá ejecutar su crédito contra dicha concesión administrativa y el Garante seguirá siendo el titular de la concesión administrativa y tendrá que cumplir con las obligaciones que se derivan de esta.

#### *Legislación holandesa*

La legislación holandesa puede limitar la capacidad de un Garante holandés para garantizar los Bonos o constituir las Garantías Reales. La validez y ejecutabilidad de la Garantía de los Bonos de Garantes holandeses, o de las Garantías Reales constituidas por estos, puede ser impugnada con éxito por parte del Garante pertinente (o su síndico de la quiebra, si el Garante o deudor hipotecario o pignoraticio estuviera sujeto a un procedimiento de insolvencia), sobre la base de una acción *ultra vires*, que tendrá éxito si (i) la constitución de la Garantía o la Garantía Real no está comprendida dentro del objeto social previsto en los estatutos sociales de la sociedad (*doeloverschrijding*), y si (ii) la contraparte del Garante o deudor hipotecario o pignoraticio conocía este hecho o hubiera

debido saberlo sin más averiguaciones. Para determinar si la prestación de la Garantía o la constitución de las Garantías Reales se ajusta al objeto social y al interés social de un garante o deudor hipotecario o pignoraticio holandés, el tribunal tendrá en cuenta (i) el objeto social incluido en sus estatutos sociales, (ii) si la constitución de dicha Garantía o Garantía Real se enmarca dentro del interés social de la sociedad (*vennootschappelijk belang*) y de su beneficio y (iii) si se pone en peligro la subsistencia de la sociedad por la constitución de dicha Garantía o Garantía Real. El simple hecho de que determinado acto jurídico (*rechtshandeling*) esté reflejado explícitamente en los estatutos sociales en relación con el objeto social puede no ser una prueba concluyente de que dicho acto jurídico no sea *ultra vires*.

Cualquier acreedor del Garante o deudor hipotecario o pignoraticio holandés (o el síndico de la quiebra cuando exista un procedimiento de insolvencia) puede impugnar con éxito la validez y ejecutabilidad de dicha Garantía o Garantía Real de los Bonos si éstas son perjudiciales para los intereses de ese acreedor o, en el caso de un procedimiento de insolvencia, si se cumplen los requisitos relativos a los negocios en fraude de acreedores de conformidad con el Código Civil holandés y la Ley de Quiebra holandesa.

Según la legislación holandesa, no hay certeza sobre si un derecho real de garantía holandés (en forma de prenda (*pandrecht*) o hipoteca (*hypotheek*)) puede constituirse en favor de una persona distinta del acreedor del crédito que va a ser garantizado por el derecho real de garantía. Por esa razón, los documentos de garantía en virtud de los cuales se constituirán los derechos reales de garantía holandeses sobre bienes de los Garantes holandeses emplean una estructura conocida como de “deuda paralela”. No obstante, dicha estructura de deuda paralela nunca ha sido puesta a prueba ante un tribunal holandés, y no podemos garantizar que mitigará o eliminará el riesgo de inoponibilidad de la garantía previsto por la legislación holandesa.

De conformidad con la legislación holandesa, el cobro de cualquier pago realizado por cualquier Garante holandés en virtud de una Garantía o una Garantía Real de los Bonos puede verse afectado negativamente por las excepciones específicas o generales que pueden oponer los deudores según la legislación holandesa con respecto a la validez, el carácter vinculante y la exigibilidad de dicha Garantía o Garantía Real de los Bonos.

#### *Legislación belga*

La legislación belga puede limitar la capacidad de un Garante o deudor hipotecario o pignoraticio belga para garantizar los Bonos o para las Garantías Reales. Estas limitaciones surgen de la interpretación de distintas disposiciones y de determinados principios generales del derecho de sociedades, que incluyen las normas que rigen el interés social (*intéret social/vennootschapsbelang*) en virtud de las cuales el riesgo asociado a la Garantía o a la Garantía Real en relación con una deuda de la sociedad matriz o de otra sociedad filial del mismo grupo debe estar razonable, económica y operativamente justificado desde la perspectiva del Garante o deudor hipotecario o pignoraticio. Asimismo, la constitución de una Garantía o Garantía Real por parte de una sociedad belga debe estar incluida en el objeto social de la compañía que la presta. Si la prestación de una garantía o la constitución de un derecho real de garantía no están dentro del objeto social de la sociedad que la presta, podría, bajo determinadas condiciones, considerarse nula de pleno derecho. Según la legislación belga, cualquier garantía, prenda

o hipoteca deberá garantizar una obligación principal de la que es accesoria. La obligación principal debe estar claramente identificada en el contrato de garantía y la nulidad o extinción de la obligación principal supone la nulidad o extinción de la garantía accesoria. Por consiguiente, si la obligación principal es considerada nula, la garantía accesoria o la garantía real también se considera nula. En caso de una prenda sobre acciones, el rango de prelación de una prenda determinada dependerá de la fecha de registro de dicha prenda en el libro registro de acciones nominativas o equivalente.

De conformidad con la legislación belga, las acciones pueden prescribir (está establecido un término general de 10 años para las obligaciones personales en el Código Civil belga) o pueden estar sujetas a excepciones de compensación o reconversión.

Por los términos “exigible”, “exigibilidad”, “válido”, “legal”, “vinculante” y “efectivo” o cualquier otra combinación de los mismos, se entenderá que todas las obligaciones asumidas por una parte en virtud de los documentos pertinentes son de un tipo de las que son normalmente ejecutadas por los tribunales belgas. Sin embargo, estos términos no implican que estas obligaciones se vayan a ejecutar necesariamente en todas las circunstancias de conformidad con sus términos. Su ejecución judicial estará, en cualquier caso, sujeta a:

- la naturaleza de las acciones judiciales disponibles; y
- la disponibilidad de excepciones como la compensación (salvo renuncia expresa), fraude de ley (*fraude à la loi/wetsontduiking*), abuso de derecho (*abus de droit/rechtsmisbruik*), fuerza mayor, error (*erreur/dwaling*), falseamiento (*dol/bedrog*), coacciones (*violence/geweld*) y reconversión.

***Las normas relativas a los negocios en fraude de acreedores pueden limitar sus derechos como titular de los Bonos.***

A pesar de que la legislación varía de unas jurisdicciones a otras, en general, en virtud de las normas relativas a los negocios en fraude de acreedores, un tribunal podría subordinar o anular una Garantía de los Bonos si considerase que:

- la Garantía de los Bonos se constituyó con una intención real de defraudar o subordinar a los acreedores o accionistas del Garante;
- la Garantía de los Bonos se constituyó en los dos años anteriores a la declaración de insolvencia del Garante y es perjudicial para la situación del Garante;
- el Garante no recibió una contraprestación razonable o un valor razonablemente equivalente por la Garantía de los bonos y el Garante (1) fuese insolvente o declarado insolvente debido a la Garantía de los Bonos; (2) tuviese un capital insuficiente o llegase a tener un capital insuficiente debido a la Garantía de los Bonos; o (3) tuviera la intención de asumir deudas superiores a su capacidad para pagar al vencimiento.

La determinación de la situación de insolvencia a efectos de la legislación relativa a los negocios en fraude de acreedores varía en función de la legislación de que se trate. Sin embargo, generalmente, se considerará que un Garante es insolvente si no pudiese pagar sus deudas a su vencimiento. Si un tribunal decidiese que una Garantía de los Bonos constituye un negocio en fraude de acreedores y anulase la Garantía de los Bonos, o no permitiese su ejecución por cualquier otra razón, el inversor dejará de tener acción frente a dicho Garante para reclamarle el pago de cantidades adeudadas por NH bajo los Bonos.

En un procedimiento de insolvencia, es posible que los acreedores de los Garantes o el administrador concursal puedan impugnar las Garantías de los Bonos y otras deudas intragrupo en general como negocios en fraude de acreedores o por otros motivos. En tal caso, el tribunal podría (i) anular la totalidad o una parte de las obligaciones del Garante en virtud de la Garantía de los Bonos; (ii) ordenar a los titulares de los Bonos que reintegren cualesquiera cantidades pagadas por el Garante de conformidad con la Garantía de los Bonos, al Garante pertinente o a la masa del concurso del Garante para beneficio de sus acreedores; y (iii) adoptar otras medidas que sean perjudiciales para el inversor.

### *Legislación española*

De conformidad con la legislación española, cualquier acreedor (así como el administrador concursal) puede emprender acciones legales para rescindir un contrato o acuerdo (acción rescisoria) frente a su deudor y un tercero que sea parte de dicho contrato o acuerdo, si el mismo se ejecuta o celebra de forma fraudulenta y el acreedor no puede obtener el pago de las cantidades debidas por el deudor de cualquier otra forma. A pesar de que la jurisprudencia no está completamente consolidada, existe un amplio consenso de que los siguientes requisitos deben cumplirse para que un acreedor pueda emprender dicha acción:

- el deudor debe al acreedor una cantidad de conformidad con un contrato válido y exigible y el negocio fraudulento se llevó a cabo con posterioridad al nacimiento de dicha deuda;
- el deudor ha llevado a cabo un acto perjudicial para el acreedor y beneficioso para un tercero;
- dicho acto era fraudulento;
- no existe otro recurso legal disponible para que el acreedor obtenga una compensación por los daños sufridos; y
- la insolvencia del deudor, interpretada como la situación en la que ha habido una disminución significativa en la masa del deudor que provoca que resulte imposible o más difícil cobrar el crédito.

Según la legislación española, la existencia de fraude (que debe ser probado por el acreedor) es uno de los requisitos esenciales para que la acción rescisoria tenga éxito. De conformidad con el artículo 1.297 del Código Civil español: (i) aquellos contratos por virtud de los cuales el deudor enajenare bienes a título gratuito y (ii) las enajenaciones a título oneroso hechas por aquellas personas contra las cuales se hubiese pronunciado sentencia condenatoria o expedido mandamiento de embargo de bienes, se presumirán celebrados en fraude. La presunción mencionada en el apartado (i) anterior es una presunción *iuris et de iure* (no admite prueba en contrario), a diferencia de la presunción indicada en el apartado (ii) anterior, que es una presunción *iuris tantum* (es decir, que admite prueba en contrario).

Según los juristas, si la acción rescisoria fuera estimada, el tercero sería responsable de devolver al deudor la contraprestación recibida en virtud del contrato. Posteriormente, el acreedor que planteó la acción rescisoria deberá llevar a cabo las acciones necesarias para obtener la cantidad debida por el deudor. Si la contraprestación recibida por el tercero en

virtud del contrato no puede ser devuelta por el deudor, el tercero deberá indemnizar al acreedor por dichos daños.

#### *Legislación holandesa*

La legislación holandesa contiene disposiciones específicas que abordan los negocios en fraude de acreedores tanto dentro como fuera de la quiebra. De conformidad con estas disposiciones, un negocio jurídico llevado a cabo por un deudor (incluido, sin limitación, un acuerdo por el cual se garantice el cumplimiento de las obligaciones de un tercero o se acuerde garantizar sus obligaciones o las obligaciones de un tercero, se celebren contratos adicionales que se beneficien de una garantía ya existente, y cualquier otro acto jurídico que tenga un efecto similar) puede impugnarse dentro de la quiebra o al margen de ésta y puede ser anulado por el síndico de la quiebra (*curator*) en la quiebra del deudor pertinente o por cualquiera de los acreedores del deudor al margen de la quiebra, si (i) la persona que llevó a cabo dichos actos sin obligación de hacerlo (*onverplicht*), (ii) el acreedor en cuestión o, en el caso de la quiebra del deudor, cualquier acreedor, fuera perjudicado como consecuencia del acto, y (iii) en el momento en el que se llevara a cabo el acto o actos, tanto el deudor como la contraparte de la transacción supieran o debieran haber sabido que sus acreedores (existentes o futuros) serían perjudicados. Asimismo, en caso de quiebra, el síndico de la quiebra puede anular el cumplimiento por el deudor de cualquier obligación vencida (incluida, sin limitación, la obligación de garantizar cualquiera de sus obligaciones u obligaciones de terceros) si (i) el beneficiario supiera que se ha presentado una petición de quiebra en el momento del pago, o (ii) el cumplimiento de la obligación fuera el resultado de una negociación entre el deudor y el beneficiario con vistas a dar preferencia a éste último sobre el resto de acreedores del deudor. Si un tribunal holandés considerase que la constitución de las Garantías de los Bonos o las Garantías Reales, o cualquier otra transacción realizada por los Garantes holandeses en cualquier momento en relación con los Bonos, incluidas las transacciones contempladas en el Acuerdo entre Acreedores, conllevará una transmisión fraudulenta, tal y como se estableció anteriormente, podría anular la constitución de las Garantías de los Bonos o de las Garantías Reales o cualquier otra transacción efectuada por los Garantes holandeses en relación con los Bonos. En caso de que la impugnación tuviese éxito, los titulares de los Bonos no disfrutarían del beneficio de las Garantías de los Bonos, las Garantías Reales u otras transacciones. Cualquier importe que los titulares de los Bonos hayan recibido con respecto a los Bonos como consecuencia de la ejecución de las Garantías Reales o de otro modo también podría estar sujeto a su reintegración por dichos titulares de los Bonos y, posiblemente, sus beneficiarios posteriores, a los acreedores perjudicados de los Garantes holandeses en caso de apreciarse un fraude a los acreedores. Además, los titulares de los Bonos podrían ser considerados responsables de los daños causados a dichos acreedores perjudicados.

#### *Legislación belga*

Independientemente de cualquier declaración por parte del tribunal de comercio de un periodo sospechoso anterior a la declaración de insolvencia, las transacciones que se pueda demostrar que han sido efectuadas con la intención fraudulenta de provocar un perjuicio a un tercero acreedor, pueden ser declaradas sin efecto frente a terceros.

*Las leyes de insolvencia locales pueden no ser tan favorables para el inversor como las leyes de insolvencia de otra jurisdicción con la que el inversor pueda estar más familiarizado.*

El Emisor está constituido en España y los Garantes están organizados de conformidad con la legislación de múltiples jurisdicciones, incluidas Bélgica, España, los Países Bajos, Venezuela, Portugal, Rumanía, la República Checa, Polonia, México, Francia, la República Dominicana, Argentina, Estados Unidos, Chile, Colombia, Uruguay, Austria, Luxemburgo, Alemania y Suiza. Las leyes sobre insolvencia de estas jurisdicciones pueden no ser tan favorables para los titulares de los Bonos como las leyes de otras jurisdicciones con las que el inversor pueda estar más familiarizado. Determinadas disposiciones de las leyes de insolvencia en estas jurisdicciones podrían afectar al orden de prelación de los Bonos y de las Garantías de los Bonos en caso de insolvencia del Emisor o de los Garantes, según sea el caso.

#### *Legislación española*

De conformidad con la legislación concursal española, si el deudor comunica al juzgado la apertura de negociaciones con sus acreedores para la restructuración de su deuda o es declarado en concurso de acreedores, la ejecución de garantías reales sobre bienes del deudor se paralizará hasta que se produzca la primera de las siguientes circunstancias: (a) aprobación de un convenio de acreedores, salvo que el convenio haya sido aprobado por los acreedores garantizados, en cuyo caso regirá dicho convenio; (b) haya transcurrido un año desde la declaración de concurso sin que se haya producido la apertura de liquidación. La paralización podrá levantarse si el juez del concurso considera que el bien en cuestión no es necesario para la continuidad de las actividades empresariales del deudor. Véase el Factor de Riesgo relativo a “*La ejecución de las Garantías Reales puede estar restringida por la legislación española*”.

Asimismo, de conformidad con la legislación concursal española, cualquier acto llevado a cabo o cualquier contrato celebrado por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración de insolvencia podrá ser rescindido por el juez si el acto o acuerdo fuese perjudicial para la masa de la insolvencia. Esto puede suceder aunque no hubiere existido intención fraudulenta. Como regla general, el administrador concursal o los acreedores que ejerzan acciones rescisorias tendrán que probar que el acto era perjudicial. A pesar de ello, los siguientes actos se presumen perjudiciales *iuris et de iure*, es decir, sin que haya ninguna posibilidad de probar lo contrario: (a) actos de disposición a título gratuito y (b) actos que resulten en el pago anticipado o la extinción de obligaciones cuyo vencimiento fuere posterior a la declaración del concurso (salvo que dichas obligaciones contasen previamente con garantía real). En los siguientes casos, la presunción admite prueba en contrario: (a) disposiciones realizados a favor de “personas especialmente relacionadas” con el deudor (incluidos, entre otros, accionistas que reúnan determinados requisitos, sociedades del grupo y administradores de hecho y de derecho), (b) la constitución de garantías reales que garanticen una obligación preexistente o una nueva obligación que sustituya una ya existente y (c) aquellos pagos u otros actos de extinción de obligaciones cuyo vencimiento fuere posterior a la declaración del concurso y que contasen con garantía real. Los créditos de un acreedor sometido a rescisión se subordinarán, es decir, abonarán los últimos, si el juez determina que el acreedor actuó de

mala fe. Otros créditos también pueden ser subordinados incluidos, entre otros, (a) créditos de personas jurídicas o físicas que sean “personas especialmente relacionadas” con el deudor (incluidos los administradores de hecho) y (b) los créditos que surgen de obligaciones recíprocas si el juez establece, sobre la base del informe del administrador concursal, que el acreedor obstruyó repetidamente el cumplimiento del acuerdo frente al interés de la masa del concurso. Las garantías reales constituidas por el deudor para garantizar créditos de una “persona especialmente relacionada” serán canceladas por el juez.

### *Legislación holandesa*

En la medida en la que se aplique la legislación holandesa, un negocio jurídico llevado a cabo por un deudor puede impugnarse dentro de, o al margen de, la quiebra y puede ser anulado por el síndico de la quiebra (*curator*) o por cualquiera de los acreedores de la persona al margen de la quiebra, si (i) el deudor que llevó a cabo dichos actos sin obligación de hacerlo (*onverplicht*), (ii) el acreedor en cuestión o, en caso de quiebra del deudor, cualquier acreedor, fuera perjudicado como consecuencia del acto, y (iii) en el momento en el que se llevara a cabo el acto o actos, tanto el deudor como su contraparte supieran o debieran haber sabido que sus acreedores (existentes o futuros) serían perjudicados. Asimismo, en caso de quiebra, el síndico de la quiebra puede anular el cumplimiento del deudor de cualquier obligación vencida o pagadera (incluida, sin limitación, la obligación de garantizar cualquiera de sus obligaciones u obligaciones de terceros) si (i) el beneficiario supiera que se ha presentado una solicitud de apertura de concurso en el momento del pago, o (ii) el cumplimiento de la obligación fuera el resultado de una negociación entre el deudor y el beneficiario con vistas a dar preferencia a éste último sobre el resto de acreedores del deudor.

En el caso de que se declare una quiebra (*faillissement*) o una suspensión de pagos (*surseance van betaling*) en los Países Bajos con respecto a una persona que sea titular de bienes que constituyen las Garantías Reales, el Agente de Garantía tendrá derecho a ejercitar los derechos reconocidos en favor de una persona que tenga una garantía real holandesa (bien una prenda (*pandrecht*) o una hipoteca (*hypotheek*)) sobre dichos bienes como si no hubiera quiebra o suspensión de pagos. Sin embargo, dicha quiebra o suspensión de pagos afectaría a la posición del Agente de Garantía como acreedor garantizado en ciertos aspectos, los más importantes son: (i) el tribunal competente puede, como norma general, establecer un periodo de hasta cuatro meses durante el cual el Agente de Garantía no podrá, sin el consentimiento del tribunal, (a) reclamar el bien que constituye las Garantías Reales si este está bajo el control (*in de macht van*) de la persona que es titular del bien o, en el caso de quiebra, del síndico de la quiebra (*curator*) o (b) dirigirse contra el bien y (ii) un síndico de la quiebra podrá (x) conceder al Agente de Garantía un periodo razonable para ejercer sus derechos y (y) si el Agente de Garantía no logra vender el bien dentro de este periodo, reclamar el bien y venderlo, sin perjuicio del derecho del Agente de Garantía a recibir el producto de la venta, neto de la parte proporcional de los gastos de quiebra que los acreedores garantizados deban soportar y teniendo en cuenta el rango del Agente de Garantía.

### *Legislación belga*

En caso de que se lleve a cabo el saneamiento judicial de un garante belga, el Agente de Garantía, no tendrá derecho, durante el periodo de suspensión, a hacer valer sus derechos como parte garantizada. El saneamiento judicial por transmisión, bajo la supervisión de un tribunal, también podría ser perjudicial para el Agente de Garantía, ya que el tribunal puede aprobar, siempre que el precio ofertado sea razonable, la venta de las actividades del garante belga, incluidos los bienes pignorados, sin la autorización del Agente de Garantía.

En caso de quiebra de un garante belga, el Agente de Garantía no podrá hacer valer sus derechos con respecto al bien garantizado durante el periodo durante el cual se forma la lista de los acreedores. El proceso de verificación tiene lugar en un periodo de entre 5 y 30 días a partir de la fecha límite para la insinuación de los créditos, según determine el tribunal.

Como excepción de las normas anteriormente citadas, la Ley relativa a las Garantías Financieras belga del 15 de diciembre de 2004 (*“Loi relative aux sûretés financières”/“Wet Financiële Zekerheden”*) que implementa la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera (2002/47/CE), estipula que los derechos de ejecución de los acreedores que se beneficien de una garantía financiera (p.ej. una prenda sobre acciones), como el del Agente de Garantía, no se suspenderán si el acuerdo que constituye la garantía financiera se firmó antes de la apertura del saneamiento judicial o la quiebra y, en caso de que fuera posterior, solo en la medida en la que el acreedor no pudiera saber legítimamente que la sociedad había entrado en quiebra. No obstante, algunos tribunales han decidido suspender los derechos de un acreedor prendario durante el saneamiento judicial argumentando que la ejecución de una prenda durante la moratoria sería abusiva.

Además, en la medida en la que se aplica la ley belga, un acto jurídico, tal y como se enumera más adelante, llevado a cabo por el garante durante el “periodo sospechoso”, que puede extenderse hasta seis meses antes de que se emita la declaración judicial de quiebra y, en algunos casos específicos, más de seis meses (véase en el siguiente Factor de Riesgo la referencia a la legislación belga), podrá impugnarse y declararse nulo tras la declaración de quiebra:

- cualquier transmisión de bienes muebles o inmuebles a título gratuito y cualquier transacción en la que la contraprestación pagada por la sociedad en quiebra supere significativamente lo que recibió a cambio;
- los derechos reales de garantía constituidos, si fueron destinados a garantizar una deuda que existiera antes de la fecha en la que se otorgó el derecho real de garantía;
- cualesquiera pagos en cualquier forma (en efectivo, en especie o por medio de una compensación) de cualquier deuda aún no vencida y cualesquiera pagos distintos de efectivo o instrumentos monetarios (p.ej. cheques, pagarés, etc.); y
- cualquier pago de deudas vencidas o una transacción efectuada por la sociedad en quiebra cuando la contraparte fuese consciente del cese por el garante en sus pagos y la transacción fuese perjudicial para la masa de la sociedad.

Cuando el garante efectúe una transacción o realice un pago que se pruebe que sea fraudulento para los acreedores, dicha transacción o pago será declarado nulo, incluso si la transacción o pago tuvo lugar antes del periodo sospechoso.

*La Sociedad podría no ser capaz de levantar los fondos necesarios para financiar y ofrecer la recompra de Bonos después del acaecimiento de ciertos acontecimientos que constituyan un cambio de control tal y como exige el Contrato de Emisión, y las disposiciones de cambio de control contenidas en el Contrato de Emisión no necesariamente le brindarían al inversor protección en caso de ciertos acontecimientos corporativos de importancia.*

Si se producen determinados supuestos de cambio de control, tal y como se describe en el Contrato de Emisión, NH deberá ofrecer la recompra de todos los Bonos a un precio de compra en efectivo igual al 101% del importe nominal de los mismos en la fecha de compra, más los intereses devengados y no pagados, si los hubiera, en la fecha de compra. La obligación de ofrecer la recompra de todos los Bonos, en caso de que se produzca un cambio de control, está limitada a los supuestos especificados en la definición de “Cambio de Control” del Contrato de Emisión (véase el punto 4.9.5; **Error! No se encuentra el origen de la referencia.** relativo al “Cambio de Control” de la Nota sobre Valores y la definición recogida en el apartado 10 “Algunas definiciones”), algunos de los cuales no están necesariamente bajo el control de NH. Si se produjese un cambio de control que requiriese dicha oferta, NH no puede asegurar que vaya a disponer de fondos suficientes en el momento de acontecer dicho supuesto para pagar el precio de compra de los Bonos en circulación o que las restricciones del Crédito Sindicado, el Contrato de Emisión, el Acuerdo entre Acreedores o las obligaciones contractuales existentes en ese momento permitan realizar las recompras requeridas sin amortizar anticipadamente dichas otras obligaciones. Bajo determinadas circunstancias, NH deberá amortizar una cantidad equivalente de deuda del Crédito Sindicado en caso de amortización de la totalidad o una parte del nominal de los Bonos. Puede que, en el momento que sea necesario, NH no disponga de los fondos suficientes para hacer frente a las obligaciones de amortización de deuda exigidas. Además, determinados acontecimientos de cambio de control serían considerados supuestos de amortización anticipada en virtud del Crédito Sindicado, o activarían el derecho de los titulares de los Bonos Convertibles a exigir que NH se los recompre al 101% de su valor nominal. En caso de que ello derive en un supuesto de incumplimiento, los prestamistas en virtud del Crédito Sindicado pueden exigir dicha deuda, lo que también podría provocar un supuesto de incumplimiento en virtud del Contrato de Emisión y de los Bonos Convertibles.

La recompra de los Bonos tras una oferta de cambio de control podría provocar un incumplimiento de otros instrumentos de deuda del grupo NH, incluso si el cambio de control en sí mismo no constituye tal incumplimiento. Si se produce un acontecimiento que constituya un cambio de control en un momento en el que la Sociedad tiene prohibido recomprar los Bonos, puede que solicite el consentimiento de los prestamistas o titulares de dicha deuda para la recompra de los Bonos o puede que intente refinanciar los préstamos que contienen prohibición. Si no se obtiene dicho consentimiento para devolver dichos préstamos o si la Sociedad no es capaz de refinanciar dichos préstamos, seguirá teniendo prohibido recomprar cualesquiera Bonos y, de seguir adelante con la recompra, tendría que amortizar igualmente las otras deudas que contengan dicha restricción.

NH puede obtener los fondos necesarios para hacer frente a cualquier recompra de los Bonos como consecuencia de un cambio de control de su tesorería, del efectivo generado por sus actividades u otros recursos, incluidos los préstamos, la financiación de terceros,

la venta de activos, el aumento del capital social o los fondos facilitados por filiales. Puede que, en el momento en el que se produzcan dichos acontecimientos la Sociedad no disponga por sí misma de los fondos suficientes para recomprar los Bonos ofrecidos a la venta, sin que la Sociedad pueda garantizar en tal caso que podrá obtener financiación de terceros.

Cualquier incumplimiento por parte de la Sociedad en la oferta de recompra de los Bonos constituiría un incumplimiento de conformidad con el Contrato de Emisión, el cual a su vez, constituiría un incumplimiento en virtud del Crédito Sindicado y puede constituir un incumplimiento en virtud de los términos y condiciones que rigen los Bonos Convertibles y otros instrumentos de deuda de la Sociedad. Véase véase el punto 4.9.5; **Error! No se encuentra el origen de la referencia.** relativo al “*Cambio de Control*” de la Nota sobre Valores.

La cláusula de cambio de control incluida en el Contrato de Emisión puede no proporcionar necesariamente protección en caso de que se produzcan determinados acontecimientos corporativos importantes, incluidos una reorganización, reestructuración, fusión u otra transacción similar en la que participase la Sociedad, que pueda afectar al inversor de forma negativa, ya que dichos acontecimientos corporativos puede que no supongan una modificación de los derechos de voto o de los beneficiarios o, incluso si lo hacen, puede que no constituyan un “*Cambio de Control*”, tal y como se define en el Contrato de Emisión. Con excepción de lo descrito bajo el punto 4.9.5; **Error! No se encuentra el origen de la referencia.** relativo al “*Cambio de Control*” de la Nota sobre Valores, el Contrato de Emisión no incluirá disposiciones que exijan al Emisor que ofrezca la recompra de los Bonos en caso de que se produjese una reorganización, reestructuración, fusión, recapitalización o transacción similar. La definición de “Cambio de Control” en el Contrato de Emisión incluirá la disposición de la totalidad o la práctica totalidad de los los activos del Emisor y sus filiales restringidas, tomados en su conjunto, a cualquier persona. Aunque existe cierta jurisprudencia que interpreta la frase “la totalidad o la práctica totalidad”, no existe una definición precisa de la expresión en la legislación aplicable. Por consiguiente, en determinadas circunstancias, puede que haya un grado de incertidumbre respecto de si una transacción particular implicaría una disposición de “la totalidad o la práctica totalidad” de los activos del Emisor y sus filiales restringidas tomados en su conjunto. Como consecuencia de ello, podría no estar claro si ha tenido o no lugar un cambio de control y si es exigible o no al Emisor que formule una oferta de recompra de los Bonos.

***Puede que el inversor no pueda ejecutar sentencias obtenidas en los Estados Unidos de América frente a la Sociedad, frente a los Garantes o frente a sus respectivos administradores.***

Ni el Emisor ni la mayoría de los Garantes están constituidos en los Estados Unidos de América. Además, la mayoría de sus activos están fuera de los Estados Unidos de América y todos los administradores y directivos del Grupo viven fuera de los Estados Unidos de América, principalmente en España. Los auditores del Emisor y de los Garantes también están constituidos fuera de los Estados Unidos de América. Aunque NH y los Garantes se han sometido a la jurisdicción de determinados tribunales de Nueva York en relación con eventuales acciones que los Bonistas puedan emprender en virtud

de la legislación estadounidense sobre valores, puede que el inversor no pueda emplazar a juicio a los administradores y directores o a los auditores de NH en los Estados Unidos de América. Además, debido a que la totalidad o la práctica totalidad de los activos de estas personas están ubicados fuera de Estados Unidos, puede que no sea posible ejecutar sentencias obtenidas en los tribunales estadounidenses frente estas personas, incluidas las que declaren la existencia de responsabilidad civil de estas personas al amparo de las leyes federales estadounidenses de valores. Por otra parte, existen dudas sobre la ejecutabilidad en muchas jurisdicciones extranjeras, incluidas España y Luxemburgo, de resoluciones judiciales dictadas por tribunales estadounidenses en materia de responsabilidad civil basadas en disposiciones de las leyes federales o estatales de valores de los Estados Unidos de América que pudieran dictarse frente al Emisor, los Garantes, sus respectivos administradores y directivos y cualesquiera expertos que no sean residentes de los Estados Unidos de América.

***La Sociedad no puede garantizar que las proyecciones y supuestos empleados, las estimaciones realizadas o los procedimientos seguidos en el Informe de Tasación de American Appraisal para la valoración de las Garantías Reales de Bienes, sean correctos, precisos o completos y los inversores de los Bonos tendrán un recurso limitado frente a American Appraisal.***

El Informe de Tasación en relación con la valoración de los bienes inmuebles objeto de las Garantías Reales como una cartera global fue elaborado por American Appraisal. Las valoraciones de bienes, incluidas aquellas empleadas en el Informe de American Appraisal, están elaboradas sobre la base de distintos supuestos, estimaciones y proyecciones. En particular, el Informe de American Appraisal está basado, en parte, en información facilitada por NH y en determinadas asunciones, entre ellas que: (i) la información facilitada por la Sociedad es una representación razonable de los bienes valorados a fecha del 30 de junio de 2013, (ii) la Sociedad es propietaria de los bienes valorados, (iii) los bienes valorados estaban a esa fecha libres de gravámenes, (iv) no existen gravámenes sobre los bienes valorados que no puedan ser liquidados a través de procedimientos normales y (v) los bienes valorados pertinentes se mantienen operativos. Las valoraciones también están basadas en las previsiones financieras de la Sociedad, que reflejan su opinión en las circunstancias existentes en ese momento y asumiendo determinadas condiciones y acciones por su parte. La Sociedad no puede garantizar que los supuestos o proyecciones empleadas, las estimaciones realizadas o los procedimientos seguidos en el Informe de American Appraisal sean correctos, precisos o completos. Los resultados reales podrían diferir significativamente de los supuestos y proyecciones empleados y de las estimaciones realizadas en el Informe de American Appraisal, incluidos los cambios en la demanda de habitaciones de hotel, en el plan comercial de la Sociedad y en la economía mundial.

Otros tasadores podrían disponer de diferentes valoraciones de la cartera de bienes de la Sociedad. Asimismo, el valor determinado en el Informe de American Appraisal podría ser significativamente mayor al de la cantidad que se obtendría de la venta de los bienes objeto de las Garantías Reales, especialmente en un escenario de liquidación o si los bienes se vendiesen de manera individual.

Por otra parte, el Informe de American Appraisal facilita una valoración neta de los activos de Sotogrande, S.A. Se trata de una valoración estática de una sociedad basada en la diferencia entre sus activos y pasivos, ajustados a su valor de mercado. La Sociedad no puede garantizar que la valoración neta de los activos de Sotogrande, S.A incluida en el Informe de American Appraisal sea precisa o completa, y dicha valoración no debe emplearse como una medida de valor realizable para los activos de Sotogrande.

A la hora de elaborar el Informe, American Appraisal ha declarado que no aceptará ni asumirá ninguna responsabilidad frente a cualquiera de los inversores de los Bonos con respecto al contenido de dicho informe o a las declaraciones o conclusiones que se deriven de dicho informe. American Appraisal tiene activos limitados y un seguro de responsabilidad profesional limitado. Asimismo, ninguna matriz o filial de American Appraisal, ni ningún administrador, ejecutivo, empleado o consultor de American Appraisal, asume ninguna responsabilidad por las conclusiones o contenidos del Informe de American Appraisal. Si un tribunal estadounidense, o cualquier otro tribunal, hiciera efectivas estas limitaciones sobre la responsabilidad, en caso de que las valoraciones incluidas en el Informe de American Appraisal fuesen incorrectas, imprecisas, incompletas o engañosas, entonces los titulares de los Bonos pueden tener un recurso limitado frente a American Appraisal o cualquier otra persona.

***La capacidad para negociar los Bonos en el mercado secundario puede ser limitada, lo que puede afectar de forma negativa al valor de los Bonos***

A pesar de que NH va a solicitar la admisión a negociación de los Bonos en AIAF, dicha admisión a negociación no garantiza la liquidez de los Bonos. La Sociedad no puede predecir en qué medida se desarrollará un mercado secundario activo sobre los Bonos o cómo de líquido llegará a ser dicho mercado

Por otra parte, el precio de mercado de los Bonos puede verse influenciado por muchos factores, algunos de ellos están fuera del control de la Sociedad, incluidos:

- los tipos de interés vigentes;
- el mercado para valores similares;
- los cambios en la demanda, el suministro o precio de las habitaciones de hotel y otros productos y servicios;
- las condiciones económicas generales;
- las actividades de los competidores;
- los ingresos trimestrales y anuales de la Sociedad o aquellos de sus competidores;
- las percepciones de los inversores sobre la Sociedad y el sector hotelero;
- la ausencia de cobertura de analistas financieros sobre NH y sus valores o los cambios en las estimaciones financieras de los analistas;
- la reacción pública ante posibles comunicados de prensa de la Sociedad;
- posibles nuevas emisiones por la Sociedad de bonos fungibles con los Bonos; y
- otros factores descritos en este apartado de “Factores de Riesgo”.

Los mercados en los que se negocian los valores sufren fluctuaciones de precios y volumen extremas que a menudo no están relacionadas o son desproporcionadas en relación con el rendimiento de una sociedad en concreto. Históricamente, el mercado para bonos de alto rendimiento ha estado sujeto a perturbaciones que han provocado una

importante volatilidad en el precio de valores similares a los Bonos. Estas fluctuaciones del mercado y factores del sector pueden reducir sustancialmente el precio de mercado de los Bonos, independientemente del rendimiento operativo de la Sociedad. Si no se desarrolla un mercado de negociación activo, puede que el inversor no sea capaz de revender sus Bonos a un precio igual o superior a su precio de suscripción o de adquisición en el mercado secundario.

***Existen algunos riesgos relacionados con la interacción entre determinadas disposiciones legales de los Estados Unidos de América y la legislación española.***

En España, normalmente se exige a los emisores de valores de deuda como los Bonos que tengan un sindicato de obligacionistas que esté representado por un comisario. No obstante, dado que el Contrato de Emisión incluye disposiciones obligatorias relacionadas con el nombramiento de un *Trustee*, no se ha constituido ningún sindicato de obligacionistas ni se ha nombrado un comisario, atendiendo a la doctrina que considera que dichos requisitos no son exigibles cuando la emisión de valores de deuda se realiza fuera de España. Como consecuencia de ello, un titular de Bonos no se beneficiará de: (i) cualesquiera derechos como titular de los Bonos que se deriven del artículo 411 de la Ley de Sociedades de Capital; (ii) la constitución de un sindicato de obligacionistas; o (iii) el nombramiento de un comisario (con respecto de (ii) y (iii), ambos según lo regulado por los artículos 419 y 429 et seq. de la Ley de Sociedades de Capital). Mediante la suscripción de los Bonos se entiende que sus titulares dieron instrucciones irrevocables al *Trustee* para que lleve a cabo cuantas actuaciones y para que suscriba cuantos documentos puedan ser necesarios a tal fin. Sin perjuicio de lo anterior, no puede descartarse que se impugne la falta de sindicato de Bonistas o de nombramiento de un comisario de conformidad con la legislación española.

***Las calificaciones crediticias pueden no reflejar todos los riesgos, pueden estar sujetas a revisiones, suspensiones o retiradas en cualquier momento y no son recomendaciones para comprar o mantener valores.***

Los Bonos han sido objeto de sendas calificaciones crediticias emitidas por las agencias de calificación crediticia independientes Standard & Poor's (B) y Fitch Ratings (B+). Estas calificaciones pueden no reflejar el posible impacto de todos los riesgos relacionados con la estructura, el mercado y los factores de riesgo adicionales debatidos en esta nota sobre los valores y otros factores que pueden afectar al valor de los Bonos. Una calificación crediticia no es una recomendación para comprar, vender o mantener valores y puede estar sujeta a revisiones, suspensiones o retiradas por parte de la agencia de calificación en cualquier momento. No se puede proporcionar ninguna garantía de que una calificación crediticia se vaya a mantener durante un periodo dado de tiempo o que la agencia de calificación crediticia no vaya a disminuir o retirar por completo la calificación crediticia si, a su juicio, las circunstancias así lo requieren en el futuro. Una suspensión, reducción o retirada en cualquier momento de la calificación crediticia asignada a los Bonos por una o más de una agencia de calificación crediticia puede afectar negativamente al coste y a los términos y condiciones de nuestra financiación y podría afectar de forma adversa al valor y a la negociación de los Bonos.

***Dado que el Certificado Global (Global Certificate) se posee en representación de Clearstream y de Euroclear, los inversores dependerán de sus procesos de transmisión, pago y comunicación con la Sociedad***

Dado el sistema de representación y los mecanismos de depósito y registro de los Bonos descritos en el apartado 4.4 de la Nota Sobre los Valores, los inversores únicamente podrán mantener y transmitir las anotaciones en cuenta representativas de su titularidad beneficiaria sobre los Bonos y ejercer sus derechos derivados de los Bonos a través de Euroclear Bank S.A./N.V. (“**Euroclear**”) y Clearstream Banking, société anonyme (“**Clearstream**”). Por lo tanto, el titular de una participación beneficiaria en el *Global Certificate* depende de los procesos de Euroclear y Clearstream y de la entidad de pagos de la emisión (BNP Paribas Securities Services, Luxembourg Branch) para recibir los pagos que se derivan de los Bonos y ejercer los derechos que le corresponden, no siendo responsable la Sociedad de los registros ni de la tramitación de los pagos relativos a las participaciones beneficiarias en el *Global Certificate* a realizar por Clearstream.

Además, aquellos inversores que tengan sus Bonos anotados en los registros contables de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. (“**Iberclear**”) y sus entidades participantes dependerán también de la Entidad de Enlace (tal y como este término se define en el apartado 4.4 de la Nota Sobre los Valores) e Iberclear y sus entidades participantes para mantener y transmitir las anotaciones en cuenta representativas de su titularidad beneficiaria, ejercer sus derechos derivados de los Bonos y recibir los pagos que les correspondan. En consecuencia, en estos casos, los procesos para el ejercicio de tales derechos o recibir los correspondientes pagos pueden requerir mayor antelación o estar sometidos a plazos más breves que si mantuvieran los Bonos anotados en alguna de las entidades participantes en Euroclear o Clearstream. Debe tenerse en cuenta que la Entidad de Enlace no ejercerá derechos asociados a los Bonos respecto de los cuales no haya recibido instrucciones correctas de sus titulares, a través de las Entidades Participantes y en el plazo establecido.

***Los pagos de rendimientos derivados de los Bonos a sus inversores por la Sociedad pueden estar sujetos a retenciones a cuenta de impuestos españoles en determinadas circunstancias***

Las obligaciones de retención de la Sociedad variarán en función de que los Bonos cotizados en AIAF estén o no incluidos para su compensación y liquidación en los registros contables de Iberclear.

Así, la Sociedad practicará retenciones (actualmente, a un tipo del 21%) sobre los rendimientos derivados de los Bonos que pague a los contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (“**IRPF**”) que hayan registrado sus valores en los registros contables de Iberclear.

Para el resto de los inversores cuyos Bonos estén registrados en Iberclear (distintos a los contribuyentes del IRPF), de acuerdo con lo establecido en el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, en su redacción dada por el Real Decreto 1145/2011, de 29 de julio, los rendimientos de los Bonos registrados en Iberclear no estarán sujetos a retenciones a cuenta de impuestos españoles si las Entidades Participantes de Iberclear que mantengan registrados en sus cuentas de terceros los Bonos presentan a la Sociedad una declaración fiscal con cierta información relativa a los Bonos. Esta declaración deberá estar ajustada al

modelo que figura como anexo al Real Decreto 1145/2011, de 29 de julio. En caso contrario, la Sociedad practicará una retención a cuenta de impuestos españoles (actualmente a un tipo del 21%) sobre los rendimientos pagados a estos inversores.

Por otro lado, para todos los titulares de los Bonos cotizados en AIAF que no se encuentren registrados en Iberclear sino registrados originariamente en entidades que gestionan sistemas de compensación y liquidación de valores con sede en el extranjero, reconocidas a estos efectos por la normativa española o por la de otro país miembro de la OCDE (como Euroclear o Clearstream), los rendimientos pagados a estos titulares de los Bonos no estarán sujetos a retención, siempre y cuando se cumplan de ciertos requisitos, entre los que se incluye que el Agente de Pago presente en plazo ante la Sociedad una declaración con cierta información relativa a los Bonos, de acuerdo con lo establecido en el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio. Esta declaración deberá estar ajustada al modelo que figura como anexo al Real Decreto 1145/2011, de 29 de julio.

La falta de presentación de esta declaración a tiempo a NH determinará que la totalidad del rendimiento satisfecho a los titulares de los Bonos esté sujeto a retención a cuenta de impuestos españoles (actualmente a un tipo del 21%).

La Sociedad no pagará Cantidades Adicionales a los inversores de los Bonos, en caso de que sean de aplicación retenciones a cuenta de impuesto españoles en los supuestos indicados anteriormente.

A estos efectos, la Sociedad seguirá ciertos procedimientos para facilitar de forma adecuada y en plazo la presentación de estas declaraciones a la Sociedad. Por tanto, los inversores de los Bonos dependen de estos procedimientos a los efectos de recibir los pagos de rendimientos derivados de los Bonos sin retención a cuenta de impuestos españoles. Cualquier potencial inversor de los Bonos debe tener en cuenta que NH no asume responsabilidad alguna respecto al cumplimiento de estas obligaciones y, por tanto, que la Sociedad no será responsable de cualesquiera daños o pérdidas sufridos por los inversores de los Bonos por el hecho de que estos pagos estén sujetos a retención a cuenta de impuestos españoles, por causa de un fallo en el seguimiento de estos procedimientos.

Ciertos inversores podrán, en su caso, solicitar a la Hacienda Pública española la devolución del importe retenido en exceso, con sujeción en el caso de los inversores no residentes en España al procedimiento y al modelo de declaración previstos en la Orden EHA/3316/2010, de 17 de diciembre de 2010, cuyo modelo 210 (con la correspondiente documentación) deberá presentarse a partir del 1 de febrero del año siguiente al de devengo de las renta y dentro del plazo de cuatro años, contado desde el correspondiente término del período de declaración e ingreso de la retención.

Se aconseja a estos inversores que consulten con sus asesores sobre el procedimiento a seguir, en cada caso, a fin de solicitar la mencionada devolución a la Hacienda Pública española.

*Las disposiciones de la Directiva de la Unión Europea en materia de fiscalidad de los rendimientos de ahorro y otra legislación pueden afectar negativamente a su inversión en los Bonos.*

De conformidad con la Directiva 2003/48/CE del Consejo Europeo en materia de fiscalidad de los rendimientos de ahorro (la “**Directiva de la UE del Ahorro**”), se exige a cada Estado

miembro que facilite a las autoridades fiscales de otro Estado miembro detalles sobre los pagos de intereses u otros ingresos similares (los cuales pueden incluir pagos realizados de conformidad con las garantías) pagados por una persona dentro de su jurisdicción a una persona física residente en otro Estado miembro o a determinados tipos limitados de entidades establecidas en otro Estado miembro; sin embargo, durante un periodo transitorio, se permite que Austria y Luxemburgo puedan aplicar un sistema de retención en relación con dichos pagos, deduciendo un impuestos a un tipo del 35 por ciento. El periodo de transición finalizará al final del primer ejercicio fiscal completo, tras el acuerdo por parte de determinados países fuera de la UE de intercambiar información relativa a dichos pagos. En abril de 2013, el gobierno de Luxemburgo anunció su intención de abolir el sistema de retención con efectos a partir del 1 de enero de 2015, que será sustituido por los intercambios de información automáticos establecidos por la Directiva de la UE del Ahorro.

Un número de países no pertenecientes a la Unión Europea (incluida Suiza) y determinados territorios dependientes o asociados de algunos Estados miembros, han adoptado medidas similares (facilitar información o practicar una retención transitoria) en relación con los pagos realizados por una persona dentro de su jurisdicción a una persona física residente en un Estado miembro o a determinados tipos limitados de entidades establecidas en un Estado miembro. Además, los Estados miembro han celebrado acuerdos de suministro de información o de retenciones transitorias con algunos de aquellos territorios dependientes o asociados en relación con los pagos realizados por una persona en un Estado miembro a un residente o a determinados tipos limitados de entidades establecidas en ese otro Estado miembro.

La Directiva de Ahorro ha sido modificada recientemente por la Directiva 2014/48/EU del Consejo Europeo, que fue publicada el pasado 15 de abril de 2014 (la **Directiva Modificativa**). La Directiva Modificativa amplía el ámbito de aplicación de los requerimientos establecidos por la Directiva de la UE del Ahorro descritos anteriormente. Los Estados miembros deben aplicar estos nuevos requerimientos a partir de 1 de enero de 2017. Los cambios introducidos por la Directiva Modificativa ampliarán el alcance de los pagos cubiertos por la Directiva de la UE del Ahorro, en particular añadiendo a su alcance ciertas rentas que derivan de valores. La Directiva Modificativa también incrementa los supuestos en los que procede facilitar información respecto a ciertos pagos realizados indirectamente en favor de personas físicas residentes en un Estado miembro, que se paguen en favor de, o sean garantizados por, ciertas personas, entidades o ciertos instrumentos jurídicos bajo determinadas condiciones (incluso en algunos casos si dicha persona, entidad o instrumento jurídico está establecido o gestionado fuera de la Unión Europea).

Si se tuviera que realizar un pago o cobrar un pago a través de un Estado miembro de la UE que haya optado por un sistema de retención y una cantidad fuese a ser retenida de dicho pago, de conformidad con la Directiva de la UE del Ahorro, la Directiva Modificativa o cualquier otra Directiva que aplique las conclusiones de la reunión del Consejo ECOFIN del 26-27 de noviembre de 2000 sobre fiscalidad de ahorro o norma de ejecución de dicha Directiva, ni el Emisor, ni el Agente de Pagos ni cualquier otra persona estaría obligada a pagar Cantidades Adicionales con respecto a un Bono como resultado de la imposición de dicha retención. El Emisor se compromete a garantizar que mantendrá un Agente de Pagos con un establecimiento específico en un Estado miembro de la Unión Europea, que no esté obligado a retener o deducir impuestos de conformidad con la Directiva de la UE del Ahorro,

la Directiva Modificativa o cualquier otra Directiva que implemente las conclusiones de la reunión del Consejo ECOFIN del 26-27 de noviembre de 2000 sobre fiscalidad de ahorro o norma de ejecución de dicha Directiva.

## II. NOTA SOBRE LOS VALORES

### 1. PERSONAS RESPONSABLES

#### 1.1 Personas que asumen la responsabilidad del contenido de la Nota sobre los Valores

D. Roberto Chollet Ibarra en nombre y representación de NH HOTELES, S.A. (“**NH**” o la “**Sociedad**”), debidamente facultado al efecto en virtud de las decisiones del Consejero Delegado de 5 de mayo de 2014, asume la responsabilidad del contenido de la presente nota sobre los valores (en adelante, la “**Nota sobre los Valores**”) relativa a la admisión a negociación de las emisiones de bonos *senior* garantizados de NH Reg S por importe de 232.030.000 de euros y 144A por importe de 17.970.000 de euros al 6,875% de interés y con vencimiento en 2019 (los “**Bonos**”).

#### 1.2 Declaración de responsabilidad

D. Roberto Chollet Ibarra como responsable de la presente Nota sobre los Valores, declara que, tras comportarse con una diligencia razonable para garantizar que así es, la información contenida en esta Nota sobre los Valores es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

### 2. FACTORES DE RIESGO

La información relativa a los riesgos que afectan a los Bonos figuran en la Sección II (“*Factores de riesgo*”) anterior.

### 3. INFORMACIÓN ESENCIAL

#### 3.1 Interés de las personas físicas y jurídicas participantes

Cabe señalar lo siguiente a los intereses del Grupo BNP Paribas en relación con el Grupo NH:

- a) BNP Paribas Securities Services, Luxembourg Branch (“**BNPP2S Luxemburgo**”) es agente de pagos, depositario de los dos certificados globales nominativos (“*Global certificates*”), encargado del registro, agente de transmisiones y entidad custodia en el extranjero respecto de la emisión de los Bonos (“**Agente de Pago**”, “**Common Depositary**”, “**Agente de Transmisión**”, “**Encargado del Registro**” y “**Entidad Custodia en el Extranjero**”). Asimismo es agente fiscal (*fiscal agent*), agente de conversión y/o canje, transmisión y pago (*paying, transfer and conversion agent*), encargado del registro (*registrar*), depositario de los *Global Certificates (common depositary)* y entidad custodia en el extranjero respecto de la emisión de obligaciones convertibles o canjeables no garantizadas por un importe de 250 millones de euros, con vencimiento a cinco años en noviembre de 2018 y cupón de interés fijo del 4% realizada el 8 de noviembre de 2013 (los “**Bonos Convertibles**”).
- b) BNP Paribas Securities Services, Sucursal en España (“**BNPP2S España**”) es entidad de enlace (“**Entidad de Enlace**”) y agente de pagos en España (“**Agente de Pago Español**”) tanto de los Bonos como de los Bonos Convertibles. También es comisario del sindicato de bonistas de esta última.
- c) BNP Paribas Trust Corporation UK Limited es *Trustee* y Agente de Garantía de la emisión de los Bonos y del Crédito Sindicado.

- d) BNP Paribas Fortis, S.A., Sucursal en España, es sociedad acreditante en la financiación sindicada por importe de 200 millones de euros, con vencimiento a cuatro años, en noviembre de 2017, a tipo de interés variable igual al Euribor trimestral más 4% de margen suscrita el 17 de octubre de 2013 por NH Finance, S.A., filial de la Sociedad (el “**Crédito Sindicado**”) con una cuota del 4.37%.

#### **4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A ADMITIRSE A NEGOCIACIÓN**

##### **4.1 Importe total de los valores que se admiten a negociación**

El importe nominal total de las emisiones cuya admisión a negociación se solicita es de 232.030.000 para los Bonos Reg S y de 17.970.000 euros para los Bonos 144A (tal y como quedan a continuación definidos en el apartado 4.2).

De acuerdo con el Contrato de Emisión, los *Global Certificates* representativos de los Bonos tendrán un valor nominal unitario de 100.000 euros u otro importe superior a dicha cifra que sea múltiplo de 1.000 euros. Sin perjuicio de lo anterior, a efectos de su inclusión en los registros contables de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal (“**Iberclear**”) y sus entidades participantes autorizadas (las “**Entidades Participantes**”) y de su negociación en AIAF Mercado de Renta Fija, S.A. (“**AIAF**”), los Bonos se registrarán por un valor nominal unitario de 100.000 euros.

##### **4.2 Descripción del tipo y la clase de los valores ofertados que van a admitirse a cotización**

Los valores para los que se va a solicitar la admisión a negociación son bonos simples garantizados de rango sénior de NH.

Los Bonos están representados, tal y como se describe con mayor detalle en el apartado 4.4 siguiente, mediante sendos *Global Certificates* en forma nominativa, registrados a nombre del Common Depositary, actuando por cuenta de Euroclear Bank S.A./N.V. (“**Euroclear**”) y Clearstream Banking, *société anonyme* (“**Clearstream**”): un *Global Certificate* correspondiente a los Bonos suscritos fuera de los Estados Unidos por inversores no estadounidenses de acuerdo con la *Regulation S* (“**Bonos Reg S**”) y otro *Global Certificate* correspondiente a los Bonos suscritos en los Estados Unidos o por inversores estadounidenses de acuerdo con la *Rule 144A* (“**Bonos 144A**”). Asimismo tienen las demás características que se describen en la presente Nota sobre los Valores.

Los códigos ISIN (*International Securities Identification Number*) de los Bonos son XS0954676283 para los Bonos Reg S y XS0954673348 para los Bonos 144A, que se corresponden con cada uno de los *Global Certificates* como se describe con mayor detalle en el apartado 4.4 siguiente. A la fecha de la presente Nota sobre los Valores el valor nominal del *Global Certificate* representativo de los Bonos Reg S es de 232.030.000 y el valor nominal del *Global Certificate* representativo los Bonos 144A de 17.970.000. Sin perjuicio de ello, al registrarse los Bonos por un valor nominal unitario de 100.000 euros, de conformidad con lo indicado en el apartado 4.1 anterior, el saldo máximo de Bonos Reg S y de Bonos 144 A que se podrían dar de alta en Iberclear y negociar en AIAF sería de 232.000.000 euros y 17.900.000 euros, respectivamente. Por consiguiente, el número máximo de Bonos Reg S que

se podrían dar de alta en Iberclear y se podrían negociar en AIAF sería de 2.320, y el número máximo de Bonos 144A de 179.

#### **4.3 Legislación según la cual se han creado los valores**

Las emisiones estarán sujetas a Derecho español en lo que se refiere a (i) la capacidad de la Sociedad para realizar la Emisión de los Bonos y (ii) el orden de prelación de los Bonos en caso de concurso de la Sociedad.

Los Bonos, el Contrato de Emisión, el Contrato de Suscripción y las Garantías (descritas en los apartados 8.1 y 9.1) se registrarán e interpretarán de acuerdo con la ley del estado de Nueva York (Estados Unidos de América), quedando sometidas a la jurisdicción de los tribunales de la Ciudad de Nueva York cualesquiera demandas, acciones o procedimientos en relación con ellos.

Las Garantías Reales (descritas en los apartados 8.2 y 9.2) se registrarán e interpretarán de conformidad con la ley aplicable a cada una de ellas.

#### **4.4 Representación de los valores**

Los Bonos tienen forma nominativa y están representados mediante dos *Global Certificates* nominativos a nombre de BNPP2S Luxemburgo, un *common depositary* participante de Euroclear y Clearstream: un Global Certificate correspondiente a los Bonos suscritos fuera de los Estados Unidos por inversores no estadounidenses de acuerdo con la *Regulation S* ("**Bonos Reg S**") y otro Global Certificate correspondiente a los Bonos suscritos en los Estados Unidos o por inversores estadounidenses de acuerdo con la *Rule 144A* ("**Bonos 144A**").

La Sociedad mantendrá a uno o más encargados del registro (el "**Registro**"). BNPP2S Luxemburgo es el Encargado del Registro inicial y mantiene un registro en el que consta el nombre de los Bonos representados mediante títulos físicos (figurando en la actualidad únicamente el Common Depositary como depositario de los *Global Certificates* en beneficio de los Bonos representados mediante anotaciones en cuenta a través de Euroclear, Clearstream y, a través de la Entidad de Enlace, a través de Iberclear). A cada uno de los *Global Certificates* corresponden anotaciones en cuenta en Euroclear, Clearstream y, a través de la Entidad de Enlace, a través de Iberclear, con un código ISIN diferente: el ISIN XS0954676283 se corresponde con los Bonos Reg S y el ISIN XS0954673348 con los Bonos 144A.

Asimismo BNPP2S Luxemburgo es el Agente de Pagos y realiza los pagos correspondientes a los Bonos en nombre y por cuenta de la Sociedad.

A efectos de la negociación de los Bonos en AIAF, NH, en cumplimiento de lo previsto en la legislación española en materia de negociación de valores extranjeros en los mercados españoles, ha suscrito el 13 de mayo de 2014 un contrato de custodia en el extranjero, enlace y agencia de pagos (el "**Contrato de Enlace**") con BNPP2S Luxemburgo (a quien ha designado como Entidad Custodia en el Extranjero) y BNPP2S España (a quien ha designado como Entidad de Enlace y Agente de Pagos Español) quien permitirá practicar las inclusiones y exclusiones de los Bonos en el sistema de registro contable a cargo de Iberclear y sus Entidades Participantes, establecerá los mecanismos necesarios para el ejercicio de sus derechos por quienes figuren inscritos como titulares de Bonos en los registros contables de

Iberclear y de sus Entidades Participantes y garantizará que, en todo momento, los Bonos anotados en los registros de Iberclear coincidan con su participación en los *Global Certificates* (tal y como figura en el sistema Clearstream). Por lo tanto, en virtud de dicho Contrato de Enlace, la Entidad de Enlace aparece en Clearstream como titular de los Bonos por cuenta de los titulares de Bonos que figuran en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes. La Entidad de Enlace será el titular de los Bonos que se incluyan en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes para su negociación en AIAF, por figurar como titular de los mismos en el sistema Clearstream, en el que actuará por cuenta de los inversores que aparezcan inscritos en cada momento como titulares de los Bonos en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes.

A efectos de su inclusión en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes y de su negociación en AIAF, los Bonos se registrarán por un valor nominal unitario de 100.000 euros.

Debe tenerse en cuenta además que, en todo caso, el ejercicio de derechos correspondientes a los Bonos representados mediante anotaciones en cuenta, ya sea en los registros contables de Euroclear, Clearstream o Iberclear y sus Entidades Participantes está supeditado al efectivo ejercicio de los mismos por el Common Depositary, o la entidad que le sustituya en el futuro, como custodio de los *Global Certificates*.

Se resumen a continuación las principales características del Contrato de Enlace:

1. El contrato tiene una duración indefinida, si bien NH podrá revocar la designación de BNPP2S Luxemburgo como Entidad Custodia en el Extranjero o de BNPP2S España como Entidad de Enlace o Agente de Pagos Español bajo el Contrato de Enlace, en cualquier momento mediante un preaviso de al menos 30 días a la fecha de sustitución.

La revocación por NH de la designación de BNPP2S Luxemburgo como Entidad Custodia en el Extranjero o de BNPP2S España como Entidad de Enlace o Agente de Pagos Español bajo el Contrato de Enlace no será efectiva hasta que NH haya suscrito un nuevo contrato con una o más entidades que asuman las obligaciones previstas en el Contrato de Enlace con relación a la entidad sustituida y dicho nuevo contrato haya sido aprobado por Iberclear.

2. No obstante, cualquiera de las partes podrá dar por resuelto el contrato, en cualquier momento ante el incumplimiento por la otra parte de sus obligaciones.
3. La resolución del contrato deberá comunicarse por la Sociedad a la CNMV mediante de la publicación de un hecho relevante. Asimismo, deberá ser notificada a Iberclear.

Se detallan a continuación las funciones de BNPP2S Luxemburgo como Entidad Custodia en el Extranjero y de BNPP2S España como Entidad de Enlace y Agente de Pagos Español conforme al Contrato de Enlace:

1. Entidad Custodia en el Extranjero:

- (a) Garantizar la existencia, regularidad, inmovilización y afección exclusiva al sistema de registro contable a cargo de Iberclear y sus Entidades Participantes de los Bonos que, en cada momento, comunique a la Entidad de Enlace para su inclusión en dicho sistema.

- (b) No comunicar a la Entidad de Enlace la inclusión de Bonos en el depósito afecto en exclusiva al sistema registral a cargo de Iberclear y sus Entidades Participantes, salvo que se trate de Bonos regularmente adquiridos y libres de toda carga, gravamen o limitación a la libre negociación y transmisibilidad y que además tenga efectivamente contabilizados en sus cuentas de terceros e inmovilice, si es preciso, a tales efectos.
- (c) Mantener en todo momento y circunstancia, en coordinación con la Entidad de Enlace, permanentemente cuadrado el saldo de los Bonos Reg S y los Bonos 144A que tiene reconocidos en la correspondiente cuenta o depósito como Bonos afectos al sistema de registro a cargo de Iberclear y sus Entidades Participantes, con el saldo que la Entidad de Enlace mantenga de los Bonos Reg S y los Bonos 144A incluidos en dicho sistema registral.

2. Entidad de Enlace:

- (a) Representar a NH, en aquellos supuestos en que NH no actúe por sí mismo, ante las instituciones españolas públicas o privadas en relación con todas aquellas actividades que sean necesarias o convenientes para la inclusión de los Bonos en los registros contables a cargo de Iberclear y de sus Entidades Participantes y la subsiguiente admisión a cotización de los Bonos en AIAF.
- (b) Establecer y mantener los mecanismos necesarios para posibilitar en todo momento el ejercicio de los derechos políticos y económicos por cuenta de los bonistas reconocidos a través del sistema a cargo de Iberclear, en atención a las circunstancias concretas de los Bonos.
- (c) Acreditar ante Iberclear, con carácter previo al alta de los Bonos en los registros contables a cargo de Iberclear y sus Entidades Participantes, las características generales de los Bonos y los flujos previstos, en particular los referidos a pagos de intereses, cupones u otras operaciones financieras o societarias de las que la Entidad de Enlace tuviera conocimiento en cualquier momento.
- (d) Coordinar las actuaciones necesarias con la Entidad Custodia en el Extranjero que permitan practicar correcta y puntualmente la inclusión y exclusión de los Bonos en el sistema registral a cargo de Iberclear y sus Entidades Participantes.
- (e) Establecer y mantener, en coordinación con la Entidad Custodia en el Extranjero, los mecanismos necesarios para garantizar en todo momento y circunstancia la correcta y permanente correspondencia entre el saldo de Bonos incluido y registrado en el sistema de registro contable a cargo de Iberclear y sus Entidades Participantes y el saldo de los Bonos depositados o registrados en la Entidad Custodia en el Extranjero, haciéndose responsable de los perjuicios que pudieran derivarse de cualquier alteración o discrepancia de esta equivalencia.
- (f) Tramitar las modificaciones de los saldos de los Bonos Reg S y los Bonos 144A que se hayan solicitado de acuerdo con el Contrato de Emisión, así como mantener, en todo momento y circunstancia, la correcta y permanente correspondencia entre el saldo de los Bonos Reg S y los Bonos 144A incluidos y

registrados en el Sistema y el saldo de los Bonos Reg S y los Bonos 144A depositados o registrados en la Entidad Custodia en el Extranjero.

- (g) Contar con los medios técnicos adecuados para realizar puntualmente las inclusiones y exclusiones de los Bonos y cualquier otro tipo de operaciones, así como para comunicar cualquier circunstancia o información que afecte a los Bonos registrados en el sistema a cargo de Iberclear.

3. Agente de Pagos Español:

El Agente de Pagos Español realizará, de acuerdo con el contenido del registro de anotaciones en cuenta de Iberclear, y a través de la Entidad Participante designada por cada titular de los Bonos, los pagos en concepto de principal e intereses que en cada caso deban ser efectuados a favor de los titulares de los Bonos. A tal fin, NH abonará al Agente de Pagos Español, en la cuenta designada por esta entidad al efecto, a través del Agente de Pago y Transmisión y el sistema de Euroclear y Clearstream, las cantidades en efectivo correspondientes a dichos pagos, y el Agente de Pagos Español, una vez recibidos los fondos, procederá a su distribución entre las Entidades Participantes correspondientes a los titulares de Bonos.

Se hace constar que, al haberse producido la emisión en noviembre de 2013 y corresponder el registro originario de los Bonos a Clearstream, a la fecha de esta Nota sobre los Valores no hay saldo de Bonos en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes; sin perjuicio de lo señalado anteriormente sobre la posibilidad de que los titulares de los Bonos puedan solicitar en el futuro la inclusión o exclusión de los Bonos en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes.

El procedimiento establecido por la Entidad de Enlace para proceder a la inclusión de los Bonos en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes es el siguiente:

- El bonista que desee incluir sus Bonos en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes deberá comunicar tal voluntad a (i) la Entidad Participante que desee que se encargue del registro de sus Bonos, que a su vez lo comunicará a Iberclear (para su confirmación con la Entidad de Enlace); y (ii) a la Entidad Custodia en el Extranjero (a través de Clearstream).
- La Entidad de Enlace y la Entidad Custodia en el Extranjero casarán las comunicaciones recibidas, procediendo esta última a la recepción y bloqueo de los Bonos en la cuenta específicamente habilitada para ello en Clearstream.
- Una vez bloqueados los Bonos en Clearstream, la Entidad Custodia en el Extranjero remitirá un certificado de bloqueo a la Entidad de Enlace, quien confirmará el bloqueo de los Bonos a Iberclear.
- Por último, recibida tal confirmación de bloqueo de los Bonos en Clearstream, Iberclear incluirá los Bonos en sus sistemas.

El procedimiento establecido por la Entidad de Enlace para proceder a la exclusión de los Bonos en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes es el siguiente:

- El bonista que desee excluir sus Bonos de los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes deberá comunicar tal voluntad a (i) la Entidad Participante que

se encargue del registro de sus Bonos, que a su vez lo comunicará a Iberlcear (para su confirmación con la Entidad de Enlace); y (ii) a la Entidad Custodia en el Extranjero (a través de Clearstream).

- La Entidad de Enlace y la Entidad Custodia en el Extranjero casarán las comunicaciones recibidas, procediendo la segunda al desbloqueo de los Bonos en la cuenta específicamente habilitada para ello en Clearstream y a la entrega de los Bonos en la cuenta designada por el bonista.
- Tal desbloqueo será comunicado a Iberlcear quien procederá a la exclusión de los Bonos de sus registros contables.

#### **4.5 Divisa de emisión de los valores**

Los Bonos están denominados en euros.

#### **4.6 Orden de prelación**

##### 4.6.1 Los Bonos

Los Bonos constituyen obligaciones no subordinadas con un rango de prelación *pari-passu* en relación con las obligaciones existentes y futuras de la Sociedad que no estén subordinadas a los Bonos, incluyendo las obligaciones derivadas de los Bonos Convertibles y las derivadas del Crédito Sindicado.

Los Bonos están garantizadas con las mismas garantías personales y reales que el Crédito Sindicado. Los garantes reseñados en el apartado 8.1 siguiente de la nota de valores (los “**Garantes**”) garantizan plena e irrevocablemente las obligaciones de pago bajo ambos instrumentos de deuda.

Las obligaciones están estructuralmente subordinadas a las obligaciones existentes y futuras de las filiales de la sociedad que no sean Garantes y están asimismo subordinadas a las obligaciones presentes y futuras de la Sociedad que estén garantizadas por activos que no garanticen los Bonos, en la medida del valor de los activos que garanticen tales obligaciones.

##### 4.6.2 Las Garantías de los Bonos

Cada Garantía (según se describe en el apartado 9.1 siguiente de la nota de valores) constituye una garantía personal del Garante respecto de las obligaciones de pago de NH bajo los Bonos y el Crédito Sindicado con el mismo orden de prelación que las restantes obligaciones existentes y futuras del Garante que no estén subordinadas a la Garantía.

La Garantía tiene la condición de sénior con respecto a las obligaciones existentes y futuras del Garante correspondiente que estén subordinadas a ella, y está efectivamente subordinada a las obligaciones existentes y futuras del Garante correspondiente que estén garantizadas por activos que no garanticen la Garantía del Bono, en la medida del valor de los activos que garanticen tales obligaciones. Asimismo, está estructuralmente subordinada a las obligaciones existentes y futuras de cualquiera de las Filiales del Garante correspondiente que no sean, a su vez, Garantes.

## **4.7 Derechos vinculados a los valores, limitaciones y procedimiento para su ejercicio**

### **4.7.1 Métodos de recepción de pagos de los Bonos**

La Sociedad pagará el principal, los intereses, las eventuales primas de amortización y cualesquiera Cantidades Adicionales debidas sobre los Certificados Globales, en la oficina del Agente de Pagos. El Agente de Pagos, a su vez, procederá a su distribución entre los distintos titulares de las cuentas de Euroclear y Clearstream (incluida la Entidad de Enlace –por lo que respecta a los Bonos inscritos en la fecha de pago en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes– quien abonará posteriormente dichos intereses a las Entidades Participantes donde figuren depositados Bonos dentro del sistema de registro contable español para su pago a sus titulares finales). Por lo tanto, los titulares de Bonos recibirán los pagos derivados de sus valores a través de Euroclear y Clearstream, Luxemburgo y, en caso de que opten por depositarlos en Iberclear, por medio de la Entidad de Enlace a través de la Entidad Participante en Iberclear en la que tengan depositados los Bonos.

### **4.7.2 Agente de Pagos y Encargado del Registro de los Bonos**

La Sociedad mantendrá uno o más agentes de pagos para los Bonos en Luxemburgo. El Agente de Pagos inicial y el Agente de Transmisión inicial (responsable, entre otras cosas, de facilitar cualquier transmisión o intercambio de participaciones en los diferentes bonos globales entre sus titulares) es BNPP2S Luxemburgo.

Asimismo, la Sociedad se compromete a garantizar que mantiene un Agente de Pagos en un Estado Miembro de la Unión Europea que no esté obligado a retener o deducir impuestos de conformidad con la Directiva del Consejo Europeo 2003/48/CE o cualquier otra Directiva que implante las conclusiones de la reunión de los Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea (“**ECOFIN**”) de 26-27 Noviembre 2000, o cualquier norma de transposición, o de ejecución de dicha Directiva.

La Sociedad también mantendrá uno o más encargados del registro. El Encargado del Registro Inicial será BNPP2S Luxemburgo. El Encargado del Registro mantendrá un registro que reflejará los *Global Certificates* y cualesquiera otros títulos o certificados representativos de la propiedad de los Bonos que soliciten aquellos titulares que no deseen mantener sus Bonos anotados en cuenta en los registros contables de Euroclear, Clearstream o Iberclear (los “**Bonos Definitivos en Forma Nominativa**”).

La Sociedad podrá cambiar el Agente de Pagos, el Agente de Transmisión o el Encargado del Registro sin notificación previa a los titulares. Mientras los Bonos permanezcan admitidos a cotización en AIAF, NH comunicará cualquier cambio de Agente de Pagos, Agente de Transmisión o Encargado del Registro mediante el oportuno hecho relevante.

### **4.7.3 Cantidades Adicionales**

Todos los pagos realizados por la Sociedad o cualquier Garante (en adelante, cada uno de ellos, un “**Responsable del Pago**”), derivados de los Bonos o de cualquier Garantía de los Bonos, se realizarán sin retención o deducción de cualquier impuesto, tasa o carga gubernamental similar, presente o futuro (incluidas las sanciones, impuestos adicionales, e intereses relacionados con éstos) (en adelante, los “**Impuestos**”), salvo que la retención o

deducción de tales impuestos vengan requeridas por ley. En caso de que una deducción o retención de un Impuesto exigido por:

- (1) La Administración central o cualquier administración autonómica o local españolas o autoridad gubernamental de cualquiera de éstas con potestad para establecer o recaudar impuestos;
- (2) cualquier jurisdicción (o cualquier subdivisión política o autoridad gubernamental de cualquiera de éstas con potestad para establecer o recaudar impuestos) desde la cual (o a través de la cual) un Responsable del Pago realice cualquier pago debido bajo los Bonos o la Garantía; o
- (3) cualquier otra jurisdicción (o cualquier subdivisión política o autoridad gubernamental de cualquiera de éstas con potestad para establecer o recaudar impuestos) conforme a cuya legislación un Responsable del Pago se haya constituido o donde sea considerado residente o realice actividades empresariales a efectos fiscales, o de cualquier subdivisión política o autoridad gubernamental de éstas que tengan potestad para establecer o recaudar impuestos (en adelante, cada uno de los supuestos de las cláusulas (1), (2) y (3), una “**Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales**”),

sea requerida en relación con cualesquiera pagos realizados respecto a los Bonos o a cualquier Garantía, incluidos los pagos del principal, los intereses o las primas de amortización, en su caso, el Responsable del Pago pagará (además de tales cantidades) las cantidades adicionales (en adelante, los “**Cantidades Adicionales**”) que sean necesarias para que los importes netos recibidos por cada beneficiario después de la mencionada deducción o retención, sean iguales a los importes que se hubieran recibido en ausencia de la retención o deducción. Por excepción, el Responsable del Pago no pagará Cantidades Adicionales respecto de:

- (1) un impuesto que no hubiera sido exigido de no existir una relación presente o pasada entre el titular o el beneficiario efectivo de un Bono y la Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales (incluido cualquier Impuesto que se exija por ser el titular o beneficiario efectivo un residente, nacional o domiciliado en la Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales, o esté desarrollando actividad comercial o manteniendo un establecimiento permanente en ésta), salvo que se trate de una relación resultante de la mera adquisición o disposición de tal Bono, del ejercicio de derechos derivados del Bono o de cualquier Garantía, o de la recepción de los pagos derivados de tal Bono o de cualquier Garantía;
- (2) un impuesto que no hubiera sido exigido si el titular o beneficiario efectivo de un Bono hubiera realizado una declaración de no residencia o hubiera solicitado una exención a la que tenía derecho, siempre que: (i) tal declaración de no residencia o la solicitud de exención sean exigidas por la normativa o prácticas administrativas aplicables de la Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales como condición previa a la exención de la deducción o retención, y que (ii) con una antelación mínima de 30 días respecto a la fecha del primer pago (en relación con la cual se exija tal declaración de no residencia o solicitud de exención), el titular relevante haya sido notificado (de conformidad con los procedimientos establecidos en el apartado 4.9.6 “*Selección y*

*Notificación*”) por el Responsable del Pago, u otra persona a través de la cual pudiera realizarse el pago, de que la realización de una declaración de no residencia o la solicitud de exención era necesaria (en la medida en que, tanto en (i) como en (ii), el titular o el beneficiario efectivo tenga derecho por ley a realizar tal declaración o solicitud).

- (3) un Bono presentado para el pago (cuando se requiera la presentación) más de 30 días después de que el pago relevante se ponga por primera vez a disposición del titular (excepto en la medida en que el titular hubiera tenido derecho a percibir Cantidades Adicionales si el Bono se hubiera presentado durante tal periodo de 30 días);
- (4) un Impuesto que sea pagadero de un modo diferente a mediante la retención a cuenta de los pagos derivados de los Bonos o de cualquier Garantía;
- (5) impuestos sobre bienes inmuebles, de sucesiones, de transmisiones patrimoniales o similares;
- (6) una retención o deducción impuestas respecto a un pago a un titular o beneficiario efectivo y cuya realización se exija de conformidad con la Directiva de la Unión Europea en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro (en adelante, la “**Directiva**”) que fue adoptada por el Consejo ECOFIN de la Unión Europea (Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la UE) el día 3 de junio 2003, o cualquier otra Directiva que implemente las conclusiones de la reunión del ECOFIN de 26-27 de noviembre 2000, o cualquier norma de transposición o introducida de conformidad con dicha Directiva;
- (7) un Impuesto que se exija con respecto a un pago realizado a un titular de los Bonos que hubiera podido evitar tal retención o deducción presentando el Bono al cobro a otro Agente de Pagos en un Estado Miembro de la Unión Europea;
- (8) cualesquiera impuestos exigidos con respecto a cualquier pago derivado de los Bonos o las Garantías a un titular respecto al cual la Sociedad o cualquier Garante no haya recibido previamente la información necesaria para permitir que los pagos de dicho Bono se realicen de acuerdo con la normativa española sin ninguna retención o deducción en concepto de impuestos. Ello incluye la recepción de la declaración de pago debidamente formalizada y cumplimentada por parte del Agente de Pagos y del Agente de Pagos Español requeridas con el fin de cumplir con los procedimientos previstos en la Ley 13/1985 del 25 de mayo, el Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, modificado por el Real Decreto 1145/2011, de 29 de julio, y cualquier norma de ejecución del mismo;
- (9) cualesquiera impuestos exigidos a una entidad jurídica residente en España sujeta a la Ley del Impuesto sobre Sociedades si las autoridades fiscales del Reino de España determinasen que los Bonos no cumplen con los requisitos de exención establecidos en cualquier norma fiscal aplicable, incluida la resolución de la Dirección General de Tributos con fecha de 27 de julio de 2004, o cualquier normativa en su ejecución o introducida de conformidad con ésta, que requiera que se practique una retención;

- (10) cualquier combinación de las circunstancias contempladas en los párrafos (1) a (9) anteriores.

Tampoco se pagará Cantidades Adicionales en relación con pagos a un titular que no sea el beneficiario efectivo de tales Bonos, en la medida en que el beneficiario efectivo no hubiera tenido derecho a Cantidades Adicionales si hubiera sido el titular directo de tales Bonos.

El agente de retención correspondiente: (i) realizará cualquier retención o deducción exigidas y (ii) remitirá todo el importe deducido o retenido a la Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales de conformidad con la legislación aplicable. El Responsable del Pago hará todo lo posible para obtener de cada Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales que implante tales Impuestos copias de los recibos que prueben el pago, y proporcionará tales copias al *Trustee* (o al titular si lo solicita). Si las copias de tales recibos no pueden obtenerse, el Responsable de Pago correspondiente proporcionará al *Trustee* (o al titular si lo solicita por escrito) otras pruebas de pago razonablemente satisfactorias para éstos. Las copias de la documentación estarán disponibles para su inspección por los titulares de los Bonos, durante el horario de trabajo habitual en la oficina del *Trustee* así como en la oficina del Agente de Pagos en Luxemburgo y en la oficina del Agente de Pagos Español.

Al menos 30 días antes de cada fecha en que un pago derivado de los Bonos o de la Garantía de los Bonos haya vencido y sea pagadero (salvo que la mencionada obligación de pagar Cantidades Adicionales surja poco antes o después del día 30 previo a tal fecha, en cuyo caso será inmediatamente después), si el Responsable del Pago está obligado a pagar Cantidades Adicionales en relación con tal pago, entregará al *Trustee* y al Agente de Pago un certificado firmado por un directivo del primero (“**Certificado de un Directivo**”) que establezca el hecho de que tales Cantidades Adicionales son pagaderas, la cuantía a abonar y el resto de la información necesaria para que el Agente de Pagos los abone a los titulares en la fecha de pago. Se confiará en cada uno de tales certificados hasta la recepción de un nuevo certificado que se refiera a las materias en cuestión.

Todas las referencias en el Contrato de Emisión, en los Bonos, en las Garantías y en la presente Nota sobre los Valores a:

- (1) el pago del principal,
- (2) el precio de adquisición en relación con una oferta de recompra de Bonos,
- (3) el interés, o
- (4) cualquier otro importe pagadero sobre los Bonos o sobre cualquier Garantía de los Bonos o respecto a éstos,

se considerará que incluyen el pago de las Cantidades Adicionales conforme a este apartado en la medida en que sean exigibles.

El Responsable del Pago pagará cualquier Impuesto que se establezca en cualquier Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales en relación con la ejecución, emisión, entrega, o

registro de cualquier Bono, del Contrato de Emisión, de cualquier Garantía de los Bonos o de cualquier otro documento o instrumento mencionados en los anteriores (distinto de cualquier Impuesto exigible en relación con las transmisiones de Bonos).

Las obligaciones anteriores se aplicarán *mutatis mutandis* a cualquier sucesor de un Responsable del Pago en cualquier jurisdicción (o cualquier subdivisión política o autoridad gubernamental de ésta con potestad para establecer y recaudar impuestos) conforme a cuya legislación el sucesor se constituya, donde lleve a cabo negocios o sea considerado residente a efectos fiscales, o en cualquier jurisdicción (o cualquier subdivisión política o autoridad gubernamental de ésta con potestad para establecer y recaudar impuestos) desde la que (o a través de la cual) el sucesor (o su agente de pago) realice cualquier pago en virtud de los Bonos o cualquier Garantía de los Bonos.

#### 4.7.4 Bonos Adicionales

La Sociedad podrá emitir en cualquier momento Bonos adicionales fungibles con los Bonos emitidos inicialmente de conformidad con el Contrato de Emisión bajo las condiciones indicadas en el punto (B) del apartado 4.7.6 “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*” (en adelante, los “**Bonos Adicionales**”). Cualquier Bono Adicional que la Sociedad emita en el futuro será idéntico en todos los aspectos a los Bonos que la Sociedad emitió de conformidad con el Contrato de Emisión (incluido lo relativo a las Garantías de los Bonos), salvo que los Bonos emitidos en el futuro tendrán diferentes fechas de emisión y podrán tener diferentes precios de emisión.

Todos los Bonos, incluido cualquier Bono Adicional, serán tratados como bonos de la misma clase a todos los efectos de conformidad con el Contrato de Emisión, incluidos (a título meramente enunciativo y no limitativo), los siguientes supuestos: con respecto a renunciaciones, modificaciones, amortizaciones y ofertas de recompra; en el entendido de que los Bonos Adicionales no se emitirán con el mismo código ISIN que los Bonos en circulación salvo que tales Bonos Adicionales sean fungibles con los Bonos existentes. Salvo que el contexto exija otra cosa, a todos los efectos del Contrato de Emisión y de esta Nota sobre los Valores las referencias a los Bonos incluirán los Bonos a los que se refiere el Contrato de Emisión y cualquier Bono Adicional emitido.

#### 4.7.5 Filiales Restringidas

Inicialmente, todas las Filiales de NH son “**Filiales Restringidas**”. No obstante, en las circunstancias descritas en el punto (G) del apartado siguiente, NH podrá designar una serie de Filiales como “**Filiales no Restringidas**”. Las Filiales no Restringidas no estarán sujetas a ninguno de los pactos restrictivos del Contrato de Emisión.

#### 4.7.6 Ciertos Pactos

##### (A) *Pagos Restringidos*

NH no realizará, ni permitirá que ninguna de sus Filiales Restringidas realice, directa o indirectamente, lo siguiente:

- (1) declarar o pagar cualquier dividendo o efectuar cualquier otro pago o distribución a cuenta de la Participación en el Patrimonio de la Sociedad o de cualquiera de sus Filiales Restringidas (incluido, a título meramente enunciativo y no limitativo, cualquier pago en relación con cualquier fusión o integración empresarial en la que participe la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas), a los titulares directos o indirectos de la Participación en el Patrimonio de la Sociedad o de cualquiera de sus Filiales Restringidas en calidad de tales (que no sean (i) dividendos o distribuciones pagaderas en Participaciones en el Patrimonio (distintas de Acciones Rescatables) de la Sociedad, (ii) dividendos o distribuciones a la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas y (iii) dividendos o distribuciones a *prorrata* efectuadas por una Filial, que no sea una Filial participada al 100%, a accionistas minoritarios (o equivalente en caso de una Filial que sea una entidad distinta de una sociedad anónima));
- (2) amortizar, adquirir o retirar de otro modo a título oneroso cualquier instrumento de Patrimonio de la Sociedad (incluidas, a título meramente enunciativo y no limitativo, las operaciones en relación con cualquier fusión o integración empresarial en que participe la Sociedad);
- (3) efectuar cualquier pago en relación con Deuda que esté subordinada en cuanto a derecho de pago a los Bonos o a las Garantías (o amortizarla, adquirirla o retirarla de otro modo a título oneroso), excepto el pago de los intereses o nominal en el Vencimiento Establecido de ésta; o
- (4) llevar a cabo cualquier inversión que no sea una Inversión Permitida (en adelante, todos los pagos de las cláusulas (1) a (4) se denominarán conjuntamente “**Pagos Restringidos**”),

salvo que, en el momento de efectuar tales Pagos Restringidos y considerando la situación existente con posterioridad a haberlos efectuado:

- (1) no haya tenido, continúe teniendo o pueda tener lugar ningún Incumplimiento o Supuesto de Incumplimiento (tal y como están definidos en el apartado 4.7.7) como consecuencia de tales Pagos Restringidos; y
- (2) se hubiera permitido a la Sociedad, después de dar efecto pro forma a tales Pagos Restringidos (incluida la aplicación de éstos) como si tales Pagos Restringidos se hubieran efectuado al principio del periodo aplicable de cuatro trimestres, asumir al menos un euro de Deuda adicional (que no sea Deuda Permitida, *vid.* Punto (B) “*Asunción de Deuda y Emisión de acciones preferentes y Acciones Rescatables*” en este apartado) de conformidad con la prueba de Ratio de Cobertura de Cargas Fijas expuesta en el punto (B) en este primer apartado; y
- (3) tales Pagos Restringidos, junto con el importe agregado del resto de Pagos Restringidos efectuados por la Sociedad y sus Filiales Restringidas después de la Fecha de Emisión (excluidos los Pagos Restringidos permitidos por las cláusulas (2), (3), (4), (5) y (9) de los siguientes apartados), sean menores que el importe, sin duplicación, de:

- (a) 50% de los Ingresos Netos Consolidados de la Sociedad para el periodo (tomado como un periodo contable) que comprende desde el primer día del primer trimestre fiscal completo inmediatamente anterior a la Fecha de Emisión, hasta el final del trimestre fiscal de la Sociedad finalizado más recientemente respecto al que están disponibles los estados financieros internos en el momento de tal Pago Restringido (o, si tales Ingresos Netos Consolidados totales para tal periodo son deficitarios, menos el 100% de tal déficit), más
- (b) 100% de los Ingresos en Efectivo Netos Agregados y el Valor de Mercado Razonable de los bienes, activos o valores negociables recibidos por la Sociedad desde la Fecha de Emisión como una aportación a su capital común tangible, o desde la fecha de emisión o venta de Participaciones en el Patrimonio de la Sociedad (en ambos caso, distintas de Acciones Rescatables, Aportaciones Excluidas o Capital Social de la Sociedad de los que la Sociedad sea titular en la Fecha de Emisión o con anterioridad a tal fecha) o desde la emisión o venta de Acciones Rescatables convertibles o canjeables o títulos de deuda convertibles o canjeables de la Sociedad que hayan sido convertidos en Participaciones en el Patrimonio o canjeados por tales instrumentos (distintos de Participaciones en el Patrimonio o Acciones Rescatables o títulos de deuda) vendidos a una Filial de la Sociedad o que procedan de Aportaciones Excluidas), más
- (c) 100% de cualquier dividendo o distribución (incluidos los pagos realizados respecto a préstamos o anticipos) recibidos por la Sociedad o una Filial Restringida después de la Fecha de Emisión de una Filial No Restringida de la Sociedad o de una *Joint Venture* Permitida, en la medida en que tales dividendos o distribuciones no hayan estado incluidos de otro modo en los Ingresos Netos Consolidados de la Sociedad para tal periodo (y siempre que tales dividendos o distribuciones no estén incluidos en el cálculo de tal importe de Inversiones Permitidas de conformidad con la cláusula (9) de la definición de éstas), más
- (d) en la medida en que cualquier Filial No Restringida de la Sociedad sea nuevamente designada como una Filial Restringida después de la Fecha de Emisión, el Valor de Mercado Razonable de la Inversión de la Sociedad en tal Filial a partir de la fecha de la nueva designación, más
- (e) en la medida en que cualquier Inversión Restringida que se haya realizado después de la Fecha de Emisión se venda por efectivo o se liquide o amortice de otro modo por efectivo o Equivalentes en Efectivo (incluidos, a título meramente enunciativo y no limitativo, cualquier venta por efectivo u otros Equivalentes en Efectivo de un Instrumento de Patrimonio en una Filial No Restringida), la devolución de efectivo del capital respecto a tales Inversiones Restringidas (menos el coste de disposición, si existe).

Las previsiones anteriores no impiden:

- (1) el pago de dividendos en un plazo de 60 días a partir de la fecha de declaración del dividendo, si en la fecha de declaración del dividendo el pago hubiera cumplido las disposiciones del Contrato de Emisión;
- (2) la amortización, recompra o similar de Deuda de la Sociedad o de cualquier Filial Restringida, o de instrumentos de Patrimonio de la Sociedad mediante la conversión a (en caso de Deuda) o en intercambio por, o a partir de los Ingresos en Efectivo Netos de la venta prácticamente simultánea (que no sea a una Filial de la Sociedad), de Participaciones en el Patrimonio de la Sociedad (distintas de Acciones Rescatables) o de la aportación prácticamente simultánea de capital propio a la Sociedad; *siempre que* el importe de cualquiera de tales Ingresos en Efectivo Netos que son utilizados para tal amortización, recompras o similar, esté excluido de la cláusula (b) del apartado anterior;
- (3) la amortización, recompra o similar de Deuda subordinada de la Sociedad o de cualquier Garante con los Ingresos en Efectivo Netos derivados de la asunción de Refinanciación Permitida respecto de tal Deuda subordinada;
- (4) ningún Pago Restringido realizado mediante intercambio de los ingresos de la venta actual de las Participaciones en el Patrimonio de la Sociedad (que no sean de Acciones Rescatables) o de la aportación simultánea de capital en efectivo recibido por la Sociedad de sus accionistas; siempre que, sin embargo, los Ingresos en Efectivo Netos de tal venta o aportación de capital en efectivo estén excluidos de la cláusula (b) del apartado anterior;
- (5) la recompra, amortización u otra adquisición onerosa de Participaciones en el Patrimonio de la Sociedad o sus Filiales Restringidas que representen fracciones de acción de tales Participaciones en el Patrimonio en relación con una fusión o integración de la Sociedad o cualquiera de tales Filiales Restringidas;
- (6) mientras el Porcentaje de Capital Flotante supere el 20%, los pagos de dividendos o la recompra, amortización u otra adquisición de Participaciones en el Patrimonio de la Sociedad hasta un 5% anual de la Capitalización de Mercado de la Sociedad; *bien entendido que* tales Pagos Restringidos únicamente podrán realizarse si el Coeficiente de Apalancamiento para los cuatro trimestres fiscales de la Sociedad finalizados más recientemente respecto al que están disponibles los estados financieros internos inmediatamente antes de la fecha en que se efectúan tales Pagos Restringidos, según el caso, no ha sido superior a 4,50 a 1,00, tal y como se determina según una base pro forma;
- (7) la adquisición, cancelación o retirada onerosa de Capital Social de la Sociedad (incluida cualquier opción, warrants o similar) a los Inversores de Gestión; *siempre que* tales pagos no superen un importe (neto de amortizaciones de cualquiera de tales préstamos o anticipos) igual a 4 millones de euros *más* los Ingresos en Efectivo Netos recibidos por la Sociedad o sus Filiales Restringidas desde la Fecha de Emisión procedentes de la emisión o venta a los Inversores de Gestión del Capital Social (incluida cualquier opción, warrants u otros derechos al respecto), en la medida en que tales Ingresos en Efectivo

Netos no hayan sido designados como Aportaciones Excluidas, y no estén incluidos en ningún cálculo de conformidad con la cláusula (b) del apartado anterior;

- (8) los préstamos o anticipos realizados a los empleados, directivos o consejeros (sin incluir a los Titulares Permitidos) por importes que no superen en ningún momento los 2 millones de euros pendientes;
- (9) los Pagos Restringidos realizados con los ingresos de Aportaciones Excluidas;
- (10) los Pagos Restringidos de conformidad con la cláusula (6) del segundo apartado de “*Transacciones con Asociadas*” (punto (E));
- (11) los Pagos Restringidos realizados en relación con la Refinanciación;
- (12) otros Pagos Restringidos realizados después de la fecha de emisión por un importe (medido en la fecha en que se realizó cada uno de tales Pagos Restringidos), junto con el resto de los Pagos Restringidos efectuados de conformidad con la presente cláusula (12), no superior a los 25 millones de euros (*bien entendido que* si una Inversión se realiza de conformidad con la presente cláusula en una Persona que no sea una Filial Restringida y tal Persona se designa posteriormente como una Filial Restringida, tal Inversión se considerará que se ha hecho de conformidad con la cláusula (3) de la definición de “*Inversiones Permitidas*” y no con esta cláusula);

siempre que, después de dar efecto a cualquier Pago Restringido mencionado en las cláusulas (6), (7), (8) o (12) de este apartado, haya ocurrido, esté ocurriendo ni vaya a ocurrir ningún Incumplimiento ni Supuesto de Incumplimiento como consecuencia de éste.

El importe de todos los Pagos Restringidos que no sean en efectivo será el Valor de Mercado Razonable, en la fecha del Pago Restringido, de los activos o valores que se proponga que sean transmitidos o emitidos por la Sociedad o tales Filiales Restringidas.

*(B) Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*

Ni NH ni las Filiales Restringidas asumirán directa o indirectamente deuda, incluida Deuda Adquirida, emitirán ninguna Acción Rescatable o permitirán que las Filiales Restringidas emitan ninguna acción preferente; en el entendido de que la Sociedad y cualquier Filial Restringida podrán asumir Deuda y Deuda Adquirida, la Sociedad podrá emitir Acciones Rescatables y cualquier Filial Restringida podrá emitir acciones preferentes, si la Ratio de Cobertura de Cargas Fijas para los cuatro trimestres fiscales completos de la Sociedad más recientemente finalizados respecto a la que están disponibles los estados financieros internos inmediatamente antes de la fecha en que se asuma tal Deuda adicional o en que se emitan tales Acciones Rescatables o Acciones Preferentes, ha sido al menos 2,00 a 1,00, determinada según una base pro forma (incluida una aplicación pro forma de los ingresos netos de éstas) como si la Deuda adicional se hubiese asumido (o las Acciones Rescatables o Acciones Preferentes se hubiesen emitido) al comienzo de tal periodo de cuatro trimestres; bien entendido que una Filial Restringida que no sea Garante o la Sociedad podrá asumir Deuda o emitir Acciones Rescatables o Preferentes de conformidad con el presente apartado

únicamente en la medida en que el Coeficiente de Apalancamiento del No Garante para los cuatro trimestres fiscales de la Sociedad finalizados más recientemente respecto al que están disponibles los estados financieros internos inmediatamente antes de la fecha en que se asuma tal Deuda o en que se emitan tales Acciones Rescatables o Acciones Preferentes no haya sido superior a 0,75 a 1,00, determinado según una base pro forma (incluida una aplicación pro forma de los ingresos netos de éste) como si tal deuda se hubiese asumido o las Acciones Rescatables o Acciones Preferentes se hubiesen emitido, según el caso, al comienzo de tal periodo de cuatro trimestres.

El primer apartado del presente pacto no impedirá la asunción de Deuda por parte de la Sociedad o sus Filiales Restringidas en alguno de los siguientes supuestos (en adelante, conjuntamente, “**Deuda Permitida**”):

- (1) la asunción de Deuda adicional y créditos documentarios de conformidad con el Crédito Sindicado:
  - (a) por un importe nominal agregado pendiente de conformidad con la presente cláusula (1)(a) que no supere el mayor de (i) 163,8 millones de euros y (ii) 264 millones de euros, menos el importe agregado de todas las reducciones comprometidas con respecto a cualquier préstamo en virtud de la presente cláusula (1)(a) que haya realizado la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas de conformidad con la cláusula (1)(a) del segundo apartado del pacto titulado “*Limitación sobre la Venta de Activos y Participaciones en el Patrimonio en las Filiales Restringidas*” (punto (F) de este apartado) desde la fecha del Contrato de Emisión; y
  - (b) de conformidad con las Líneas de Crédito Bilaterales pendientes en la Fecha de Emisión y la Refinanciación Permitida asumida para refinanciar cualquier Deuda asumida de conformidad con la presente cláusula (1)(b) menos, en el caso de la presente cláusula (1)(b), el importe agregado de todas las reducciones comprometidas con respecto a cualquier préstamo en virtud de la presente cláusula (1)(b) que haya realizado la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas de conformidad con la cláusula (1)(a) del segundo apartado del pacto titulado “*Limitación sobre la Venta de Activos y Participaciones en el Patrimonio en Filiales Restringidas*” punto (F) de este apartado desde la fecha del Contrato de Emisión;
- (2) la asunción de Deuda Existente.
- (3) la asunción: (a) por la Sociedad de Deuda representada por Bonos (sin incluir Bonos Adicionales) y (b) por la Sociedad, los Garantes y cualquier futuro Garante de Deuda representada por una Garantía de Bono (incluidas las Garantías de Bonos Adicionales, asumidas en cumplimiento del Contrato de Emisión);
- (4) la asunción de Deuda representada por Obligaciones derivada de un Arrendamiento Financiero, financiación de hipotecas, transacciones de venta y subarriendo, u obligaciones de préstamo de dinero asumidas a efectos de financiar todo o parte del precio de compra o coste de construcción o mejora de los bienes, planta o equipos utilizados en la actividad empresarial de la Sociedad o tales Filiales Restringidas, por un

importe nominal agregado, incluido toda la Refinanciación Permitida asumida para refinanciar una Deuda asumida de conformidad con la presente cláusula (4), que no exceda la mayor de las siguientes cantidades: 65 millones de euros y 3,5% de los Activos Tangibles Netos pendientes en cualquier momento;

- (5) la asunción por la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas de Refinanciación Permitida cuyos ingresos netos se utilizan para refinanciar una Deuda (que no sea Deuda entre las sociedades) que el Contrato de Emisión permite asumir de conformidad con el primer apartado del presente pacto o las cláusulas (2) (distinta de la Deuda a devolver de los ingresos de la Refinanciación, (3), (5), o (15) del presente apartado;
- (6) la asunción por la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas de Deuda entre ellas; en el entendido de que:
  - (a) si la Sociedad o cualquier Garante es la deudora y el acreedor no es un Garante, tal Deuda deberá ser “no garantizada” y expresamente subordinada al previo pago íntegro en efectivo de todas las Obligaciones respecto a la Garantía, y
  - (b) se considerará que constituye una asunción de Deuda por la Sociedad o una Filial Restringida que no estaba permitida por la presente Cláusula (6) cualquier transmisión posterior que dé lugar a que tal Deuda la ostente una persona que no sea la Sociedad o una Filial Restringida;
- (7) la asunción de Obligaciones de Cobertura con el fin de cubrir el riesgo de tipo de interés o el riesgo de tipo de cambio (i) con respecto a cualquier tipo de interés variable o Deuda no denominada en euros que esté permitido por el Contrato de Emisión que esté en circulación o (ii) para fines no especulativos en el curso ordinario de la actividad empresarial;
- (8) la garantía por la Sociedad o cualquiera de los otros Garantes (con sujeción al cumplimiento del pacto “*Garantías Adicionales de los Bonos y Garantías Reales*” del apartado 9.3) de la Deuda de la Sociedad o de una Filial Restringida, cuya asunción se ha permitido por otra disposición del presente pacto; en el entendido de que cuando la Deuda garantizada tenga el mismo rango o esté subordinada a los Bonos o a la Garantía, la garantía tendrá el mismo rango que la Deuda que garantiza;
- (9) la asunción de Deuda en relación con una o más créditos documentarios contingentes o fianzas de cumplimiento emitidos por la Sociedad o una Filial Restringida en el curso ordinario de la actividad empresarial o de conformidad con las obligaciones de autoseguro y sin que sea en relación con el préstamo de dinero o la obtención de crédito;
- (10) la asunción de Deuda que derive de contratos que estipulen la indemnización o ajuste del precio de compra (o de las garantías de las obligaciones de tales contratos), asumida en relación con la venta o disposición de cualquier activo o Filial Restringida, que no sean garantías o apoyos crediticios similares de la Sociedad o cualquier Filial Restringida de la Deuda asumida por la Persona que adquiera tales activos o filiales; en el entendido de que la Deuda máxima permitida por la presente cláusula (10) respecto a cualquiera de

las mencionadas disposiciones de un activo o filial no excederán de los Ingresos en Efectivo Netos procedentes de tales disposiciones o ventas;

- (11) la asunción de Deuda surgida de garantías a proveedores, arrendadores o clientes y asumida en el desarrollo corriente de la actividad empresarial;
- (12) la asunción de Deuda respecto de obligaciones derivadas de la legislación laboral;
- (13) Deuda derivada del *factoring* de Cuentas por Cobrar, surgida en el curso ordinario de la actividad empresarial; en el entendido de que (a) el acreedor no podrá dirigirse frente a ningún activo de la Sociedad o de cualquiera de sus Filiales Restringidas distinto de las Cuentas por Cobrar objeto del *factoring*, o (b) en caso de que la Deuda se refiera a algún activo de la Sociedad o de sus Filiales Restringidas, únicamente se considerará Deuda Permitida la parte de la Deuda que no se refiera al activo de la Sociedad o una de sus Filiales Restringidas distinto de las Cuentas por Cobrar objeto del *factoring*;
- (14) el otorgamiento de garantías respecto de la Deuda de *Joint Ventures* Permitidas por un importe que no exceda 10 millones de euros;
- (15) Deuda, Acciones Rescatables o Acciones Preferentes adquiridas por la Sociedad o cualquier Filial Restringida o adquiridas a través de un fusión u operación similar, de conformidad con el Contrato de Emisión; siempre que tal Deuda no se asuma ni las Acciones Rescatables o Acciones Preferentes se emitan en relación con tal adquisición o fusión, y después de dar efecto a tal adquisición o fusión, bien:
  - (a) la Sociedad o a la mencionada Filial Restringida pueda asumir al menos un euro de Deuda Adicional de conformidad con el test de Ratio de Cobertura de Cargas Fijas al que se refiere la primera frase del presente pacto; o
  - (b) la Ratio de Cobertura de Cargas Fijas de la Sociedad no sea inferior que inmediatamente antes de la adquisición o fusión; y
- (16) la asunción de Deuda Adicional (incluida la Deuda Adquirida) por un importe nominal agregado pendiente que no supere los 35 millones de euros, incluida toda la Refinanciación Permitida asumida para refinanciar una Deuda asumida de conformidad con la presente cláusula (16).

Cuando una Filial Restringida que no sea un Garante sea deudora solidaria con respecto a cualquier Deuda, el importe íntegro de tal Deuda será considerado a efectos del presente pacto como Deuda de una Filial Restringida no Garante.

El devengo de intereses, el pago de intereses de una Deuda en forma de Deuda Adicional con los mismos términos, y el pago de dividendos de Acciones Rescatables en forma de acciones adicionales de la misma clase no se considerarán como asunción de Deuda ni como emisión de Acciones Rescatables a efectos del presente pacto; siempre que el importe se incluya en el Gasto por Intereses Consolidado de la Sociedad.

La asunción por una Filial No Restringida de la Sociedad de Deuda Sin Recurso no se considerará ni asunción de Deuda ni una Emisión de Acciones Rescatables a efectos del presente pacto; en el entendido de que si cualquiera de tales Deudas deja de ser una Deuda Sin Recurso de tal Filial No Restringida, tal Deuda se considerará que constituye una asunción de Deuda por una Filial Restringida no permitida por el presente pacto.

A efectos de determinar el cumplimiento del presente pacto, en caso de que un instrumento la Deuda cumpla los criterios de más de una de las categorías de Deuda Permitida descritas en las cláusulas (1) a (16) anteriores, o en caso de que se pueda asumir en virtud del primer apartado del presente pacto, se permitirá a la Sociedad clasificar tal instrumento de Deuda en la fecha en la que ésta se asume, o reclasificar posteriormente todo o una parte de tal instrumento Deuda, de forma que cumpla con el presente pacto; en el entendido de que la Deuda derivada del Crédito Sindicado en virtud de la cláusula (1)(a) del segundo apartado del presente pacto, y la deuda derivada de las Líneas de Crédito Bilaterales en virtud de la cláusula (1)(b) del segundo apartado del presente pacto no podrán ser reclasificada, y la Deuda derivada del Crédito Sindicado pendiente o asumida en la Fecha de Emisión se considerará inicialmente asumida en tal fecha en virtud de la cláusula (1)(a) del segundo apartado de la descripción del presente pacto y la Deuda derivada de las Líneas de Crédito Bilaterales en circulación o asumida en la Fecha de Emisión se considerará inicialmente asumida en tal fecha en virtud de la cláusula (1)(b) del segundo apartado de la descripción del presente pacto.

*(C) Dividendos y Otras Restricciones de Pago que afecten a las Filiales*

NH no permitirá (ni permitirá que ninguna sus Filiales Restringidas imponga) ninguna restricción sobre la capacidad de cualquier Filial Restringida para:

- (1) pagar dividendos o realizar cualquier otra distribución de su Capital Social a la Sociedad o a cualquiera de sus Filiales Restringidas, o pagar cualquier deuda debida a la Sociedad o a cualquiera de sus Filiales Restringidas;
- (2) realizar préstamos o anticipos a la Sociedad o a cualquiera de sus Filiales Restringidas; o
- (3) transmitir cualquiera de sus bienes o activos a la Sociedad o a cualquiera de sus Filiales Restringidas.

Sin embargo, la anterior limitación no se aplicará cuando existan restricciones derivadas de:

- (1) contratos que regulen Deudas Existentes, Crédito Sindicado y Líneas de Crédito Bilaterales con efecto en la Fecha de Emisión, y cualquier modificación de tales; *siempre que* las modificaciones no sean más restrictivas, en su conjunto, que las contenidas en los mencionados contratos en la Fecha de Emisión;
- (2) el Contrato de Emisión, los Bonos, las Garantías, el Acuerdo entre Acreedores, los Documentos de Garantía y cualquier bono y garantía en relación con la posterior emisión de deuda de conformidad con el Contrato de Emisión y en términos no menos onerosos que éste;

- (3) leyes o normativa aplicables, o los términos de cualquier licencia, autorización o concesión para involucrarse en un Negocio Permitido;
- (4) cualquier instrumento de Deuda o Capital adquirido por la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas; tal restricción no será aplicable a ninguna Persona, ni a los bienes o activos de ninguna Persona, que no sean la Persona, o los bienes o activos de la Persona, adquiridos de este modo; *siempre que*, en caso de Deuda, tal Deuda sea permitida por los términos del Contrato de Emisión;
- (5) disposiciones habituales sobre no cesión en arrendamientos celebrados en el curso ordinario de la actividad empresarial;
- (6) obligaciones de pago derivadas de la adquisición de bienes en el curso ordinario de la actividad empresarial que impongan restricciones sobre bienes de la naturaleza descrita en la cláusula (4) del segundo apartado del pacto titulado “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*” (punto (B));
- (7) cualquier contrato para la venta u otra disposición de una Filial Restringida que restrinja las distribuciones por tal Filial Restringida estando pendiente su venta u otra disposición;
- (8) Refinanciación Permitida; siempre que las restricciones contenidas en los contratos que regulen tal Refinanciación Permitida no sean más restrictivas, en su conjunto, que las contenidas en los contratos que regulen la Deuda que está refinanciado;
- (9) Gravámenes que garanticen Deuda (cuya asunción se permita de conformidad con el pacto titulado “*Nuevos Gravámenes*”, apartado 9.2.3) que limitan el derecho del deudor a disponer de los activos sujetos a tales Gravámenes;
- (10) disposiciones habituales en contratos de *joint venture*, contratos de venta de activos, contratos de venta de acciones y otros contratos similares;
- (11) disposiciones que restrinjan del modo que resulte habitual el subarrendamiento, cesión o transmisión de cualquier bien o activo que esté sujeto a arrendamiento, licencia u otro contrato celebrado en el curso ordinario de la actividad empresarial;
- (12) restricciones sobre efectivo u otros depósitos impuestas por clientes de conformidad con contratos celebrados en el curso ordinario de la actividad empresarial; y
- (13) cualquier contrato o instrumento: (A) relativo a cualquier Deuda o acciones preferentes de una Filial Restringida, cuya asunción se permita con posterioridad a la Fecha de Emisión de conformidad con las disposiciones del pacto descrito en “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*” (i) si las restricciones contenidas en cualquiera de tales contratos o instrumentos no son esencialmente menos favorables para los titulares de los Bonos que las restricciones contenidas en el Crédito Sindicado y en el Acuerdo entre Acreedores, junto con los documentos de garantía relacionados con éstos a la Fecha de Emisión (tal y como determine de buena fe la Sociedad) o (ii) si las restricciones no son esencialmente menos

favorables para los titulares de Bonos de lo habitual en financiaciones comparables (tal y como determine de buena fe la Sociedad) y o bien (x) la Sociedad determina que dicha restricción no afectará de manera adversa a la capacidad de la Sociedad para realizar los pagos del principal y de los intereses de los Bonos cuando venzan o (y) bien dichas restricciones se aplicarán únicamente mientras dure el impago o el pacto de viabilidad financiera en relación con dicha Deuda; (B) que constituya un acuerdo entre acreedores en términos esencialmente equivalentes al Acuerdo entre Acreedores o (C) relativo a cualquier préstamo o anticipo por la Sociedad a una Filial Restringida posterior a la Fecha de Emisión; *siempre que* las restricciones contenidas en tal contrato o instrumento en su conjunto no sean esencialmente menos favorables para los titulares de los Bonos que las restricciones contenidas en el Crédito Sindicado, los Documentos de Garantía y el Acuerdo entre Acreedores (aplicables en la Fecha de Emisión).

(D) *Fusión o integración*

- NH

La Sociedad, ni directa ni indirectamente: (1) se integrará o fusionará con otra Persona; ni (2) dispondrá de la totalidad o la práctica totalidad de los activos de la Sociedad y sus Filiales Restringidas en su conjunto; salvo que:

- (1) o bien: (a) la Sociedad sea la sociedad superviviente; o que (b) la Persona que sobreviva a cualquiera de tales integraciones o fusiones (si es distinta de la Sociedad) o respecto a la que se haya realizado tal disposición (en adelante, la “**Entidad Superviviente**”) sea una sociedad constituida de conformidad con la legislación de: (i) España, (ii) cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea que haya adoptado el euro como su moneda nacional, (iii) el Reino Unido o (iv) Estados Unidos, cualquier Estado de los Estados Unidos de América o el Distrito de Columbia;
- (2) la Entidad Superviviente (si es distinta de la Sociedad) asuma todas las obligaciones de la Sociedad de conformidad con los Bonos, el Contrato de Emisión, los Documentos de Garantía aplicables, el Acuerdo entre Acreedores y cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores, en virtud de acuerdos satisfactorios para el *Trustee*;
- (3) inmediatamente después de dar efecto a tal transacción no exista ni pueda existir ningún Incumplimiento ni Supuesto de Incumplimiento;
- (4) únicamente en el caso de una transacción que involucre a la Sociedad, en la fecha de tal transacción y después de dar efecto pro forma a ésta y a cualquier transacción financiera relacionada como si las mismas hubiesen tenido lugar al principio del periodo de cuatro trimestres correspondiente, se permita a la Sociedad o la Entidad Superviviente: bien (a) asumir al menos un euro de Deuda adicional de conformidad con la prueba de la Ratio de Cobertura de Cargas Fijas expuesta en el primer apartado del pacto titulado “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*” (punto (B)) o (b) la Ratio de Cobertura de Cargas Fijas de la Sociedad (o, si aplica, la Entidad Superviviente) sea igual o exceda la Ratio de Cobertura de Cargas Fijas de la Sociedad inmediatamente antes de dar efecto a tal transacción; y

- (5) la Sociedad o la Entidad Superviviente, según el caso, entregue al *Trustee* un Certificado de Directivo y un dictamen razonablemente satisfactorio redactado por un asesor jurídico para el *Trustee*, que podrá ser un empleado o un asesor de la Sociedad o de sus Filiales (“**Dictamen de un Asesor**”), que establezcan que tal integración, fusión o transmisión y cualquier escritura de emisión complementaria cumplen el presente pacto y el Contrato de Emisión, y, si la Sociedad no es la entidad superviviente, que el acuerdo de adhesión otorgado en relación con ella es una obligación legalmente válida y vinculante de la Entidad Superviviente, exigible en sus propios términos.

Asimismo, la Sociedad no podrá, directa ni indirectamente, arrendar la totalidad o la práctica totalidad de sus activos a cualquier otra Persona. Este pacto de “*Fusión y Consolidación*” no se aplicará a disposiciones de activos entre la Sociedad y cualquiera de los Garantes. Sin perjuicio de la cláusula (4), la Sociedad o cualquier Garante podrá fusionarse con una Asociada únicamente a efectos de trasladar la sede de la Sociedad o tal Garante a otra jurisdicción para obtener beneficios fiscales o de otro tipo.

- Los Garantes:

Un Garante no podrá disponer de la totalidad o la práctica totalidad de sus activos, ni integrarse o fusionarse con otra Persona, que no sea la Sociedad u otro Garante (ya sea o no tal Garante la Persona superviviente), salvo que:

- (1) inmediatamente después de dar efecto a tal transacción, no exista ningún Incumplimiento o Supuesto de Incumplimiento; y que
- (2) bien:
  - (a) la Persona que adquiera la propiedad en cualquiera de tales disposiciones o la persona resultante de tales fusiones asuma todas las obligaciones de tal Garante en virtud del Contrato de Emisión y sus Garantías de Bonos, de conformidad con una escritura de emisión complementaria satisfactoria para el *Trustee*, y con los Documentos de Garantía, el Acuerdo entre Acreedores y cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores aplicable;
  - (b) los Ingresos Netos de tal disposición se apliquen de conformidad con las disposiciones aplicables del Contrato de Emisión; o
  - (c) en cualquier transacción entre (i) la Sociedad o un Garante y (ii) una Filial Restringida que no sea un Garante, la Sociedad o tal Garante sea la Entidad Superviviente, o que la Filial Restringida sea la Persona superviviente y asuma todas las obligaciones de la Sociedad o de tal Garante en virtud del Contrato de Emisión y sus Garantías de Bonos, de conformidad con una escritura de emisión complementaria satisfactoria para el *Trustee*.

(E) *Transacciones con Asociadas*

NH no realizará, ni permitirá que ninguna de sus Filiales Restringidas realicen, cualquier pago, ni dispongan de cualquiera de sus activos, ni celebren ningún contrato con ninguna Asociada (en adelante, cada operación, una “**Transacción con una Asociada**”) que implique una contraprestación total que exceda los 2 millones de euros, salvo que:

- (1) la Transacción con la Asociada sea en términos no menos favorables para la Sociedad o a la Filial Restringida que los que se hubiesen obtenido en una transacción comparable entre la Sociedad o tal Filial Restringida y una persona no relacionada; y
- (2) NH entregue al *Trustee*:
  - (a) respecto a cualquier Transacción con una Asociada (o una serie de ellas) que impliquen una contraprestación total superior a los 10 millones de euros, una certificación del acuerdo del Consejo de Administración de NH en un Certificado de Directivo que certifique que tal Transacción con la Asociada cumple la cláusula (1) anterior; y
  - (b) respecto a cualquier Transacción con una Asociada (o una serie de ellas) que impliquen una contraprestación total superior a los 25 millones de euros, un dictamen acerca de que tal transacción o serie de ellas son razonables para los titulares de los Bonos desde un punto de vista financiero, o no son menos favorables de lo que razonablemente podría esperarse obtener en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua con una Persona que no fuese una Asociada de la Sociedad; el dictamen será emitido por una empresa de auditoría, una empresa tasadora o una empresa de servicios de inversión independientes de renombre nacional o internacional.

Las siguientes operaciones no se considerarán Transacciones con Asociadas y, por tanto, no estarán sujetas a las disposiciones del apartado anterior:

- (1) transacciones entre la Sociedad y cualquier Filial Restringida o entre Filiales Restringidas;
- (2) transacciones con una persona que sea una Asociada de la Sociedad o una Filial Restringida únicamente porque la Sociedad o una Filial Restringida son titulares de una Participación en el Patrimonio en tal sujeto;
- (3) pago de honorarios razonables de los consejeros y gastos relacionados con consejeros, empleados o consultores de la Sociedad o sus Filiales y pagos de prestaciones y salarios a empleados de la Sociedad o sus Filiales en el curso ordinario de la actividad empresarial;
- (4) emisiones o ventas de Participaciones en el Patrimonio de la Sociedad (distintas de Acciones Rescatables) a Asociadas de la Sociedad;

- (5) Inversiones Permitidas o Pagos Restringidos que sean permitidos por las disposiciones del Contrato de Emisión descritos anteriormente bajo el título “*Pagos Restringidos*” (distintas de las Inversiones Permitidas descritas en las cláusulas (3), (10), (11)(i) y (14) de la definición de “Inversiones Permitidas”); y
  - (6) transacciones con clientes o proveedores en el curso ordinario de la actividad empresarial, que sean justas para la Sociedad o la Filial Restringida de acuerdo con el criterio del Consejo de Administración o de un Directivo de NH, o cuyos términos no sean menos favorables que los que pudieran razonablemente haberse obtenido de una parte no asociada;
  - (7) la Refinanciación; y
  - (8) la entrada en vigor y ejecución de las obligaciones de la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas derivadas de acuerdos en vigor en la Fecha de Emisión del modo en que tales acuerdos e instrumentos queden modificados después de la Fecha de Emisión (en la medida que no sea más desventajosa para los Titulares de los Bonos en cualquier aspecto esencial).
- (F) *Limitación en las Ventas de Activos y Participaciones en el Patrimonio en las Filiales Restringidas*

NH no llevará a cabo, y no permitirá que ninguna de sus Filiales Restringidas lleve a cabo, una Venta de Activos, salvo que:

- (1) la Sociedad o la Filial Restringida reciba una contraprestación en el momento de la Venta del Activo al menos igual al Valor de Mercado Razonable de los activos o Capital Social emitido o vendido; y
- (2) al menos un 75% de la contraprestación recibida en la Venta de los Activos por la Sociedad o tal Filial Restringida sea en forma de efectivo o de Equivalentes de Efectivo (excepto en la medida en que la Venta de Activos sea un Swap de Activos Permitido). A efectos de la presente disposición se considerará efectivo:
  - (a) cualquier pasivo, tal y como se muestra en el balance más reciente de la Sociedad o de cualquier Filial Restringida (que no sea pasivo contingente ni pasivo que esté por sus términos subordinado a los Bonos o a cualquier Garantía de los Bonos), que haya sido asumido por el adquirente de cualquiera de tales activos de forma que se libere a la Sociedad o a tal Filial Restringida de cualquier responsabilidad; y
  - (b) cualquier valor, bono u otra obligación recibidos por la Sociedad o cualquier Filial Restringida de tal adquirente, que sean convertidos por la Sociedad o tal Filial Restringida en efectivo en un plazo de 180 días a partir de la recepción de éstos, en la medida del efectivo recibido en tal conversión.

En un plazo de 360 días a partir de la recepción de cualesquiera Ingresos en Efectivo Netos de una Venta de Activos, la Sociedad podrá aplicar tales Ingresos en Efectivo Netos, si existen, a su opción:

- (1) (a) para amortizar o recomprar: (i) Deuda de una Filial Restringida que no sea un Garante o bien Deuda que esté garantizada por un Gravamen sobre activos que no sean objeto de las Garantías Reales (término que se emplea en el sentido descrito en el apartado 8.2), en ambos casos que no sea Deuda debida a la Sociedad o a cualquier Filial Restringida, o (ii) Deuda de la Sociedad o de cualquier Filial Restringida que esté garantizada por un Gravamen sobre las Garantías Reales, que tenga el mismo rango o un rango superior a los Gravámenes que garantizan los Bonos y las Garantías de los Bonos correspondientes; en el entendido de que en relación con cualquier amortización o compra de Deuda en virtud de la presente cláusula (a), la Sociedad o cualquier Filial Restringida amortizarán tal Deuda, y harán que el importe máximo disponible de la línea de crédito, en su caso, se reduzca en un importe igual al importe nominal amortizado o recomprado, y  
  
(b) salvo que esté incluido en la cláusula (a), para amortizar o comprar Deuda del Mismo Rango; en el entendido de que la Sociedad amortizará o recomprará Deuda del Mismo Rango en virtud de la presente cláusula (b) únicamente si la Sociedad realiza (en tal momento o posteriormente) una oferta a los titulares de los Bonos para comprar sus Bonos de conformidad con la disposición expuesta más adelante para la Oferta de Venta de Activos por un importe nominal agregado de los Bonos que al menos sea igual a la proporción que (x) el importe nominal agregado de los Bonos en circulación comporta respecto a (y) la suma del importe nominal agregado de los Bonos en circulación y el importe nominal agregado pendiente de tal Deuda del Mismo Rango;
- (2) para adquirir la totalidad o la práctica totalidad de los activos o Capital Social de otra persona que participe en un Negocio Permitido si, después de la adquisición de Capital Social, dicha persona es en una Filial Restringida;
- (3) para realizar un gasto de capital;
- (4) para adquirir otros activos a largo plazo (distintos de la Deuda o Capital Social) que se utilicen en un Negocio Permitido;
- (5) para celebrar un acuerdo para aplicar los Ingresos en Efectivo Netos de conformidad con las cláusulas (2), (3) o (4) del presente apartado; siempre que tal acuerdo sea tratado como una aplicación permitida de los Ingresos en Efectivo Netos desde la fecha de tal compromiso hasta la primera de las siguientes: (i) la fecha en que tal adquisición o gasto se consume y (ii) el día 180 a partir del vencimiento del periodo anteriormente mencionado de 360 días; o
- (6) para cualquier combinación de los anteriores.

Estando pendiente la aplicación final de cualquier Ingreso en Efectivo Neto, la Sociedad podrá temporalmente reducir las líneas de crédito disponibles (*revolving*) o invertir de otro modo los Ingresos en Efectivo Netos de forma que no esté prohibida en el Contrato de

Emisión. Sin perjuicio de las disposiciones anteriores, no se exigirá a la Sociedad ni a las Filiales Restringidas aplicar ningún Ingreso en Efectivo, excepto en la medida en que los Ingresos en Efectivo Netos Totales de todas las Ventas de Activos que no se apliquen de conformidad con el presente pacto excedan los 20 millones de euros.

*(G) Designación de Filiales Restringidas y No Restringidas*

El Consejo de Administración de NH o, si viene exigido por la legislación aplicable, los accionistas de la Sociedad podrán designar cualquier Filial Restringida como Filial No Restringida si tal designación no da lugar a ningún Incumplimiento. En caso de que una Filial Restringida se designe como Filial No Restringida, el Valor de Mercado Razonable total de todas las Inversiones pendientes que ostenten la Sociedad y sus Filiales Restringidas en tal Filial se considerará una Inversión realizada en el momento de tal designación, y bien reducirá el importe disponible para Pagos Restringidos de conformidad con el primer apartado del pacto titulado “*Pagos Restringidos*” (punto (A)), o reducirá el importe disponible para futuras Inversiones de conformidad con una o más cláusulas de la definición de Inversiones Permitidas, tal y como determine la Sociedad. La designación únicamente será permitida si la Inversión se permitiría en tal momento y si tal Filial Restringida cumple por lo demás la definición de Filial No Restringida. El Consejo de Administración de la Sociedad o, si viene exigido por la legislación aplicable, los accionistas de la Sociedad podrán volver a designar cualquier Filial No Restringida como Filial Restringida si esta nueva designación no da lugar a ningún Incumplimiento.

*(H) Limitación sobre las Actividades de Sociedades Inmobiliarias*

Las Sociedades Inmobiliarias distintas de Hotel Exploitiemaatschappij Diegem N.V. (“**Diegem**”) no participarán en ninguna actividad empresarial ni de otro tipo, excepto: (a) actividad relacionada con la propiedad de bienes inmuebles (y bienes relacionados) de las que cada una de ellas son titulares, (b) actividad relacionada con la prestación de servicios administrativos, de gestión y servicios similares y la propiedad de activos necesarios para prestar tales servicios, (c) actividad llevada a cabo en relación con el establecimiento y mantenimiento de su existencia corporativa o (d) actividad no específicamente enumerada con anterioridad, que sea no esencial o sea de naturaleza *de minimis*.

Sin perjuicio de lo anterior, las Sociedades Inmobiliarias (i) no asumirán ninguna Deuda financiera distinta de (x) los Bonos, Deuda derivada del Crédito Sindicado y Obligaciones de Cobertura relacionadas con los Bonos o la Deuda derivada del Crédito Sindicado o (y) garantías de Deuda Garantizada del Mismo Rango constituidas por un Garante y sujetas al Acuerdo entre Acreedores o al Acuerdo entre Acreedores Adicional, ni (ii) emitirá Capital Social (salvo respecto a la Sociedad o Filiales Restringidas Participadas al 100%).

Diegem no participará en ninguna actividad empresarial o actividad distinta de las que correspondan al desarrollo corriente de la actividad empresarial y en todo caso no (i) asumirá Deuda financiera distinta de (a) Deuda relacionada con sus requisitos del capital circulante por un importe máximo de 3 millones de euros (b) garantías de Deuda Garantizada del Mismo Rango constituidas por el Garante y sujetas al Acuerdo de Acreedores y al Acuerdo de Acreedores Adicional, (c) los Bonos, Deuda derivada del Préstamos Senior y Obligaciones de Cobertura relacionadas con los Bonos o la deuda derivada de los Préstamos Senior, o (ii)

emitirá Capital Social (salvo respecto a la Sociedad o Filiales Restringidas Participadas al 100%).

*(I) Líneas de Negocio*

NH no participará, ni permitirá que ninguna Filial Restringida participe, en ningún negocio que no sea un Negocio Similar, excepto en la medida en que no sean esenciales para la Sociedad y sus Filiales Restringidas, en su conjunto.

*(J) Suspensión de Ciertos Pactos cuando los Bonos son de elevada calidad crediticia*

En caso de que en cualquier fecha posterior a la Fecha de Emisión (1) los Bonos sean calificados como (a) Baa3 o una calificación superior por Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") y (b) BBB- o una calificación superior por Standard and Poor's ("S&P") (o, en caso de que bien Moody's o S&P dejen de calificar los Bonos por razones fuera del control de la Sociedad, la calificación crediticia equivalente de Fitch o, en ausencia de tal, cualquier otra "organización de calificación crediticia de reconocimiento nacional" conforme a la Rule 15c3-1(c)(2)(vi)(F) de la *Exchange Act*, seleccionada por la Sociedad como agencia de sustitución de modo que los Bonos sean calificados al menos por dos de tales agencias de calificación crediticia); y (2) no haya tenido lugar ningún Incumplimiento o Supuesto de Incumplimiento y continúe sin tener lugar, entonces:

Comenzando en tal fecha y de conformidad con las disposiciones del siguiente apartado, los pactos contenidos en "Ciertos Pactos" y específicamente enumerados a continuación se suspenderán (así como el pacto al que se refiere el apartado 9.3 "Garantías Adicionales de los Bonos y Garantías Reales") y cualquier disposición relativa al incumplimiento del Contrato de Emisión dejará de ser efectiva, y no será aplicable a la Sociedad y sus Filiales Restringidas:

- "Pagos Restringidos"(punto (A));
- "Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables" (punto (B));
- "Dividendos y otras Restricciones de Pago que Afecten a las Filiales" (punto (C));
- cláusula (4) del primer apartado del pacto descrito en el título "Fusión y Consolidación. La Sociedad" (punto (D));
- "Transacciones con Asociadas" (punto (E));
- "Limitación sobre la Venta de Activos y Participaciones en el Patrimonio en Filiales Restringidas" (punto (F));y
- "Líneas de Negocio" (punto (I)).

Durante cualquier periodo en que se hayan suspendido los anteriores pactos, el Consejo de Administración de la Sociedad no podrá designar a ninguna de sus Filiales como Filiales No Restringidas de conformidad con el pacto “*Designación de Filiales Restringidas y No Restringidas*” o el segundo apartado de la definición de “Filial No Restringida”.

Sin perjuicio de lo anterior, si la calificación asignada por cualquiera de tales agencias de calificación disminuye posteriormente por debajo de Baa3 o BBB- los pactos anteriores serán reinstituídos a partir de tal fecha. Sin embargo, tales pactos no serán de ningún efecto con respecto a acciones adoptadas adecuadamente durante el periodo de suspensión. Los cálculos bajo el pacto “Pagos Restringidos” se realizarán como si ese pacto hubiera estado en vigor desde la Fecha de Emisión excepto que ningún incumplimiento se tendrá por sucedido por razón de un Pago Restringido realizado mientras tal Pacto estaba suspendido. En la fecha de disminución de la calificación, toda Deuda que se haya asumido durante el periodo de suspensión será clasificada, a opción de la Sociedad, como asumida de conformidad con el primer apartado del pacto descrito en el título “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*” (punto (B) del apartado 4.7.6), o conforme a una o más de las cláusulas expuestas en el segundo apartado de tal pacto (en la medida en que se permitiría la asunción de tal Deuda, en la fecha de disminución de la calificación y después de dar efecto a la Deuda asumida con anterioridad al periodo de suspensión y pendiente en la fecha de descenso de la calificación). En la medida en que en que se permitiría la asunción de tal Deuda de conformidad con los dos primeros apartados del pacto “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*”, se considerará que tal Deuda estaba pendiente en la Fecha de Emisión, de modo que se clasificaría bajo la cláusula (2) del segundo apartado del pacto “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*”.

(K) *Informes*

La Sociedad publicará en su sitio web y proporcionará al *Trustee* los siguientes informes:

- (1) En un plazo de 120 días a partir de la finalización del ejercicio económico que comienza con la finalización del ejercicio el 31 de diciembre de 2013, informes anuales con un nivel de detalle comparable en todos los aspectos al Memorándum de Oferta de 31 de octubre de 2013 distribuido a los inversores cualificados con motivo de la Emisión y la siguiente información:
  - (a) balances consolidados auditados de la Sociedad a la finalización de los dos ejercicios económicos más recientes, y cuenta de pérdidas y ganancias consolidados y flujos de efectivo auditados de la Sociedad, correspondientes a los tres ejercicios económicos más recientes, y el informe de auditores independientes sobre los estados financieros;
  - (b) cuenta de pérdidas y ganancias pro forma e información de balance, respecto a cualquier disposición que haya tenido lugar desde el comienzo del ejercicio económico más recientemente finalizado con el que está relacionado tal informe anual si los ingresos consolidados, el EBITDA o los activos de la persona a la que se refiere tal disposición, representan más de un 20% de los ingresos

consolidados, el EBITDA o los activos de la Sociedad y sus Filiales según una base pro forma, o las recapitalizaciones que hayan tenido lugar desde el comienzo del ejercicio económico finalizado más recientemente con el que está relacionado tal informe anual, salvo que se haya facilitado información pro forma en un informe anterior de conformidad con la cláusula (2) (*bien entendido que una adquisición, disposición o recapitalización que hayan tenido lugar con una antelación menor a 30 días respecto al último día del ejercicio económico finalizado, con el que está relacionado tal informe anual, serán comunicadas en el próximo informe intermedio facilitado de conformidad con el presente pacto*);

- (c) respecto a periodos anuales, una revisión operativa y financiera de los estados financieros auditados, incluido un comentario sobre los resultados de las operaciones, condición financiera, y liquidez y recursos de capital, y un comentario sobre los compromisos y contingencias esenciales y políticas contables fundamentales;
  - (d) una descripción de la actividad empresarial, gestión y accionistas de la Sociedad, todas las transacciones más relevantes con asociadas y una descripción de todos los acuerdos contractuales esenciales, incluidos los instrumentos de deuda más relevantes; y
  - (e) factores de riesgo esenciales y desarrollos esenciales recientes;
- (2) En un plazo de: (i) 60 días tras la finalización del primer y tercer trimestre fiscal de cada ejercicio económico de la Sociedad (comenzando en el trimestre fiscal finalizado el 31 de marzo 2014) y de (ii) 75 días tras la finalización del segundo trimestre fiscal de cada ejercicio económico de la Sociedad (comenzando en el trimestre fiscal finalizado el 30 de junio 2014), los estados financieros trimestrales que contengan la siguiente información:
- (a) un estado consolidado resumido y no auditado al finalizar tal trimestre, y cuenta de pérdidas y ganancias y flujos de efectivo resumidos y no auditados correspondientes al trimestre más reciente finalizado en la fecha del balance resumido y no auditado, y los periodos anuales comparables anteriores; *bien entendido que* respecto al informe del trimestre que finaliza el 31 de marzo de 2014, el periodo anual comparable anterior debe presentarse de forma coherente con la información comunicada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores antes de la Fecha de;
  - (b) cuenta de pérdidas y ganancias pro forma e información de balance de situación, respecto a cualquier adquisición o disposición que hayan tenido lugar desde el comienzo del trimestre fiscal más recientemente finalizado, con el que está relacionado tal informe trimestral, si los ingresos consolidados, el EBITDA o los activos de la persona a la que se refiere tal adquisición o disposición, representan más de un 20% de los ingresos consolidados, el EBITDA o los activos de la Sociedad y sus Filiales según una base pro forma, o las recapitalizaciones que hayan tenido lugar desde el comienzo del trimestre fiscal finalizado más

recientemente con el que está relacionado tal informe trimestral, salvo que se haya facilitado información pro forma en un informe anterior de conformidad con la cláusula (3) posterior (*bien entendido que una adquisición, disposición o recapitalización que hayan tenido lugar con una antelación menor a 30 días respecto al último día del trimestre fiscal finalizado, con el que está relacionado tal informe trimestral, será comunicada en el próximo informe provisional facilitado de conformidad con el presente pacto*);

- (c) una revisión operativa y financiera de los estados financieros no auditados, incluido un comentario sobre los resultados de las operaciones, condición financiera, y liquidez y recursos de capital, y un comentario sobre los compromisos y contingencias esenciales y políticas contables fundamentales; y
  - (d) desarrollos esenciales recientes y cualquier cambio esencial respecto a los factores de riesgo revelados en el informe anual más reciente;
- (3) Sin demora después de que tenga lugar una disposición, reestructuración, o cambio en el Consejo de Administración, o cambio en los auditores de la Sociedad y sus Filiales Restringidas que sea relevante, un informe que contenga una descripción de tales circunstancias; y
- (4) Sin demora después de que tenga lugar cualquier acontecimiento que la Sociedad anuncie a la CNMV, una copia de tal informe o anuncio.

La Sociedad proporcionará al *Trustee* en un plazo de 180 días a partir del final de cada ejercicio económico, un Informe de Tasación Anual con respecto a las Garantías Reales y podrá entregar un Informe de Tasación Provisional o un Informe de Tasación Complementario oportunamente.

Los informes anteriores y comunicados de prensa que la Sociedad presente de conformidad con el Contrato de Emisión, serán en inglés.

Todos los estados financieros e información financiera pro forma se prepararán de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y de forma coherente para los periodos presentados y los estados financieros exigidos de conformidad con la cláusula (1), y podrán presentarse en el mismo formato que en el Memorándum de Oferta; en el entendido de que los informes expuestos en las cláusulas (1), (2), (3) y (4) anteriores podrán, en caso de un cambio en las NIIF aplicables, presentar periodos anteriores sobre una base que se aplique a tales periodos.

Ningún informe deberá incluir estados financieros independientes ni datos financieros correspondientes a ningún Garante o Filial No Garante de la Sociedad; siempre que el informe anual de la cláusula (1) incluya un estado del porcentaje total del EBITDA consolidado de la Sociedad representado por los Garantes.

En cualquier momento en que cualquiera de las Filiales de la Sociedad sea una Filial No Restringida, la información financiera trimestral y anual exigida por el apartado anterior

incluirla una presentación razonablemente detallada, y en la revisión operativa y financiera, de la condición y resultados financieros de las operaciones de la Sociedad y sus Filiales Restringidas, de forma separada de la condición y resultados financieros de las operaciones de las Filiales No Restringidas de la Sociedad.

Asimismo, en tanto que los Bonos permanezcan en circulación y a lo largo de cualquier periodo durante el cual la Sociedad no esté sujeta a la Section 13 o 15(d) de la *Exchange Act*, ni exenta en virtud de la Rule 12g3-2(b), la Sociedad proporcionará a los titulares la información que se exige de conformidad con la Rule 144A(d)(4) de la *Securities Act*.

#### 4.7.7 Supuestos de Incumplimiento y Subsanaciones

Son Supuestos de Incumplimiento:

- (1) el incumplimiento durante 30 días del pago a interés vencido sobre los Bonos, o Cantidades Adicionales con respecto a los Bonos;
- (2) el incumplimiento en el pago, cuando éste sea debido, a su vencimiento, amortización u otro supuesto, del principal, o prima de amortización, si existe, de los Bonos;
- (3) el incumplimiento por la Sociedad o cualquiera de los Garantes en relación con las disposiciones descritas en el título “*Fusión e Integración*” (punto (D) del apartado 4.7.6);
- (4) el incumplimiento por la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas durante 30 días a partir de la notificación escrita por el *Trustee* en nombre de los titulares, o por los titulares del 25% del importe nominal agregado de los Bonos pendientes, de las disposiciones descritas en los títulos “*Recompra a Opción de los Titulares*” (apartado 4.9.5) y “*Ciertos Pactos*” (apartado 6) (en ambos casos, cuando se trate de no comprar Bonos que constituyan un Supuesto de Incumplimiento de acuerdo con la cláusula (2) anterior, y no cumplir las disposiciones descritas en el título “*Fusión y Consolidación*” descritos en la cláusula (3) anterior);
- (5) el incumplimiento por la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas durante 60 días a partir de la notificación escrita por el *Trustee* en nombre de los titulares, o por los titulares del 25% del importe nominal agregado de los Bonos pendientes, para cumplir cualquiera de los otros acuerdos del Contrato de Emisión;
- (6) el incumplimiento de conformidad con cualquier hipoteca, contrato de emisión o instrumento en virtud de los cuales puede haberse emitido, o por los que puede haberse garantizado una Deuda de dinero tomado a préstamo por la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas (o cuyo pago esté garantizado por la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas) ya exista tal Deuda o garantía en el momento actual o sean creados después de la Fecha de Emisión, si tal incumplimiento:
  - (a) está causado por el impago de principal, o intereses o prima de amortización, si existen de la Deuda con anterioridad a la finalización del periodo de gracia

proporcionado con respecto a tal Deuda en la fecha de tal incumplimiento (en adelante, el “**Impago**”); o

- (b) da lugar al vencimiento anticipado de tal Deuda con anterioridad a su vencimiento ordinario;

y, en ambos casos, el importe nominal de cualquiera de tales Deudas, junto con el importe nominal de cualquier otras Deuda en virtud de la cual ha habido un Impago, o el vencimiento de la cual se ha acelerado, suma 25 millones de euros o más;

- (7) el impago por la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas en virtud de resoluciones judiciales firmes (que no esté cubierto por seguro, respecto al cual se ha presentado una reclamación y el asegurador no ha declinado responsabilidad por el pago) cuyo importe total supere los 25 millones de euros, resoluciones que no se pagan, cumplen ni suspenden por un periodo de 60 días;
- (8) salvo en la medida permitida por el Contrato de Emisión, cualquier Garantía de los Bonos de cualquier Filial Significativa (o grupo de Filiales Restringidas que, tomadas en su conjunto, en la fecha de los últimos estados financieros auditados consolidados de la Sociedad, constituirían una Filial Significativa) que se considere en cualquier procedimiento judicial como nula o no exigible o deje por cualquier razón de tener plena vigencia o eficacia, o cualquier Garante que anule por escrito sus obligaciones derivadas de la Garantía de los Bonos;
- (9) los derechos reales de garantía en virtud de los Documentos de Garantía que dejen de tener plena vigencia y eficacia (salvo por lo establecido en los Documentos de Garantía relevantes, el Contrato de Emisión, el Acuerdo entre Acreedores o cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores) por cualquier razón que no sea el cumplimiento pleno de todas las obligaciones de la Sociedad y sus Filiales Restringidas, de acuerdo con el Contrato de Emisión, o la renuncia a cualquiera de tales derechos reales de garantía de conformidad con los Documentos de Garantía, el Contrato de Emisión, el Acuerdo entre Acreedores o cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores, o (b) el Contrato de Emisión o cualquier derecho real de garantía creado de conformidad con el Contrato de Emisión y los Documentos de Garantía que sean declarados inválidos o no exigibles, o (c) que la Sociedad afirme por escrito que cualquiera de tales derechos reales de garantía es inválido o no exigible, o (c) que cualquier deudor pignoraticio anule por escrito sus obligaciones de conformidad con los Documentos de Garantía; y cualquiera de tales Incumplimientos continúe durante 10 días;
- (10) el incumplimiento de cualquier otra Deuda que esté garantizada por las Garantías Reales, si tal incumplimiento da lugar a que los acreedores inicien una acción de ejecución de sus derechos reales de garantía sobre las Garantías Reales; y
- (11) ciertos supuestos de quiebra o insolvencia descritos en el Contrato de Emisión con respecto a la Sociedad, cualquier Filial Restringida que sea una Filial Significativa o Grupo de Filiales Restringidas que, tomadas en su conjunto (en la fecha de los últimos

estados financieros auditados consolidados de la Sociedad) constituirían una Filial Significativa.

En caso de un Supuesto de Incumplimiento como consecuencia de ciertos supuestos de quiebra o insolvencia de NH, de cualquier Filial Restringida que sea una Filial Significativa o cualquier grupo de Filiales Restringidas que, tomadas en su conjunto, constituirían una Filial Significativa, todos los Bonos en circulación se entenderán inmediatamente vencidos y exigibles sin ninguna otra acción o notificación. Si tiene lugar cualquier otro Supuesto de Incumplimiento y continúa teniendo lugar, el *Trustee* o los titulares de al menos un 25% del importe nominal agregado de los Bonos entonces en circulación podrán declarar que todos los Bonos sean inmediatamente vencidos y exigibles.

Los titulares no podrán ejecutar el Contrato de Emisión ni los Bonos salvo en la medida estipulada en el Contrato de Emisión. Con sujeción a ciertas limitaciones, los titulares de una mayoría del importe nominal de los Bonos entonces en circulación podrán dirigir al *Trustee* en el ejercicio de cualquier facultad. El Contrato de Emisión estipulará que si tiene lugar un Incumplimiento, el *Trustee* deberá notificar tal Incumplimiento a los Titulares en un plazo de 60 días a partir de la notificación de tal Incumplimiento por la Sociedad. Salvo en el caso de un Incumplimiento en el pago del principal, la prima de amortización o el interés sobre cualquier Bono, el *Trustee* podrá retener la notificación si un comité de delegados de *trust* determina de buena fe que la retención de la notificación es en interés de los Titulares.

Los titulares de la mayoría del importe nominal agregado de los Bonos entonces pendientes, mediante notificación al *Trustee* podrán, en nombre de los titulares de todos los Bonos, renunciar a las consecuencias de cualquier Incumplimiento o Supuesto de Incumplimiento existentes en virtud del Contrato de Emisión, exceptuando los Incumplimientos o Supuestos de Incumplimiento que continúen referentes al pago de interés o Cantidades Adicionales o del principal de los Bonos.

Se exige que la Sociedad entregue al *Trustee*, en un plazo de 120 días a partir de la finalización de cada ejercicio económico, un Certificado de Directivo que indique si se conoce de algún Incumplimiento que haya tenido lugar durante el año anterior. Se exige que la Sociedad entregue al *Trustee*, en un plazo de 30 días a partir de que haya tenido lugar, una notificación por escrito de cualquier acontecimiento que sepa que podría constituir algún Incumplimiento, su estado y la acción que está adoptando la Sociedad o se propone adoptar al respecto.

#### 4.7.8 Ausencia de Responsabilidad Personal de Consejeros, Directivos, Empleados y Accionistas

Ningún consejero, directivo, empleado o accionista de NH o de cualquier Garante, como tales, tendrán ninguna responsabilidad por ninguna de las obligaciones de la Sociedad o los Garantes en virtud de los Bonos, el Contrato de Emisión o las Garantías de los Bonos. Cada titular, al aceptar un Bono, renuncia y libera a estas personas de toda responsabilidad. La renuncia y liberación son parte de la contraprestación por la emisión de los Bonos. La renuncia podría no ser efectiva para renunciar a las obligaciones en virtud de las leyes federales sobre valores de Estados Unidos.

#### 4.7.9 Cancelación por Ley y Cancelación por Pacto

NH podrá, en cualquier momento, decidir tener todas sus obligaciones por cumplidas con respecto a los Bonos en circulación, y todas las obligaciones de la Sociedad y cualquier Garante cumplidas con respecto a sus Garantías de los Bonos (en adelante, la “**Cancelación por Ley**”) excepto:

- (1) los derechos de los titulares de Bonos en circulación a recibir pagos respecto al principal, o al interés o la prima de amortización, y las Cantidades Adicionales, si existen, sobre tales Bonos cuando tales pagos hayan vencido respecto al *trust* mencionado a continuación;
- (2) las obligaciones de la Sociedad respecto a Bonos dañados, destruidos, perdidos o robados, y el mantenimiento de una oficina o agencia para el pago y el dinero para pagos de garantías administradas en *trust*;
- (3) los derechos, facultades, *trusts*, obligaciones e inmunidades del *Trustee*, y las obligaciones de la Sociedad y de cualquier Garante en relación con lo anterior; y
- (4) las disposiciones sobre Cancelación por Ley del Contrato de Emisión.

Asimismo, la Sociedad podrá, en cualquier momento, decidir tener las obligaciones de la Sociedad y de cualquier Garante por liberadas con respecto a ciertos pactos descritos en el Contrato de Emisión (en adelante, “**Cancelación por Pacto**”), y posteriormente, cualquier omisión de cumplimiento de estos pactos no constituirá un Incumplimiento o Supuesto de Incumplimiento con respecto a los Bonos. En caso de que tenga lugar una cancelación por pacto, ciertos acontecimientos (sin incluir los supuestos de impago, quiebra, administración judicial, rehabilitación e insolvencia) descritos en “*Supuestos de Incumplimiento y Subsanaciones*” (apartado 4.7.7) no seguirán constituyendo un Supuesto de Incumplimiento con respecto a los Bonos.

Para ejercer la Cancelación por Ley o la Cancelación por Pacto:

- (1) La Sociedad deberá irrevocablemente depositar o hacer que se depositen en el *Trustee* (o cualquier otra entidad designada por el *Trustee* para tales efectos), en *trust*, en beneficio de los titulares de los Bonos, efectivo en euros, Obligaciones Gubernamentales Europeas no amortizables, o una combinación de efectivo en euros y Obligaciones Gubernamentales Europeas no amortizables, por importes que sean suficientes, conforme a un dictamen de una empresa reconocida internacionalmente de auditores independientes, para pagar el principal, el interés, la prima de amortización y las Cantidades Adicionales, si existen, sobre los Bonos pendientes en el Vencimiento Establecido, o en la fecha de amortización aplicable, según el caso, y la Sociedad deberá especificar si los Bonos están siendo cancelados al vencimiento o en una fecha de amortización particular;
- (2) en caso de Cancelación por Ley, la Sociedad entregará al *Trustee* un dictamen de un asesor razonablemente aceptable para el *Trustee* que confirme que (a) la Sociedad ha recibido del Servicio de Impuestos Internos de Estados Unidos o éste ha hecho pública

una normativa o (b) desde la Fecha de Emisión, ha habido un cambio en la ley federal de impuestos sobre la renta de Estados Unidos que resulte aplicable, en ambos casos, al efecto de que (y tal dictamen del asesor lo confirmará) que los titulares de los Bonos en circulación no obtengan ingresos, ganancias o sufran pérdidas a efectos del impuesto sobre la renta federal de Estados Unidos como consecuencia de tal Cancelación por Ley, y estén sujetos al impuesto sobre la renta federal de Estados Unidos por los mismos importes, del mismo modo y en el mismo momento si tal Cancelación por Ley no hubiese tenido lugar;

- (3) en caso de Cancelación por Pacto, la Sociedad entregará al *Trustee* una opinión de un asesor razonablemente aceptable para el *Trustee* que confirme que los titulares de los Bonos pendientes no obtendrán ingresos, ganancias o sufrirán pérdidas a efectos del impuesto sobre la renta federal de Estados Unidos como consecuencia de tal Cancelación por Pacto, y estarán sujetos al impuesto sobre la renta federal de Estados Unidos por los mismos importes, del mismo modo y en el mismo momento que si tal Cancelación por Pacto no hubiese tenido lugar;
- (4) ningún Incumplimiento o Supuesto de Incumplimiento habrá tenido lugar ni continuará en la fecha de tal depósito (que no sean un Incumplimiento o Supuesto de Incumplimiento resultantes de tomar a préstamo fondos a ser aplicados a tal depósito);
- (5) tal Cancelación por Ley o Cancelación por Pacto no dará lugar a un incumplimiento, ni constituirá un incumplimiento de conformidad con ningún acuerdo o instrumento esencial (distinto del Contrato de Emisión) respecto al que la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas sean parte o por el que estén vinculadas;
- (6) la Sociedad deberá entregar al *Trustee* un Certificado de Directivo que establezca que el depósito no fue realizado por la Sociedad ni ésta hizo que se realizase con la intención de preferir a los titulares sobre los acreedores de la Sociedad, con el fin de obstaculizar, o defraudar a los acreedores de la Sociedad u otros; y
- (7) la Sociedad deberá entregar al *Trustee* un Certificado de Directivo y un Dictamen de un Asesor, cada una de las cuales establecerá que todas las condiciones suspensivas relativas a la Cancelación por Ley o la Cancelación por Pacto se han cumplido.

#### 4.7.10 Modificación, Complemento y Renuncia

Salvo del modo estipulado en los dos siguientes apartados, el Contrato de Emisión, los Bonos, las Garantías de los Bonos, el Acuerdo entre Acreedores, cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores o los Documentos de Garantía (tal y como se encuentran estas tres últimas expresiones definidas en los apartados 9.4, 9.5, y 10 respectivamente) podrán ser modificados o complementados con el consentimiento de los titulares de la mayoría del importe nominal de los Bonos entonces en circulación y podrá renunciarse a cualquier incumplimiento existente o cumplimiento de cualquier disposición del Contrato de Emisión, los Bonos, las Garantías de los Bonos, el Acuerdo entre Acreedores, cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores o los Documentos de Garantía. Mientras los Bonos permanezcan admitidos a

cotización en AIAF, NH informará y publicará una notificación de tal modificación, complemento o renuncia mediante el oportuno hecho relevante.

Sin el consentimiento de los titulares de al menos un 90% del importe nominal agregado de los Bonos entonces en circulación afectados, una modificación o renuncia no podrá (con respecto a cualquier Bono propiedad de un titular que no haya dado su consentimiento):

- (1) reducir el importe nominal de los Bonos cuyos titulares deban consentir a una modificación, complemento o renuncia;
- (2) reducir el nominal o modificar el vencimiento o alterar las disposiciones con respecto a la amortización de los Bonos (que no sean disposiciones relativas a los pactos descritos en el apartado 4.9.5 “Recompra a Opción de los Titulares” y en el punto (F) “Limitación en las Ventas de Activos y Participaciones en el Patrimonio en Filiales Restringidas” del apartado 4.7.6);
- (3) reducir el tipo de interés ni modificar el momento de pago de interés;
- (4) renunciar a un Incumplimiento o Supuesto de Incumplimiento en el pago del principal, los intereses, la prima de amortización, o las Cantidades Adicionales, si existen, sobre los Bonos (salvo en caso de anulación de vencimiento anticipado de los Bonos por los titulares de la mayoría del importe nominal agregado de los Bonos y renuncia al impago que resulte de tal vencimiento anticipado);
- (5) convertir Bonos en pagaderos en una moneda distinta del euro;
- (6) realizar ningún cambio en las disposiciones del Contrato de Emisión relativas a renunciaciones de Incumplimientos pasados o a los derechos de los titulares de los Bonos a recibir los pagos del principal, los intereses, la prima de amortización o Cantidades Adicionales, si existen, de los Bonos;
- (7) renunciar al pago de la amortización de los Bonos (que no sea un pago exigido por uno de los pactos descritos en el apartado 4.9.5 “Recompra a Opción de los Titulares” y en el punto (F) “Limitación en las Ventas de Activos y Participaciones en el Patrimonio en Filiales Restringidas” del apartado 4.7.6);
- (8) liberar a la Sociedad o a cualquier Garante de cualquiera de sus obligaciones de conformidad con sus Garantías de Bonos o el Contrato de Emisión, salvo de conformidad con los términos del Contrato de Emisión;
- (9) liberar el derecho real de garantía concedido en beneficio de los titulares de los Bonos en las Garantías Reales de otro modo que no sea de conformidad con los términos de los Documentos de Garantía, el Acuerdo entre Acreedores o cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores o tal y como venga permitido de otro modo por el Contrato de Emisión; o
- (10) realizar ningún cambio en las disposiciones anteriores sobre modificación y renuncia.

Sin perjuicio de lo anterior, sin el consentimiento de los titulares de los Bonos, la Sociedad y los otros Garantes y el *Trustee* y las otras partes podrán modificar o complementar el Contrato de Emisión, los Bonos o las Garantías de los Bonos, el Acuerdo entre Acreedores, cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores o los Documentos de Garantía:

- (1) para subsanar cualquier ambigüedad, omisión o defecto;
- (2) para prever Bonos No Certificados además de Bonos Definitivos en Forma Nominativa o en sustitución de éstos;
- (3) para prever la asunción de las obligaciones de la Sociedad o de un Garante frente a los titulares en caso de una fusión, integración o venta de la totalidad o la práctica totalidad de los activos de la Sociedad o de tal Garante;
- (4) para realizar los cambios que sean necesarios para prever la emisión de Bonos Adicionales en cumplimiento de los pactos aquí descritos (incluida la emisión de Bonos Adicionales denominados en una moneda diferente a la moneda de los Bonos inicialmente emitidos), o para añadir garantías a favor de los Bonos;
- (5) para hipotecar, pignorar o constituir derechos reales de garantía en favor del Agente de Garantía en la medida necesaria para conceder un derecho real de garantía en beneficio de cualquier persona; siempre que la constitución de tal derecho real de garantía no esté prohibida por el Contrato de Emisión y el pacto descrito en “*Deterioro de los Derechos Reales de Garantía*” (apartado 10) se cumpla;
- (6) para ajustar el texto del Contrato de Emisión, las Garantías de los Bonos, los Documentos de Garantía o los Bonos a cualquier disposición de la presente “*Descripción de los Bonos*” en la medida en que se pretenda que tal disposición de la presente “*Descripción de los Bonos*” sea una exposición literal de una disposición del Contrato de Emisión, los Documentos de Garantía, las Garantías o los Bonos;
- (7) para añadir activos como Garantías Reales;
- (8) para probar y prever la aceptación del nombramiento de un *Trustee* sucesor o Agente de Garantía sucesor de conformidad con el Contrato de Emisión, los Documentos de Garantía, el Acuerdo entre Acreedores o cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores;
- (9) tal y como viene estipulado en “*Acuerdos Adicionales entre Acreedores*” (apartado 9.5);
- (10) para confirmar y probar la liberación, resolución, cumplimiento o recuperación de cualquier Garantía o Gravamen (incluido las Garantías Reales y los Documentos de Garantía) respecto a los Bonos cuando tal liberación, resolución o cumplimiento se contemplen en el Contrato de Emisión, los Documentos de Garantía, el Acuerdo entre Acreedores o cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores; o

- (11) para realizar cualquier cambio que pudiera proporcionar cualquier derecho o beneficio adicional a los titulares, o que no afecte adversamente a los derechos legítimos de conformidad con el Contrato de Emisión de tales titulares en cualquier aspecto esencial.

#### 4.7.11 Pago y Cumplimiento

El Contrato de Emisión se cumplirá y no desplegará más efectos respecto a todos los Bonos emitidos en virtud de éste, cuando:

- (1) bien:
  - (a) todos los Bonos que hayan sido autenticados (excepto los Bonos perdidos, robados o destruidos que hayan sido sustituidos o pagados y los Bonos para cuyo pago se haya depositado dinero en *trust* y posteriormente se haya reembolsado el dinero a la Sociedad al no haber sido reclamado por sus titulares) hayan sido entregados al *Trustee* para su cancelación; o
  - (b) todos los Bonos que no hayan sido entregados al *Trustee* para su cancelación se hayan convertido en vencidos y pagaderos por razón del envío de una notificación de amortización, o se hayan convertido en vencidos y pagaderos en el plazo de un año, y la Sociedad o cualquier Garante hayan depositado irrevocablemente o hayan hecho que se depositen en el *Trustee* (o en otra entidad designada por el *Trustee* para tales efectos), como fondos de *trust*, en *trust* únicamente en beneficio de los titulares, efectivo en euros, Obligaciones Gubernamentales Europeas no amortizables o en una combinación de efectivo en euros y Obligaciones Gubernamentales Europeas no amortizables en un importe agregado que sea suficiente, sin considerar ninguna reinversión de intereses, para pagar y amortizar toda la Deuda referente a los Bonos no entregados al *Trustee* para la cancelación del principal, primas de amortización, Cantidades Adicionales, si existen, e intereses devengados hasta la fecha del vencimiento o amortización;
- (2) ningún Incumplimiento o Supuesto de Incumplimiento haya tenido lugar, ni continúe teniendo lugar, en la fecha de tal depósito, o tenga lugar como resultado de tal depósito y tal depósito no dé lugar a un incumplimiento de conformidad con cualquier otro instrumento respecto al que la Sociedad o cualquier Garante sea parte o por el que esté vinculado;
- (3) todos los importes pagaderos por la Sociedad o los Garantes en virtud del Contrato de Emisión sean pagados por o en nombre de la Sociedad o los Garantes; y
- (4) la Sociedad haya transmitido instrucciones irrevocables al *Trustee* de conformidad con el Contrato de Emisión para aplicar el dinero depositado al pago de los Bonos en la fecha de vencimiento o amortización, según el caso.

Asimismo, la Sociedad deberá entregar un Certificado de Directivo y un Dictamen de un Asesor al *Trustee* que establezca que todas las condiciones suspensivas respecto al pago y cumplimiento se han cumplido.

#### 4.7.12 Sobre el Trustee

El *Trustee* podrá negociar en los Bonos por cuenta propia. Sin embargo, si existe un conflicto, deberá eliminar su causa en un plazo de 90 días desde que tenga conocimiento de éste o dimitir como *Trustee*. En caso de que el *Trustee* se convierta en propietario o acreedor pignoraticio de los Bonos, podrá relacionarse con la Sociedad en esa condición con los mismos derechos que cualquier otro Bonista, haciendo abstracción de su condición de *Trustee*, Agente de Pagos, Encargado del Registro u otro agente.

Los titulares de una mayoría del importe nominal de los Bonos entonces en circulación tendrán derecho a determinar el tiempo, método y lugar para llevar a cabo cualquier procedimiento para ejercitar las acciones a disposición del *Trustee*, con sujeción a determinadas excepciones. El Contrato de Emisión establece que en caso de que tenga lugar un Supuesto de Incumplimiento y continúe teniendo lugar, se exigirá al *Trustee*, en el ejercicio de sus facultades, que emplee el grado de atención de un hombre prudente en el desempeño de sus propios asuntos. El *Trustee* se compromete a cumplir únicamente las obligaciones que estén específicamente establecidas en el Contrato de Emisión, y ningún pacto u obligación implícitos podrán considerarse como parte del Contrato de Emisión en contra del *Trustee*. El *Trustee* no tendrá obligación de ejercer ninguno de sus derechos o facultades en virtud del Contrato de Emisión a solicitud de ningún titular de Bonos, salvo que tal titular haya proporcionado al *Trustee* una garantía e indemnización satisfactoria para éste en relación con cualquier pérdida, responsabilidad o gasto.

#### 4.7.13 Moneda

Cualquier pago en concepto de un importe que sea pagadero en euros (en adelante, la “**Moneda Exigida**”) que se realice a cualquier titular de un Bono o a la cuenta de éste en moneda de curso legal de cualquier otra jurisdicción (en adelante, la “**Otra Moneda**”), ya sea como resultado de una sentencia o resolución, de hacer efectiva una garantía o de la liquidación de la Sociedad o cualquier Garante, constituirá el cumplimiento de las obligaciones de la Sociedad o de tal Garante en virtud del Contrato de Emisión, los Bonos o las Garantías de los Bonos, según el caso, únicamente en la medida del importe de la Moneda Exigida que tal titular pueda adquirir en los mercados de divisas de Nueva York, con el importe de la Otra Moneda, de conformidad con procedimientos bancarios normales al tipo de cambio que prevalezca el primer día (que no sea un sábado o domingo) en que los bancos de Nueva York estén generalmente abiertos al público, después de la recepción del pago anteriormente referido. Si el importe de la Moneda Exigida que pueda adquirirse de ese modo es inferior al importe de la Moneda Exigida inicialmente debido a tal titular, la Sociedad o Garante, según el caso, indemnizarán y exonerarán a tal titular frente a todas las pérdidas o daños como resultado de tal deficiencia. Esta indemnización constituirá una obligación separada e independiente de otras obligaciones contenidas en el Contrato de Emisión, los Bonos o las Garantías de los Bonos, y dará lugar a una causa separada e independiente, y se aplicará con independencia de cualquier renuncia concedida por cualquier titular de un Bono en su momento, y continuará con plena vigencia o eficacia sin perjuicio de cualquier sentencia o resolución por un importe liquidado respecto al importe debido en virtud ésta, o de conformidad con cualquier sentencia o resolución.

## **4.8 Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses a pagar**

### **4.8.1 Devengo y vencimiento**

Los Bonos devengarán un interés fijo anual del 6.875 % desde su emisión, calculado por referencia a su importe nominal y pagadero semestralmente al vencimiento de los días 15 de mayo y 15 de noviembre de cada año. Los intereses se calcularán basándose en un año de 360 días compuesto por 12 meses de 30 días. La sociedad realizará cada pago de intereses a los titulares del Registro de los Bonos el día hábil inmediatamente anterior a la fecha de pago de los intereses pertinentes.

### **4.8.2 Prescripción**

Las reclamaciones contra NH o cualquier Garante por el pago del nominal, o el interés, la prima de amortización o las Cantidades Adicionales, si existen, de los Bonos, serán nulas salvo que la presentación para el pago se realice como se exija en el Contrato de Emisión, dentro de un periodo de siete años, si se trata del nominal, o cinco años, si se trata de los intereses, la prima de amortización o las Cantidades Adicionales, si existen, contados a partir de la fecha de pago original aplicable.

## **4.9 Disposiciones relativas al vencimiento de los valores**

### **4.9.1 Fecha de vencimiento**

La fecha del vencimiento de los Bonos será el 15 de noviembre de 2019. Llegada la Fecha del Vencimiento Final, los bonos que no se hubieren amortizado o cancelado con anterioridad se amortizarán mediante el reembolso de su principal.

### **4.9.2 Amortización Voluntaria**

En cualquier momento, con anterioridad al 15 de noviembre de 2016, NH podrá amortizar a su elección, notificando con una antelación mínima de 30 días y máxima de 60 días a los titulares de los Bonos (notificación que será irrevocable), en una o más ocasiones, hasta un 35% del importe nominal agregado de los Bonos emitidos de conformidad con el Contrato de Emisión a un precio de amortización del 106,875% del importe nominal, más el interés devengado y no pagado, si existe, hasta la fecha de amortización, con los Ingresos en Efectivo Netos obtenidos en una o más Ofertas de Acciones después de la fecha de emisión; siempre que:

- (1) al menos un 65% del importe nominal agregado de los Bonos emitido de conformidad con el Contrato de Emisión permanezca en circulación inmediatamente después de que tenga lugar tal amortización (excluidos los Bonos cuya titularidad ostenten la Sociedad y sus Filiales); y que
- (2) la amortización tenga lugar en un plazo de 90 días a partir de la fecha de cierre de tal Oferta de Acciones.

Después del 15 de noviembre 2017, la Sociedad podrá amortizar todos o una parte de los Bonos notificando tal circunstancia con una antelación mínima de 30 días y máxima de 60 días, a los precios de amortización (expresados como porcentajes del monto principal) expuestos a continuación, más el interés devengado y no pagado, si existe, sobre los Bonos

amortizados, hasta la fecha de amortización aplicable, si la amortización tiene lugar durante el periodo de doce meses iniciado el 15 de noviembre de los años indicados a continuación:

<u>Año</u>	<u>Precio de amortización</u>
2017.....	103.438%
2018 y con posterioridad.....	100,000%

Asimismo, la Sociedad podrá con anterioridad o el día 15 de noviembre de 2017, previa notificación con un mínimo de 30 días y un máximo de 60 días a los titulares de los Bonos (notificación que será irrevocable), a su opción y en una o más ocasiones, amortizar todos o una parte de los Bonos (lo que incluye a los Bonos Adicionales, si existen) a un precio de amortización igual al importe de:

- (1) 100% del importe nominal de estos, más
- (2) el interés devengado y no pagado, si existe, hasta la fecha de amortización, más
- (3) la Prima Aplicable en la fecha de amortización, con sujeción al derecho de los titulares de registro en la fecha de registro relevante para recibir el interés debido en cualquier fecha de pago de interés que tenga lugar en la fecha de amortización o con anterioridad a tal fecha.

#### 4.9.3 Amortización Obligatoria

NH no estará obligada a amortizar la totalidad de la Emisión de los Bonos con carácter obligatorio de forma anticipada a su vencimiento, sin perjuicio de la facultad de los titulares de los Bonos de exigir individualmente la recompra de sus Bonos en el supuesto y conforme a lo previsto en el apartado 4.9.5 siguiente de la Nota sobre los Valores.

#### 4.9.4 Amortización Fiscal Voluntaria

NH podrá amortizar los Bonos en su conjunto, pero no en parte, en cualquier momento, notificando con una antelación mínima de 30 días y máxima de 60 días a los titulares de los Bonos (notificación que será irrevocable), a un precio de amortización igual al 100% del importe nominal de éstos, junto con el interés devengado y no pagado, si existe, hasta la fecha fijada para la amortización (en adelante, una “**Fecha de Amortización Fiscal**”) (sin perjuicio del derecho de los titulares de registro, en la fecha relevante de registro, a recibir el interés debido en la fecha relevante de pago de interés) y las Cantidades Adicionales, si existen, vencidos en tal momento y que se convertirán en vencidos en la Fecha de Amortización Fiscal, como consecuencia de la amortización o de otra manera, si la Sociedad determina que, como consecuencia de:

- (1) cualquier cambio o enmienda a la ley o a los convenios internacionales (o cualquier normativa promulgada en virtud de los anteriores) de una Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales, siempre que tal cambio o enmienda sea públicamente anunciados y

se promulguen después de la Fecha de Emisión, (o, si una Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales se convierte en una Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales en una fecha posterior a la Fecha de Emisión, después de tal fecha posterior); o

- (2) cualquier cambio de posición respecto de la aplicación o interpretación de la mencionada normativa de una Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales (incluidos los cambios en virtud de una sentencia o resolución de un tribunal o los cambios en prácticas administrativas), cuando los cambios o enmiendas sean públicamente anunciados y entren en vigor después de la Fecha de Emisión (o, si una Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales se convierte en una Jurisdicción Relevante a Efectos Fiscales en una fecha posterior a la Fecha de Emisión, después de tal fecha posterior); (en adelante, cada uno de los supuestos anteriores de las cláusulas (1) y (2), un **“Cambio en la Legislación Fiscal”**),

se exige a la Sociedad o a cualquier Garante, o se les exigiría en la siguiente fecha de pago de intereses, pagar cualquier Importe Adicional, y tal obligación no puede ser eludida tomando las medidas razonablemente disponibles (incluido, para evitar cualquier duda, el nombramiento de un nuevo Agente de Pago de conformidad con el cuarto apartado de *“Agente de Pago y Encargado del Registro de los Bonos”* (4.7.2), o el pago a través de un Garante).

La notificación de la amortización por motivos fiscales será publicada de conformidad con los procedimientos descritos en el apartado 4.9.6 *“Selección y Notificación”*. Sin perjuicio de lo anterior, ninguna de tales notificaciones de amortización se entregará (a) antes de los 90 días anteriores a la primera fecha en que la Sociedad o el Garante correspondiente estarían obligados a pagar las Cantidades Adicionales y (b) salvo que en el momento en que se entregue tal notificación, la mencionada obligación de pagar las Cantidades Adicionales permanezca vigente. Con anterioridad a la publicación o envío de cualquier notificación de amortización de los Bonos de conformidad con lo anterior, la Sociedad entregará al *Trustee* (a) un Certificado de un Directivo que establezca que la Sociedad tiene derecho a llevar a efecto tal amortización, y que exponga una declaración de hechos que muestre que concurren las condiciones para tal amortización y (b) el dictamen de un asesor fiscal independiente de reconocido prestigio para el *Trustee* al efecto de que las circunstancias mencionadas anteriormente existen. El *Trustee* aceptará tal Certificado de Directivo y dictamen como pruebas suficientes del cumplimiento de las condiciones descritas anteriormente, sin mayor investigación, y en tal caso serán concluyentes y vinculantes para los titulares.

Las disposiciones anteriores se aplicarán *mutatis mutandis* a cualquier sucesor de la Sociedad.

#### 4.9.5 Recompra a Opción de los Titulares

##### (A) *Cambio de Control*

En caso de que se produzca un Cambio de Control, cada titular de los Bonos tendrá derecho a exigir a NH la recompra de todos o parte de los Bonos en virtud de una Oferta de Cambio de Control en los términos expuestos en el Contrato de Emisión. En la Oferta de Cambio de Control, la Sociedad ofrecerá un Pago de Cambio de Control en efectivo, equivalente a un

101% del importe nominal agregado de los Bonos objeto de recompra más los intereses devengados y no pagados, si existen, sobre los Bonos objeto de recompra, en la fecha de compra. En el plazo de los 30 días siguientes a un Cambio de Control, la Sociedad enviará una notificación a cada titular describiendo las transacciones que constituyan el Cambio de Control y la oferta de recompra de Bonos en la Fecha de Pago del Cambio de Control especificada en la notificación, fecha que no será anterior a 30 días ni posterior a 60 días a partir de la fecha en que se envíe tal notificación, de conformidad con los procedimientos exigidos por el Contrato de Emisión y descritos en tal notificación. La Sociedad cumplirá los requisitos de la Rule 14e-1 de la *Exchange Act*, y cualesquiera otras normas sobre valores, en la medida en que tales normas sean aplicables en relación con la recompra de Bonos como resultado de un Cambio de Control. En la medida en que las disposiciones de cualquier norma sobre valores entre en conflicto con las disposiciones de Cambio de Control del Contrato de Emisión, la Sociedad cumplirá las normas sobre valores que resulten aplicables, y no se considerará que ha incumplido sus obligaciones de conformidad con las disposiciones sobre Cambio de Control del Contrato de Emisión por tal motivo.

En la Fecha de Pago de Cambio de Control, la Sociedad, en la medida en que la ley lo permita:

- (1) aceptará para su adquisición todos los Bonos que hayan aceptado correctamente la Oferta de Cambio de Control;
- (2) depositará en el Agente de Pagos o el agente de oferta para dicha oferta de cambio de control, según corresponda, una cantidad igual al Pago de Cambio de Control respecto a todos los Bonos que hayan aceptado correctamente la Oferta de Cambio de Control; y
- (3) entregará o hará que se entreguen al *Trustee* los Bonos que hayan aceptado correctamente la Oferta de Cambio de Control, junto con el Certificado de un Directivo que establezca el importe nominal agregado de los Bonos que han sido adquiridos por la Sociedad.

El Agente de Pago o el agente de oferta para dicha oferta de cambio de control, según corresponda, enviará sin demora a cada titular de Bonos que hayan aceptado correctamente la Oferta de Cambio de Control el Pago de Cambio de Control por tales Bonos.

Las disposiciones descritas anteriormente que exijan a la Sociedad realizar una Oferta de Cambio de Control después de un Cambio de Control serán aplicables con independencia de cualesquiera otras previsiones del Contrato de Emisión. Salvo del modo descrito anteriormente con respecto a un Cambio de Control, el Contrato de Emisión no contiene disposiciones que permitan a los titulares de los Bonos exigir a la Sociedad la recompra o amortización de los Bonos.

No se exigirá a la Sociedad realizar una Oferta de Cambio de Control después de un Cambio de Control si un tercero realiza la Oferta de Cambio de Control del modo, en el momento y cumpliendo el resto de los requisitos establecidos en el Contrato de Emisión para una Oferta de Cambio de Control realizada por la Sociedad, y compra todos los Bonos que hayan

aceptado correctamente la Oferta de Cambio de Control. Tampoco se exigirá a la Sociedad realizar una Oferta de Cambio de Control después de un Cambio de Control si con anterioridad ha emitido una notificación de amortización respecto a todos los Bonos, del modo y de conformidad con las disposiciones descritas en “*Amortización Voluntaria*”, y a continuación compra todos los Bonos de conformidad con tal notificación.

*(B) Oferta de Venta de Activos*

Cualesquiera Ingresos en Efectivo Netos procedentes de la Venta de Activos que no se apliquen o inviertan tal y como se estipula en el punto (F) “*Limitación en las Ventas de Activos y Participaciones en el Patrimonio en las Filiales Restringidas*”, del apartado 4.7.6 “*Ciertos Pactos*”, constituirán “Ingresos Excedentes”. Cuando el importe total de los Ingresos Excedentes supere los 20 millones de euros, la Sociedad realizará una Oferta de Venta de Activos a todos los titulares de los Bonos, y la Sociedad realizará cualquier oferta exigida para comprar Deuda del Mismo Rango que contenga disposiciones similares sobre venta de activos, para comprar el importe nominal máximo de Bonos y del tal Deuda del Mismo Rango que puedan ser adquiridos con cargo a los Ingresos Excedentes. El precio de oferta en cualquier Oferta de Venta de Activos será igual al 100% del importe nominal del Bono más el interés devengado y no pagado hasta la fecha de compra, y será pagadero en efectivo. Si existe Ingreso Excedente sobrante después de la Oferta de Venta de Activos, la Sociedad podrá utilizar tal Ingreso Excedente para cualquier fin que no esté prohibido por el Contrato de Emisión. Si el importe nominal agregado de los Bonos presentados en cualquier Oferta de Venta de Activos por parte de los Titulares y otro Deuda del Mismo Rango presentados por los titulares o prestamistas, de manera conjunta, excede el importe de los Ingresos Excedentes, estos deberán asignarse entre los Bonos y la Deuda del Mismo Rango para ser adquiridos a pro rata sobre la base del importe nominal agregado de los Bonos ofertados y la Deuda del Mismo Rango. Cuando finalice cada Oferta de Venta de Activos, el importe de los Ingresos Excedentes quedará a cero.

La Sociedad cumplirá los requisitos de la Rule 14e-1 de la Exchange Act, y cualesquiera otras normas sobre valores, en la medida en que éstas sean aplicables en relación con la recompra de Bonos y Garantías de Bonos correspondientes como resultado de una Oferta de Venta de Activos. En la medida en que las disposiciones de cualquier ley o reglamento sobre valores entren en conflicto con las disposiciones sobre Venta de Activos del Contrato de Emisión, la Sociedad cumplirá las normas sobre valores aplicables, y no se considerará que haya incumplido sus obligaciones de conformidad con las disposiciones sobre Venta de Activos del Contrato de Emisión

4.9.6 Selección y Notificación

Cuando no todos los Bonos hayan de ser amortizados, de acuerdo con los requisitos exigibles por el sistema de compensación que se emplee en ese momento para los Bonos, el *Trustee* seleccionará los Bonos para su amortización del modo siguiente:

- (1) si los Bonos cotizan en algún mercado de valores, en cumplimiento con los requisitos, si existen, del Mercado de valores principal en el que los Bonos coticen, como certifique la Sociedad al *Trustee*; o

(2) si los Bonos no cotizan en ningún mercado de valores nacional, a *prorrata*.

Las notificaciones de amortización se enviarán por correo con una antelación mínima de 30 días y máxima de 60 días a la fecha de amortización, a cada titular de los Bonos a amortizar y a su domicilio social, aunque las notificaciones de amortización podrán enviarse con una antelación superior a 60 días de la fecha de amortización si la notificación se emite en relación con una anulación de los Bonos o el pago y cumplimiento del Contrato de Emisión. Las notificaciones de amortización no podrán ser condicionales.

Asimismo, mientras los Bonos permanezcan admitidos a cotización en AIAF, NH publicará todas las notificaciones a los titulares de los Bonos mediante el oportuno hecho relevante.

#### **4.10 Indicación del rendimiento**

Como se ha descrito en esta Nota sobre los Valores, los Bonos otorgarán a sus inversores (i) en cada periodo de devengo, la remuneración descrita en el apartado 4.8.1 anterior; y (ii) en la fecha de amortización, el reembolso del principal de los Bonos y, en caso de amortización voluntaria anterior a 2018, la correspondiente prima de amortización, conforme a lo previsto en el apartado 4.9.2 anterior.

El rendimiento para el inversor puede calcularse mediante el uso de la denominada tasa interna de rendimiento (“**TIR**”), que es la tasa de descuento que iguala el valor actual de los efectivos entregados y recibidos por el inversor a lo largo de la vida de los Bonos (desde la suscripción de los Bonos hasta su amortización).

A efectos ilustrativos, y sin que ello suponga la realización de estimaciones o predicciones, se indica a continuación el rendimiento que percibiría un inversor que hubiera suscrito los Bonos en la Fecha de Emisión considerando que tienen un tipo de interés fijo del 6,875% durante toda la vida de la emisión y asumiendo que los mantiene hasta su amortización y que esta tiene lugar en la Fecha de Vencimiento Final.

**TIR resultante: 6,875%**

#### **4.11 Representación de los tenedores de los valores**

En el Contrato de Emisión, sometido a la legislación del estado de Nueva York, no se prevé la constitución de un Sindicato de Obligacionistas, en el que estén representados los titulares de los Bonos, ni el nombramiento de un Comisario, como sí se exige en la Ley de Sociedades de Capital. En su lugar, se contempla la figura del *Trustee*, quien actuará como representante y en interés de los titulares de los Bonos, tal y como queda regulado en el Contrato de Emisión (ver adicionalmente sobre la figura del *trustee* el apartado 4.7.12, entre otros, de esta Nota de Valores).

En relación con la regulación de esta forma de representación de los titulares de los Bonos puede consultarse en la sede social el Contrato de Emisión

Veáse también al respecto en los Factores de Riesgo el siguiente: “*Existen algunos riesgos relacionados con la interacción entre determinadas disposiciones de Estados Unidos y la legislación española*”.

## **4.12 Declaración de las resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales los valores han sido y/o serán creados o emitidos**

### **4.12.1 Acuerdos sociales y resoluciones**

La emisión de los Bonos se realizó en virtud de los siguientes acuerdos:

1. Acuerdos de la Junta General Ordinaria de accionistas de NH de 24 de junio de 2010 por los que se facultó al Consejo de Administración para emitir obligaciones o bonos simples, pagarés y demás valores de renta fija de análoga naturaleza, y participaciones preferentes, con el límite máximo y en las condiciones fijadas en el Informe de los administradores.
2. Acuerdos del Consejo de Administración de NH de 24 de octubre de 2013, por los que se acordó emitir los Bonos y delegar facultades en, entre otros, la persona que asume la responsabilidad por la presente Nota sobre los Valores, para la ejecución de los citados acuerdos y la fijación de los restantes términos y condiciones.
3. Decisiones del Consejero Delegado de la Sociedad, D. Federico Jorge González Tejera, de fecha 31 de octubre de 2013 en las que se fijaron los términos y condiciones definitivos de los Bonos.

### **4.12.2 Autorizaciones**

La admisión a negociación de los Bonos está sujeta al régimen general de verificación previa por la CNMV, incluyendo la aprobación y registro por la CNMV de la presente Nota sobre los Valores, así como a la adopción del acuerdo de admisión a negociación en AIAF por su organismo rector, todo ello conforme a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores.

## **4.13 Fecha de Emisión**

La emisión y el desembolso de los Bonos tuvo lugar el día 8 de noviembre de 2013, fecha de otorgamiento de la correspondiente escritura pública.

Asimismo, la correspondiente acta notarial de suscripción, desembolso y cierre de la emisión de los Bonos se otorgó el día 15 de noviembre de 2013.

## **4.14 Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores**

No existen restricciones a la libre transmisibilidad de los Bonos.

## **5. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN.**

### **5.1 Solicitud de admisión a negociación de los valores**

De conformidad con los acuerdos del Consejo de Administración de la Sociedad de 24 de octubre de 2013, en virtud de autorización de la Junta General de accionistas de 24 de junio de 2010 y las decisiones del Consejero Delegado de 5 de mayo de 2014, se solicitará la admisión de los Bonos a negociación en AIAF.

A tal efecto, NH llevará a cabo las correspondientes solicitudes, elaborará y presentará todos los documentos oportunos en los términos que considere convenientes y realizará cuantos actos sean necesarios para la admisión a negociación de los Bonos en AIAF.

NH conoce los requisitos y condiciones que se exigen para la admisión, permanencia y exclusión de los Bonos en el mercado organizado antes referido, comprometiéndose a su cumplimiento.

## **5.2 Agente pagador y entidades depositarias en cada país**

BNPP2S Luxemburgo, cuya dirección es 33, rue de gasperich, L-5826 Hesperange, con dirección postal L-2085 Luxembourg, ha sido designado Agente de Pago, Transferencia, Encargado del Registro de la emisión, Common Depositary del Global Certificate representativo de los Bonos en Euroclear y Clearstream, Luxembourg y Entidad Custodia en el Extranjero a efectos del Contrato de Enlace.

La Sociedad podrá cambiar el Agente de Pago, el Agente de Transmisión o el Encargado del Registro sin notificación previa a los titulares. Además, la entidad BNP Paribas Trust Corporation UK Limited es *Trustee* y Agente de Garantía de la emisión de los Bonos.

Por lo que respecta a los Bonos inscritos en los registros del Iberclear y sus Entidades Participantes, la Entidad de Enlace aparece en Clearstream como titular de los Bonos por cuenta de los titulares de Bonos y es quien recibe los pagos de BNPP2S Luxemburgo para su distribución a los titulares de los Bonos a través de Iberclear y sus Entidades Participantes.

## **6. GASTOS DE LA ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN**

A continuación se incluye una previsión aproximada de los gastos relacionados con la admisión a negociación en AIAF de los Bonos Reg S y 144A:

<b>Concepto</b>	<b>Euros</b>
Tasas de Iberclear y tarifas y cánones de AIAF	13.500
Tasas de la CNMV	16.102
Otros gastos	90.000
<b>TOTAL</b>	<b>119.602</b>

El importe de los gastos indicados sobre el importe efectivo de la admisión a negociación (Bonos Reg S por importe de 232.030.000.000.000 euros y Bonos 144A por importe de 17.970.000 de euros) es de, aproximadamente, el 0,047% de la emisión.

## **7. INFORMACIÓN ADICIONAL**

### **7.1 Asesores relacionados con la admisión a negociación**

Las siguientes entidades han prestado servicios de asesoramiento en relación con la emisión y admisión a negociación de los Bonos:

1. BNPP2S Luxemburgo, Agente de Pago, Transmisión, Encargado del Registro y Common Depositary de la Emisión y Entidad Custodia en el Extranjero.
2. BNPP2S España, Entidad de Enlace y Agente de Pago de los Bonos en España.
3. Uría Menéndez Abogados, S.L.P., despacho encargado del asesoramiento legal de NH en Derecho español en relación con la Emisión.

## **7.2 Otra información de la Nota sobre los Valores que haya sido auditada o revisada por los auditores**

En la presente Nota sobre los Valores no se incluye ninguna información que haya sido objeto de auditoría o revisión por los auditores de NH, salvo por las cuentas anuales individuales y consolidadas de NH correspondientes al ejercicio 2013.

## **7.3 Declaración o informes atribuidos a personas en calidad de experto**

American Appraisal España, S.A., sociedad dedicada a la evaluación y tasación, situada en la Calle Príncipe de Vergara nº 9, 28001, Madrid, emitió con fecha 18 de octubre de 2013 a petición de la Sociedad un informe de tasación en relación con la valoración, como una cartera global, de los bienes inmuebles objeto de las Garantías Reales así como del valor neto de los activos (“*net asset value*”) de Sotogrande, que se incluyó en el Memorándum de Oferta de 31 de octubre de 2013 y se adjunta como Anexo en esta Nota sobre los Valores.

## **7.4 En casos en que la información proceda de un tercero, confirmación de que la información se ha reproducido con exactitud y, en la medida en que el emisor tiene conocimiento de ello, no se ha omitido ningún hecho relevante. Identificación de las fuentes de la información**

No se ha incluido en esta Nota sobre los Valores información procedente de terceros más allá de la referida en el apartado anterior y que se aporta como Anexo, en la que no se ha omitido ningún hecho relevante.

## **7.5 Calificaciones crediticias**

A la fecha de registro de la presente Nota sobre los Valores, NH tiene asignadas las siguientes calificaciones crediticias:

<b>Agencia</b>	<b>Largo plazo</b>	<b>Perspectiva</b>	<b>Fecha</b>
Standard & Poor’s Credit Market Services	B -	Estable	11 de diciembre de 2013
Fitch Ratings Ltd	B -	Estable	28 de octubre de 2013

A la fecha de registro de la presente Nota sobre los Valores, los Bonos tiene asignadas las siguientes calificaciones crediticias:

<b>Agencia</b>	<b>Largo plazo</b>	<b>Fecha</b>
Standard & Poor’s Credit Market Services	B	11 de diciembre de 2013
Fitch Ratings Ltd	B +	19 de diciembre de 2013

Standard & Poor’s Credit Market Services y Fitch Ratings Ltd son agencias de calificación crediticia debidamente registradas desde el 31 de octubre de 2011 en la Autoridad Europea de Valores y Mercados (*European Securities and Markets Authority –ESMA–*) de acuerdo con lo

dispuesto en el Reglamento (CE) número 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009 sobre agencias de calificación crediticia.

## 8. NATURALEZA DE LA GARANTÍA

### 8.1 Los Garantes

Las obligaciones derivadas de los Bonos están garantizadas personalmente y de forma solidaria por los siguientes Garantes, todos ellos sociedades filiales directa o indirectamente al 100% de NH e integradas en el grupo consolidado de la Sociedad:

Garante	Jurisdicción
Latina de Gestión Hotelera, S.A.	Argentina
Edificio Metro, S.A.	Argentina
Polis Corporation, S.A.	Argentina
NH Hoteles Austria, GmbH	Austria
Hotel Exploitatiemaatschappij Diegem N.V.	Bélgica
Hotelera de Chile, S.A.	Chile
Parque de la 93, S.A	Colombia
NH Hotels Czequia, s.r.o.	República Checa
NH Aguamarina S.A.	Rep. Dominicana
NH Hoteles France S.A.	Francia
NH Hoteles Deutschland, GmbH	Alemania
NH Hotelbetriebs.-u. Dienstleistungs, GmbH	Alemania
NH Hotelbetriebs-u. Entwicklungs, GmbH	Alemania
NH Central Europe, GmbH & Co. KG	Alemania
NH Finance S.A.	Luxemburgo
Chartwell Inmobiliaria de Coatzacoalcos, S.A. de C.V	México
Servicios Corporativos Hoteleros, S.A. de C.V.	México
Hotelera de la Parra, S.A. de C.V.	México
Servicios Corporativos Krystal Zona Rosa, S.A. de C.V.	México
Grupo Hotelero Monterrey, S.A. de C.V.	México
Servicios Chartwell de Nuevo Laredo, S.A. de C.V..	México
NH Hotels Polska, Sp. Zo.o.	Polonia
NH Rallye Portugal, Lda.	Portugal
NH Management Black Sea, S.R.L.	Rumania
NH Hoteles España, S.A.	España
Nuevos Espacios Hoteleros, S.A.	España
NH Atardecer Caribeño, S.A.	España
NH Central Reservation Office, S.A.	España
NH Hoteles Switzerland GmbH	Suiza
NH Private Equity, B.V.	Países Bajos
NH Hoteles Participaties, N.V.	Países Bajos
Palatium Amstelodamum, N.V.	Países Bajos
Hotelexploitatiemaatschappij Onderlangs Arnhem B.V.	Países Bajos
Holding Onroerend Goed d'Vijff Vlieghe B.V.	Países Bajos
Hotelexploitatiemaatschappij Stadhouderskade Amsterdam B.V.	Países Bajos
Hotelexploitatiemaatschappij Forum Maastricht B.V.	Países Bajos
Hotelexploitatiemaatschappij Capelle aan den IJssel B.V.	Países Bajos
Hotelexploitatiemaatschappij Van Alphenstraat Zandvoort B.V.	Países Bajos

Hotelexplotatiemaatschappij Atlanta Rotterdam B.V.	Países Bajos
Hotelexplotatiemaatschappij Leijenberghlaan Amsterdam B.V.	Países Bajos
Exploitatiemaatschappij Doelen Hotel B.V.	Países Bajos
Exploitatiemaatschappij Schiller B.V.	Países Bajos
Hotelexplotatiemaatschappij Jaarbeursplein Utrecht B.V.	Países Bajos
Hotelexplotatiemaatschappij Amsterdam Noord B.V.	Países Bajos
Koningshof B.V.	Países Bajos
Leeuwenhorst Congres Center, B.V.	Países Bajos
Hotelexplotatiemaatschappij Spuistraat Amsterdam B.V.	Países Bajos
Hotelexplotatiemaatschappij Janskerkhof Utrecht B.V.	Países Bajos
Hotel de Ville, B.V.	Países Bajos
De Sparrenhorst, B.V.	Países Bajos
Restaurant D'Vijff Vlieghe, B.V.	Países Bajos
Olofskapel Monumenten, B.V.	Países Bajos
Exploitatie Maatschappij Tropenhotel B.V.	Países Bajos
Onroerend Goed Beheer Maatschappij Maas Best B.V.	Países Bajos
Onroerend Goed Beheer Maatschappij Ijsselmeerweg Naarden B.V.	Países Bajos
Onroerend Goed Beheer Maatschappij Stadhouderskade Amsterdam B.V.	Países Bajos
Onroerend Goed Beheer Maatschappij Atlanta Rotterdam B.V.	Países Bajos
Onroerend Goed Beheer Maatschappij Danny Kayelaan Zoetermeer B.V.	Países Bajos
Onroerend Goed Beheer Maatschappij Prins Hendrikkade Amsterdam B.V.	Países Bajos
Onroerend Goed Beheer Maatschappij Kruisweg Hoofddorp B.V.	Países Bajos
Onroerend Goed Beheer Maatschappij Capelle aan den Ijssel B.V.	Países Bajos
Onroerend Goed Beheer Maatschappij Bogardeind Geldrop B.V.	Países Bajos
Onroerend Goed Beheer Maatschappij Marquette Heemskerk B.V.	Países Bajos
Onroerend Goed Beheer Maatschappij Van Alphenstraat Zandvoort B.V.	Países Bajos
Hotelexplotatiemaatschappij Stationsstraat Amersfoort B.V.	Países Bajos
Columbia Palace Hotel, S.A.	Uruguay
Hesperia enterprises de Venezuela, S.A.	Venezuela

Para mejor información sobre los Garantes, véase el cuadro con la información relativa a los activos, pasivos, patrimonio y resultado del ejercicio de todas las sociedades dependientes de NH a 31 de diciembre de 2013, incluido en el Anexo I, páginas 101 a 104, de las cuentas anuales consolidadas, que han quedado incorporadas por referencia a esta Nota sobre los Valores, así como el Documento de Registro del Emisor.

A la fecha mencionada en el párrafo anterior, la Sociedad tenía activos totales por un importe de 2.687,4 millones de euros y un endeudamiento bruto total de 879,3 millones de euros. Los Garantes comprendían a esa fecha el 38,1% de los activos totales y representaban el 63,4% y el 66,0% de la cifra de negocios y del EBITDA consolidado, respectivamente, del ejercicio 2013, excluyendo NH, y las Entidades Krasnapolsky Vendidas. El Emisor y los Garantes comprendían juntos el 48,6% de los activos totales de la Sociedad a 31 de diciembre de 2013 y representaban el 63,9% y el 26,9% de la cifra de negocios y EBITDA, respectivamente, del ejercicio 2013, excluyendo las Entidades Krasnapolsky Vendidas.

El 15 de abril de 2014 Intesa, S.p.A. y NH alcanzaron un acuerdo para la aportación por Intesa, S.p.A. de su participación del 44,5% del capital de NH Italia S.p.A. (“**NH Italia**”) a NH como contraprestación de un aumento de capital no dinerario de la Sociedad (véase el apartado 12 de la Nota de Valores). Una vez que NH Italia pase a ser una sociedad filial al 100% de NH, el Contrato de Emisión y el Crédito Sindicado prevén que NH Italia y cada una de sus filiales íntegramente participadas pasen a ser Garantes de ambas financiaciones. Considerando a NH Italia y sus filiales al 100%, a 31 de diciembre de 2013 los Garantes hubieran comprendido el 68.8% de los activos totales y hubieran representado el 84.8% y el 93.1%, respectivamente, de la cifra de negocios y del EBITDA consolidado, respectivamente, del ejercicio 2013, excluyendo NH y las Entidades Krasnapolsky Vendidas. El Emisor y los Garantes. Del mismo modo, teniendo en cuenta a NH Italia y sus filiales al 100%, el Emisor y los Garantes comprendían juntos el 74,1% de los activos totales de la Sociedad a 31 de diciembre de 2013 y representaban el 85,0% y el 85,2% de la cifra de negocios y EBITDA, respectivamente, del ejercicio 2013, excluyendo las Entidades Krasnapolsky Vendidas.

Se hace constar que ninguno de los sesenta y ocho Garantes representa más del 20% del volumen total de activos de los que son titulares el conjunto de los Garantes, motivo por cual no resulta pertinente incluir información financiera individualizada de cada Garante más allá de la que consta en el cuadro incluido en el Anexo I de las cuentas anuales consolidadas de NH, incorporadas por referencia, al que ya nos hemos referido en este apartado de la Nota sobre los Valores. Se invita a los inversores a valorar las Garantías atendiendo al conjunto de los Garantes, tomando para ello como referencia, además de la información contenida en esta Nota de Valores, la contenida en el conjunto de las cuentas anuales consolidadas de NH.

En virtud de lo descrito en el apartado 9.3 de la Nota sobre los Valores, con determinadas excepciones, cualquier Filial Restringida que garantice una determinada deuda u obligación de otras entidades deberá otorgar un Contrato de Emisión complementario asumiendo la condición de Garante de los Bonos y adherirse al Acuerdo entre Acreedores.

## **8.2 Garantías Reales**

De acuerdo con los Documentos de Garantía, las obligaciones de la Sociedad y de los Garantes derivadas de los Bonos se garantizarán inicialmente mediante:

1. Un derecho de prenda de primer rango sobre: (i) las acciones que representan el 100% del capital social de Diegem; (ii) las acciones que representan el 100% del capital social Onroerend Goed Beheer Maatschappij Van Alpenensraat Zandvoort, B.V.; (iii) las acciones que representan el 89,3% del capital social de Sotogrande, S.A (conjuntamente las “**Prendas de Acciones**”).
2. Hipotecas de primer rango sobre: (i) los siguientes bienes ubicados en los Países Bajos: NH Conference Centre Koningshof, propiedad de Koningshof, B.V.; NH Conference Centre Leeuwenhorst, propiedad de Leeuwenhorst Congres Center, B.V.; NH Schiphol Airport, propiedad de Highmark Hoofddorp, B.V.; NH Amsterdam Centre, propiedad de Onroerend Goed Beheer Maatschappij Stadhouderskade Amsterdam, B.V.; NH Zoetermeer, propiedad de Onroerend Goed Beheer Maatschappij Danny Kayelaan

Zoetermeer, B.V.; NH Conference Centre Sparrenhorst, propiedad de De Sparrenhorst, B.V.; NH Barbizon Palace, propiedad de Onroerend Goed Beheer Maatschappij Prins Hendrikkade Amsterdam, B.V.; NH Best, propiedad de Onroerend Goed Beheer Maatschappij Maas Best, B.V.; NH Capelle, propiedad de Onroerend Goed Beheer Maatschappij Capelle aan den IJssel, B.V.; NH Geldrop, propiedad de Onroerend Goed Beheer Maatschappij Bogardeind Geldrop, B.V.; NH Marquette, propiedad de Onroerend Goed Beheer Maatschappij Marquette Heemskerck, B.V.; NH Naarden, propiedad de Onroerend Goed Beheer Maatschappij IJsselmeerweg Naarden, B.V. (ii) sobre NH Eurobuilding, ubicado en España y propiedad de la Sociedad. (conjuntamente las “**Hipotecas**”).

Con posterioridad a la Fecha de Emisión, la Sociedad o los Garantes extenderán a los Bonos y/o a las Garantías, según el caso, con el mismo rango y al mismo tiempo cualquier garantía real adicional que constituyan a favor del Crédito Sindicado, con sujeción al Acuerdo entre Acreedores y a cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores.

Bajo determinadas condiciones, incluidas las descritas en el apartado 9.2.3 de la Nota sobre los Valores, NH podrá pignorar o hacer que sus Filiales graven las Garantías Reales en relación con futuras asunciones de Deuda, incluidas nuevas emisiones de Bonos, con igualdad de rango respecto a los Bonos entonces en circulación. Los activos objeto de las Garantías Reales también pueden liberarse del Gravamen establecido en los Documentos de Garantía en ciertas circunstancias. Véase el apartado 9.2.2 “*Liberación de los Derechos Reales de Garantía*” a continuación.

## **9. ALCANCE DE LA GARANTÍA**

### **9.1 Las Garantías de los Bonos**

Las Garantías de los Bonos son obligaciones solidarias de los Garantes. Las Garantías de los Bonos proporcionan a los titulares de los Bonos una acción directa contra cada Garante. Sin embargo, las obligaciones de cada Garante en virtud de su Garantía de los Bonos está limitada en virtud del Contrato de Emisión a un importe que ha sido determinado con el fin de garantizar que: (i) no se infrinjan las normas relativas al interés social, a los negocios en fraude de acreedores, a la capitalización y subcapitalización, a la preservación del capital, al objeto social, a la prohibición de asistencia financiera, a las operaciones rescindibles por lesión, etc. (en virtud de las cuales se establece, entre otras cuestiones, que los riesgos asociados a la garantía prestada por una Garante de la deuda de NH deben ser razonables y deben estar justificados económica y operativamente desde la perspectiva del Garante); o (ii) ocasionen que el Garante sea considerado insolvente en virtud de la ley aplicable; o (iii) dichas Garantías de Bonos sean consideradas nulas y no exigibles; o (iv) ocasionen que se considere que los administradores de dicho Garante incumplen la legislación mercantil aplicable a la prestación de dichas Garantías de los Bonos.

El garante quedará liberado de su obligación en relación con la Garantía:

- (1) En relación con cualquier venta u otra disposición de todo el Capital Social de tal Garante o con cualquier venta u otra disposición de todos o una parte sustancial de los

activos de tal Garante (incluidas, en cada caso las operaciones por medio de fusión, integración, unión o combinación) a una Persona que no sea (antes o después de dar efecto a tal transacción) la Sociedad o una Filial Restringida, siempre que la venta o disposición no incumplan el Contrato de Emisión, y todas las obligaciones del Garante con respecto a la Deuda en virtud de los Préstamos Senior también se liberen;

- (2) si la Sociedad designa a cualquier Filial Restringida que sea Garante como una Filial no Restringida de conformidad con las disposiciones aplicables del Contrato de Emisión;
- (3) en virtud de cancelación por ley o por pacto, o pago de los Bonos, tal y como viene descrito en los títulos “*Cancelación por Ley y por Pacto*” y “*Pago y Cumplimiento*” (apartado 4.7.9 de la Nota sobre los Valores);
- (4) tal y como se describe en el título “*Modificación, Complemento y Renuncia*” (apartado 4.7.10 de la Nota sobre los Valores);
- (5) en caso de una Garantía de los Bonos otorgada en virtud del pacto “*Garantías Adicionales de los Bonos y Garantías Reales*” (apartado 9.3 de la Nota sobre los Valores), en virtud de pago de la Deuda, o de la liberación y pago de la garantía que dio lugar a la obligación de garantizar los Bonos; o
- (6) de conformidad con una acción de ejecución en virtud del Acuerdo entre Acreedores o cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores.

Véase en el punto (F) del apartado 4.7.6 de la Nota sobre los Valores: “*Limitación en las Ventas de Activos y Participaciones en el Patrimonio en Filiales Restringidas*”.

## **9.2 Garantías Reales**

### **9.2.1 Administración de las Garantías Reales y ejecución de los Gravámenes**

La Garantía es administrada por un Agente de Garantía de conformidad con los términos de los Documentos de Garantía y con el Acuerdo entre Acreedores, en beneficio del *Trustee* y de todos los titulares de los Bonos y de los acreedores en virtud del Crédito Sindicado y otros futuros acreedores con garantía en virtud del Acuerdo entre Acreedores.

La capacidad de los titulares de los Bonos de hacer efectivas las Garantías Reales está sujeta a las limitaciones de la legislación en materia de concurso de acreedores en caso de insolvencia de la Sociedad y a las restricciones sobre la ejecución contenidas en el Acuerdo entre Acreedores. Véase el apartado relativo a los Factores de Riesgo.

Los derechos de los titulares de los Bonos con respecto a la Garantía deberán ser ejercitados por el Agente de Garantía. Puesto que los titulares de los Bonos no son parte respecto de los Documentos de Garantía, los titulares no podrán, ni individual ni colectivamente, adoptar ninguna medida directa para ejecutar ningún derecho a su favor en virtud de los Documentos de Garantía, sino que solamente podrán hacerlo a través del Agente de Garantía. El Agente de Garantía aceptará cualquier liberación de los derechos reales de garantía creados por los

Documentos de Garantía de conformidad con los términos del Contrato de Emisión y del Acuerdo entre Acreedores, sin que se exija el consentimiento de los titulares de los Bonos. De acuerdo con los términos del Acuerdo entre Acreedores, los titulares de los Bonos, en ciertas circunstancias, compartirán o tendrán la capacidad de ordenar al *Trustee* que ordene al Agente de Garantía entablar una acción de ejecución de conformidad con los Documentos de Garantía. Sin embargo, a la hora de ejecutar los Gravámenes estipulados en los Documentos de Garantía, el Agente de Garantía seguirá las instrucciones del *Trustee*, de conformidad con los términos del Acuerdo entre Acreedores.

De acuerdo con los términos de los Documentos de Garantía, hasta el vencimiento anticipado de los Bonos de conformidad con el Contrato de Emisión, NH y los demás deudores hipotecarios y pignoratícios ejercerán los derechos de voto de forma que no afecten significativamente de un modo adverso a la validez o carácter ejecutable de los Gravámenes creados de conformidad con los Documentos de Garantía o al valor de las Garantías Reales, y podrán recibir y retener los dividendos en efectivo, dividendos en acciones, dividendos por liquidación, dividendos distintos de efectivo, acciones del capital social resultantes de las divisiones o reclasificaciones del capital, la emisión de derechos, warrants, las opciones y otras distribuciones (ya sean similares o no similares a lo anterior) respecto a las acciones que son parte de las Garantías Reales.

El valor de las Garantías Reales que garantiza los Bonos y las Garantías de los Bonos podría no ser suficiente para cumplir las obligaciones de la Sociedad y de los Garantes, según el caso, de los Bonos y de las Garantías de los Bonos, y las Garantías Reales podría verse reducido o diluido en determinadas circunstancias, incluida la emisión de Bonos Adicionales u otras futuras asunciones de Deuda y la disposición de los activos comprendidos en las Garantías Reales, de acuerdo con los términos del Contrato de Emisión.

No puede asegurarse que los beneficios de una venta de las Garantías Reales, en todo o en parte, de conformidad con el Acuerdo entre Acreedores y los Documentos de Garantía después de un Supuesto de Incumplimiento, sean suficientes para satisfacer los importes debidos en virtud de los Bonos o de las Garantías de los Bonos. Por su naturaleza, es probable que los bienes objeto de las Garantías Reales carezcan de liquidez y que puedan no tener un valor de mercado fácilmente comprobable. De acuerdo con lo anterior, no se puede asegurar que las Garantías Reales pueda ejecutarse.

Los Documentos de Garantía se rigen por la legislación española, holandesa y belga, y están sujetos a la jurisdicción de los tribunales españoles, holandeses y belgas respectivamente.

#### 9.2.2 Liberación de los Derechos Reales de Garantía

Los Gravámenes constituidos en virtud de los Documentos de Garantía se verán automática e incondicionalmente liberados de conformidad con los términos y condiciones del Contrato de Emisión cuando tenga lugar la Cancelación por Ley o la Cancelación por Pacto (apartado 4.7.9 “*Cancelación por Ley y Cancelación por Pacto*”), si todas las obligaciones derivadas del Contrato de Emisión se cumplen de acuerdo con los términos del Contrato de Emisión o de otra manera que haya establecido el Contrato de Emisión (incluido a título meramente

enunciativo y no limitativo, los pactos incluidos en el apartado 9.2.4 “*Deterioro de los Derechos Reales de Garantía*”), los Documentos de Garantía y el Acuerdo entre Acreedores.

Los Gravámenes sobre las Garantías Reales constituidos en virtud de los Documentos de Garantía quedarán liberados si:

- (1) (a) la Relación Préstamo-Valor (LTV) de la Sociedad en la fecha de la liberación no hubiera sido superior al 55%; y  
(b) todos los Gravámenes sobre los bienes objeto de Garantías Reales que garantizan la Deuda Garantizada del Mismo Rango, incluido el Crédito Sindicado, también se liberan, y los bienes que garantizan la Deuda Garantizada del mismo Rango, incluido el Crédito Sindicado, también garantiza los Bonos a *prorrata* y en igualdad de rango; o
- (2) en la medida en que tales bienes sea enajenados en virtud de una ejecución de la Garantía Real correspondiente de acuerdo con los Documentos de Garantía aplicables de conformidad con el Acuerdo entre Acreedores;
- (3) tal y como está descrito en “*Modificación, Complemento y Renuncia*” (apartado 4.7.10 de la Nota sobre los Valores); o
- (4) en relación con una transacción permitida por el pacto descrito en “*Fusión e Integración*” (punto (D) del apartado 4.7.6).

El Agente de Garantía adoptará todas las medidas razonables exigidas para efectuar cualquier liberación de las Garantías Reales que garantiza los Bonos y las Garantías de los Bonos (si procede), de conformidad con las disposiciones del Contrato de Emisión y el Acuerdo entre Acreedores y el Documento de Garantía pertinente. Cada una de las liberaciones expuestas anteriormente será llevada a efecto por el Agente de Garantía sin el consentimiento de los titulares y sin la actuación del *Trustee* (salvo que tal actuación sea necesaria para dar efecto a tal liberación).

### 9.2.3 Nuevos Gravámenes

La Sociedad no creará (ni permitirá que ninguna de sus Filiales Restringidas lo haga) ningún Gravamen de ningún tipo sobre ninguno de sus activos (incluido el Capital Social de las Filiales Restringidas); salvo (a) en caso de un activo que no constituya un bien objeto de las Garantías Reales, (1) Gravámenes Permitidos o (2) Gravámenes sobre activos que no sean Gravámenes Permitidos, siempre que los Bonos estén garantizados por la misma garantía con al menos con el mismo rango y durante el mismo periodo de tiempo y (b) en caso de un activo que constituya un bien objeto de las Garantías Reales, Gravámenes Permitidos sobre tales bienes.

### 9.2.4 Deterioro de los Derechos reales de garantía

La Sociedad no hará lo siguiente (ni permitirá que ninguna de sus Filiales Restringidas lo haga): (i) adoptar u omitir cualquier acción que dé lugar al deterioro esencial de las garantías

Reales (entendiéndose que la constitución de Gravámenes Permitidos en ninguna circunstancia se considerará que perjudica esencialmente a las Garantías Reales) en beneficio del *Trustee* y de los titulares de los Bonos y (ii) conceder a ninguna persona que no sea el Agente de Garantía, en beneficio del *Trustee* y de los titulares de los Bonos y del resto de los beneficiarios descritos en los Documentos de Garantía, ningún derecho en absoluto sobre ningún bien objeto de las Garantías Reales (con la excepción de que la Sociedad y sus Filiales Restringidas podrán constituir Gravámenes Permitidos sobre las Garantías Reales y los bienes objeto de tales Garantías Reales podrán liberarse o transmitirse de conformidad con el Contrato de Emisión, los Documentos de Garantía o el Acuerdo entre Acreedores); en el bien entendido de que:

- (a) nada de lo contenido en la presente disposición restringirá la liberación o sustitución de cualquier derecho de garantía en cumplimiento con los términos del Contrato de Emisión tal y como viene descrito en “*Liberación de los Derechos Reales de Garantía*” (apartado 9.2.2) y
- (b) cualquier Documento de Garantía podrá ser modificado si, simultáneamente, la Sociedad entrega al *Trustee* bien (1) un dictamen de un asesor financiero independiente acerca de su solvencia, en forma y contenido razonablemente satisfactorios para el *Trustee*, que confirme la solvencia de la Sociedad y sus Filiales, en su conjunto, después de dar efecto a una transacción relacionada con tal modificación, (2) un certificado de un Directivo de la Persona en cuestión que confirme la solvencia que le concede tal derecho real de garantía después de dar efecto a cualquier transacción relacionada con tal modificación, o (3) un dictamen de un asesor, en forma y contenido razonablemente satisfactorios para el *Trustee*, que confirme que, después de dar efecto a cualquier transacción relacionada con tal modificación, el Gravamen creado de conformidad con la garantía modificada es un Gravamen válido, no sujeto por lo demás a ninguna limitación, a la que tal Gravamen no estaba sometido inmediatamente antes de tal modificación. En caso de que la Sociedad cumpla los requisitos del presente pacto, el *Trustee* o Agente de Garantía (según el caso) consentirá a cualquiera de tales modificaciones sin necesidad de instrucciones de los titulares de los Bonos

### **9.3 Garantías Adicionales de los Bonos y Garantías Reales**

La Sociedad no permitirá que ninguna de sus Filiales Restringidas, directa ni indirectamente, garantice el pago de cualquier otra Línea de Crédito u otra Deuda Pública de la Sociedad o de cualquier Garante, salvo que esté permitido por el pacto titulado “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*” (punto (B) del apartado 4.7.6), y tal Filial Restringida (si no es ya un Garante) simultáneamente otorgue y entregue una escritura de emisión complementaria y un acuerdo entre acreedores complementario en virtud del cual tal Filial Restringida garantizará el pago de los Bonos en los mismos términos y condiciones que los expuestos en el Contrato de Emisión, el Acuerdo entre Acreedores y cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores y tales Garantías de los Bonos tengan un rango superior o el mismo rango que la Garantía de la Filial Restringida sobre las otras Líneas de Crédito o Deuda Pública; en el entendido de que ninguna de tales Garantías Adicionales de los Bonos será necesaria respecto a las Líneas de Crédito u otra Deuda Pública de la Sociedad o

cualquier Garante (i) que no exceda los 25 millones de euros en total, con todas las demás Líneas de Crédito u otra Deuda Pública descritas en la presente cláusula (i), (ii) si la Garantía de tal Deuda, de conformidad con una exigencia normativa y con tales Líneas de Crédito u otra Deuda Pública, se debe a un organismo regulador, o (iii) si tales Líneas de Crédito u otra Deuda Pública están garantizadas por tal Filial Restringida en la Fecha de Emisión y tal Filial Restringida no es un Garante.

NH Italia S.p.A. y cada una de sus Filiales participadas al 100% procederá a otorgar y entregar un contrato de emisión complementario presentando su Garantía sobre los Bonos y el Crédito Sindicado, en las mismas condiciones que la Garantías de los Bonos concedidas por las restantes Garantes de conformidad con el Contrato de Emisión en la Fecha de Emisión, tan pronto como sea posible después de que NH Italia S.p.A. se convierta en una Filial participada al 100% de la Sociedad.

La Sociedad dispondrá que cada Filial Restringida que se convierta en una Sociedad Inmobiliaria después de la Fecha de Emisión proceda al otorgamiento y entrega de una escritura de emisión complementaria que establezca las Garantías de los Bonos por dicha Filial Restringida en las mismas condiciones que las Garantías de los Bonos constituidas por otros Garantes de conformidad con el Contrato de Emisión, tan pronto como sea posible, después de que dicha Filial Restringida se convierta en una Sociedad Inmobiliaria.

La Sociedad no estará obligada a hacer que tal Filial Restringida garantice los Bonos en la medida en que pueda esperarse, dentro de lo razonable, que tales Garantías de los Bonos den lugar a: (1) una violación de ley aplicable que no pueda evitarse a través de medidas razonablemente disponibles para la Sociedad o una Filial Restringida (2) cualquier responsabilidad para los directivos, consejeros o accionistas de tal Filial Restringida; (3) cualquier coste o gasto (incluido cualquier Impuesto), que no sean gastos menores ni honorarios gubernamentales razonables o de presentación de documentación obligatoria y (4) la exigencia legal de obtener o preparar estados financieros o información financiera de tal Persona para su presentación a una autoridad, que la Sociedad no pueda obtener o preparar a través de medidas razonablemente disponibles para ella.

Sin perjuicio de los apartados anteriores del presente pacto, cualquier Garantía de los Bonos por una Filial Restringida estipulará que quedará automática e incondicionalmente liberada cuando (i) la Deuda que dio lugar a la obligación de garantizar los Bonos sea liberada, (ii) en caso de cualquier Garantía de los Bonos constituida tal y como viene contemplado en el apartado tercero del presente pacto, como resultado de que una Filial Restringida garantice otras Líneas de Crédito o Deuda Pública, cuando tal otra Deuda sea liberada, o (iii) de otro modo, en las circunstancias descritas anteriormente bajo el título “*Las Garantías de los Bonos*” (apartado 8.1 de la Nota sobre los Valores). Los términos y limitaciones relativos a las Garantías de los Bonos estarán incluidos en el Contrato de Emisión.

Asimismo, al mismo tiempo que la constitución de cualquier garantía real de conformidad con el Crédito Sindicado, de acuerdo con el Acuerdo entre Acreedores y con cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores, la Sociedad o cualquier Garante proporcionará garantías para asegurar los Bonos o tales Garantías de los Bonos en igualdad de rango y a prorrata. La Sociedad pignoraré como garantía en relación con los Bonos y las Garantías de los Bonos,

conforme al Acuerdo entre Acreedores, tan pronto como sea posible, el Capital Social de cada Filial Restringida que tras la Fecha de Emisión se convierta en una Sociedad Inmobiliaria.

#### **9.4 Acuerdo entre Acreedores**

El *Trustee* celebró un Acuerdo entre Acreedores con, entre otros, el agente del Crédito Sindicado, la Sociedad, diversas filiales de la Sociedad, y el Agente de Garantía. Los Documentos de Garantía y las Garantías Reales serán administrados por el Agente de Garantía de conformidad con el Acuerdo entre Acreedores en beneficio del *Trustee* y de los titulares de los Bonos, de los acreedores en virtud de las Líneas de Crédito Sénior y del endeudamiento futuro de la Sociedad y sus Filiales que esté permitido asumir y garantizar de acuerdo con el Contrato de Emisión y el Acuerdo entre Acreedores.

De conformidad con los términos del Acuerdo entre Acreedores, las cantidades recibidas al ejecutarse las Garantías Reales se aplicarán (salvo determinadas reclamaciones del *Trustee*, el Agente de Garantía, el agente de las Líneas de Crédito Sénior y los costes y gastos relacionados con la ejecución de las Garantías Reales) a *prorrata* al cumplimiento de las obligaciones: (i) derivadas del Contrato de Emisión, los Bonos y las Garantías de los Bonos, (ii) derivadas de las Líneas de Crédito Sénior y (iii) cualquier otra Deuda de la Sociedad y las Filiales Restringidas que esté permitido asumir y garantizar con las Garantías Reales de conformidad con el Contrato de Emisión y el Acuerdo entre Acreedores.

El *Trustee*, los acreedores en virtud de las Líneas de Crédito Sénior, las otras partes garantizadas en virtud del Acuerdo entre Acreedores y, al aceptar un Bono, cada titular de un Bono han nombrado irrevocablemente a BNP Paribas Trust Corporation UK como Agente de Garantía para actuar como su agente de garantía de conformidad con el Acuerdo entre Acreedores, los Bonos, el Contrato de Emisión, incluidas las Garantías de los Bonos, y los Documentos de Garantía (en adelante, conjuntamente, los “**Documentos Financieros**”).

El *Trustee* y los acreedores en virtud de las Líneas de Crédito Sénior, las otras partes garantizadas en virtud del Acuerdo entre Acreedores y, al aceptar un Bono, cada titular del Bono han autorizado irrevocablemente a tal Agente de Garantía a cumplir las obligaciones y ejercer los derechos, facultades y potestades que le son otorgadas específicamente en virtud del Acuerdo entre Acreedores u otros Documentos Financieros, junto con cualquier potestad, facultad y derecho conexos.

#### **9.5 Acuerdos Adicionales entre Acreedores**

A solicitud de la Sociedad, en relación con la asunción por la Sociedad o sus Filiales Restringidas de Deuda que se permita garantizar de conformidad con el Contrato de Emisión, la Sociedad, las Filiales Restringidas relevantes, el *Trustee* y el Agente de Garantía celebrarán con los titulares de tal Deuda un acuerdo entre acreedores (en adelante, el “**Acuerdo Adicional entre Acreedores**”) en básicamente los mismos términos que el Acuerdo entre Acreedores (o en términos no esencialmente menos favorables para los titulares, siempre que el *Trustee* y el Agente de Garantía hayan recibido un Certificado de Directivo y un Dictamen de Asesor a tal efecto); en el entendido de que tal Acuerdo Adicional entre Acreedores no impondrá ninguna obligación personal al *Trustee* y al Agente de Garantía ni, en opinión del *Trustee* y del Agente de Garantía, afectará adversamente a los derechos y obligaciones del

*Trustee* y del Agente de Garantía de conformidad con el Contrato de Emisión o el Acuerdo entre Acreedores.

De acuerdo con las indicaciones de la Sociedad y sin el consentimiento de los titulares, el *Trustee* y el Agente de Garantía llevarán a cabo una o más modificaciones del Acuerdo entre Acreedores para: (1) subsanar cualquier ambigüedad, omisión o defecto; (2) aumentar el importe o tipos de Deuda cubiertos por tal acuerdo que pueda asumir la Sociedad o cualquier Filial Restringida que esté sujeta a tal acuerdo (incluido, con respecto al Acuerdo entre Acreedores o Acuerdo Adicional entre Acreedores, la incorporación de disposiciones relativas a nuevas Deudas de rango inferior que los Bonos); (3) añadir Filiales Restringidas al Acuerdo entre Acreedores o a un Acuerdo Adicional entre Acreedores; (4) garantizar los Bonos (incluidos los Bonos Adicionales); (5) dotar provisiones para prendas iguales y calificables de las Garantías Reales para garantizar Bonos Adicionales otras Deudas que permita garantizar el Contrato de Emisión o (6) realizar cualquier otro cambio a cualquiera de tales acuerdos que no afecte adversamente a los titulares en ningún aspecto esencial (*siempre que* el *Trustee* y el Agente de Garantía hayan recibido un Certificado de Directivo y un Dictamen de Asesor a tal efecto). La Sociedad únicamente podrá ordenar al *Trustee* y al Agente de Garantía llevar a cabo una modificación en la medida en que tal modificación no imponga ninguna obligación personal al *Trustee* y al Agente de Garantía o afecte adversamente, en opinión del *Trustee* y el Agente de Garantía, a los derechos y obligaciones del *Trustee* de conformidad con el Contrato de Emisión, el Acuerdo entre Acreedores o Acuerdo Adicional entre Acreedores.

Cada titular, mediante la aceptación de un Bono, se considerará que ha acordado y aceptado los términos y condiciones del Acuerdo entre Acreedores o un Acuerdo Adicional entre Acreedores (celebrado en tal momento o celebrado en el futuro conforme a las disposiciones descritas en el presente pacto).

## **9.6 Documentos para consulta**

En relación con las Garantías y las Garantías Reales a las que se refieren los apartados anteriores, pueden consultarse en el domicilio social de la Sociedad los siguientes documentos:

- En relación con las Garantías de los Bonos, el Contrato de Emisión, el Contrato de Emisión complementario suscrito por NH, NH Atardecer Caribeño, S.A.U., NH Central Reservation Office, S.A.U., NH Hoteles España, S.A.U., Nuevos Espacios Hoteleros, S.A.U. y NH Hoteles Francia S.A.S y el *Trustee* el 8 de mayo de 2014 con el fin de que dichas compañías adquirieran la condición de Garantes tras su transformación de S.L. en S.A., así como los Contratos de Emisión complementarios que se suscriban en el futuro por las sociedades filiales al 100% de NH que adquieran la condición de Garantes.
- La escritura relativa a la emisión de los bonos otorgada ante el notario de Madrid D. Celso Méndez Ureña el día 4 de noviembre de 2013 bajo el número 5.547 de orden de su protocolo, que quedó inscrita en el registro mercantil de Madrid el día 8 de noviembre de 2013 al Tomo 30.151, Folio 99, Sección 8, Hoja M-61.443, Inscripción 805.
- El acta de suscripción y desembolso de la emisión otorgada ante el notario de Madrid D. Celso Méndez Ureña el día 18 de noviembre de 2013 bajo el número 5.874 de orden de

su protocolo que causó la correspondiente anotación en la referida inscripción el día 9 de diciembre de 2013.

- La escritura de constitución de la hipoteca sobre la finca Hotel Eurobuilding I, otorgada ante el notario de Madrid D. Celso Méndez Ureña el día 8 de noviembre de 2013 bajo el número 5.698 de orden de su protocolo, así como la escritura de subsanación y complemento de la escritura de constitución de hipoteca inmobiliaria otorgada ante el notario de Madrid D. Celso Méndez Ureña el día 19 de diciembre de 2013 bajo el número 6.612 de orden de su protocolo, hipoteca que quedó inscrita en el Registro de la Propiedad número 7 de Madrid en el Tomo 1349, Libro 384 de la Sección 5ª, Finca número 2.249, inscripción 23ª.
- La escritura de constitución de hipoteca sobre los inmuebles sitios en los Países Bajos mencionados en el apartado 8.2 de esta Nota de Valores, otorgada el 8 de noviembre de 2013 ante la letrada Maria Johanna Anna Laenen, notaria en Ámsterdam (Países Bajos).
- La póliza de constitución de un derecho real de prenda sobre las acciones ordinarias de la sociedad Sotogrande, S.A., representativas de un 89,30% de su capital social, intervenida por el notario de Madrid D. Celso Méndez Ureña el día 8 de noviembre de 2013.
- El contrato de constitución del derecho real de prenda sobre las acciones Hotel Exploitiemaatschappij Diegem NV.
- El contrato de constitución del derecho real de prenda sobre las acciones que representan el 100% del capital social Onroerend Goed Beheer Maatschappij Van Alpenensraat Zandvoort, B.V.

## 10. ALGUNAS DEFINICIONES

En la presente Nota de Valores se entiende por:

- **Acciones Rescatables:** capital social que, por sus términos (o por las condiciones de cualquier valor en el cual sea convertible o canjeable, a opción del titular del Capital Social), o ante el acaecimiento de un acontecimiento, venza o deba ser obligatoriamente amortizado en virtud de una obligación de fondo de amortización o de otro modo, o sea rescatable a opción del titular del Capital Social, en su totalidad o en parte, hasta 365 días después del vencimiento de los bonos. Sin perjuicio de lo anterior, el Capital Social que constituya Acciones Rescatables únicamente porque los titulares del Capital Social tengan derecho a exigir a la Sociedad que recompre dicho Capital Social en caso de producirse un Cambio de Control o una Venta de Activos no constituirá Acciones Rescatables, si las condiciones de dicho Capital Social establecen que la Sociedad no podrá recomprar o amortizar Capital Social en virtud de dichas disposiciones a menos que dicha recompra o amortización cumpla con el pacto descrito anteriormente en “*Pagos Restringidos*” (apartado 4.7.6(A) de la Nota sobre los Valores).
- **Activos Tangibles Netos:** el inmovilizado material de la Sociedad, tal y como se muestra en el balance consolidado más reciente de la Sociedad (sin incluir los bonos correspondientes) elaborado sobre la base de las NIIF.

- **Agente de Garantía:** Persona que actúa como agente de garantía con respecto a las Garantías Reales de conformidad con el Contrato de Emisión, los Documentos de la Garantía, el Acuerdo entre Acreedores y cualquier Acuerdo Adicional entre Acreedores, o el sucesor del agente de garantía que pueda ser nombrado bajo éstos.
- **Aportación Excluida:** los Ingresos en Efectivo Netos o el Valor de Mercado Razonable de los bienes distintos de efectivo: (a) aportados al capital ordinario de la Sociedad o Filial Restringida o (b) recibidos por la Sociedad de la venta (que no sea a una Filial Restringida o en virtud de un plan de gestión de acciones o de opciones sobre acciones o cualquier otro plan de beneficios para empleados o un plan de la Sociedad o sus Filiales Restringidas) de Participaciones en el Patrimonio (excepto las Acciones Rescatables) de la Sociedad, designadas como Aportaciones Excluidas en virtud de un Certificado de Directivo, ejecutado antes de la fecha de dicha aportación de capital o de la fecha en que dichas Participaciones en el Patrimonio se venden o en ese mismo momento, que, para evitar cualquier duda, quedan excluidas del cálculo establecido en la cláusula (3) del primer párrafo “*Pagos Restringidos*” (apartado 4.7.6(A) de la Nota sobre los Valores).
- **Asociada de determinada Persona:** cualquier otra Persona que directa o indirectamente controle o esté bajo el control común directo o indirecto de la Persona determinada y, en el caso de una Persona física, cualquier miembro de la Familia Inmediata de dicha Persona. A efectos de esta definición, “control” se refiere a la titularidad, directa o indirecta, de la facultad para dirigir o hacer dirigir la administración o las políticas de la Persona, ya sea a través de la propiedad de valores con derecho a voto, por contrato o de otro modo; *siempre que* ser beneficiario efectivo del 10% o más de las Acciones con Derecho a Voto de una Persona sea considerado control. A efectos de la presente definición, los términos “control”, “controlado por” y “bajo control común de” tendrán significados correlativos.
- **Cambio de Control:** el acaecimiento de cualquiera de las siguientes circunstancias:
  - (1) la venta directa o indirecta o cualquier otra disposición (distinta de una fusión o integración), en una única transacción o en una serie de ellas relacionadas, de la totalidad o la práctica totalidad de los activos de la Sociedad y sus Filiales Restringidas en conjunto a otra “persona” (tal y como dicho término se utiliza en la Section 13 (d) (3) de la *Exchange Act*) (que no sea una “persona” controlada por uno o más Titulares Permitidos);
  - (2) la adopción de un programa relativo a la liquidación o disolución de la Sociedad, excepto como parte de una fusión, una integración, o una venta, cesión, transmisión, traspaso u otra disposición de la totalidad o la práctica totalidad de los bienes o activos de la Sociedad y sus Filiales Restringidas permitidas en “Fusión y Consolidación”;
  - (3) la consumación de toda transacción (incluidas, a título meramente enunciativo y no limitativo, cualquier fusión o integración), cuyo resultado sea que cualquier “persona” (tal y como se define en la cláusula (1) anterior) o

cualquier “grupo” (tal y como se utiliza ese término en la Section 14 (d) de la Exchange Act), excepto los Titulares Permitidos, se convierta en Beneficiario Efectivo, directa o indirectamente, de más del 50% de las Acciones con Derecho a Voto de la Sociedad medidas por el poder de voto y no por el número de acciones ; o

(4) el primer día en que una mayoría de los miembros del Consejo de Administración de la Sociedad no sean Consejeros Permanentes.

- **Capital social:**

(1) en el caso de una sociedad anónima, serán las acciones ordinarias, las preferentes, las corporativas u otras participaciones en el capital social de dicha sociedad;

(2) en el caso de una asociación o entidad empresarial, serán todas las acciones, intereses, participaciones, derechos u otros equivalentes (cualquiera que sea su denominación) de las acciones corporativas;

(3) en el caso de una sociedad comanditaria o sociedad de responsabilidad limitada, serán las participaciones sociales o los derechos de los socios (ya sean generales o limitados), y

(4) cualquier otro interés o participación que confiere a una Persona el derecho a recibir una parte de las ganancias y pérdidas, o distribuciones de los activos, de la Persona que emite.

- **Capitalización de Mercado:** una cantidad igual a (i) el número total de Acciones Cotizadas en la fecha de la declaración del dividendo correspondiente o recompra, amortización u otra adquisición o retiro por valor de Acciones Cotizadas multiplicado por (ii) la media aritmética de los precios de cierre de las Acciones Cotizadas de los 60 días hábiles consecutivos inmediatamente anteriores a la fecha de declaración de tal dividendo o recompra, amortización u otra adquisición o retiro por el valor de las Acciones Cotizadas.

- **Consejeros Permanentes:** todo miembro del Consejo de Administración de la Sociedad que:

(1) haya sido miembro de dicho Consejo de Administración en la Fecha de Emisión, o

(2) haya sido propuesto o elegido para dicho Consejo de Administración con la aprobación de una mayoría de los Consejeros Permanentes que eran miembros de dicho Consejo de Administración en el momento de la propuesta o elección.

- **Deuda:** con respecto a determinada persona, cualquier deuda de dicha persona:

- (A) el principal y el importe de la prima de amortización de cualquier deuda de dicha persona, sea o no contingente:
- (1) en cuanto al dinero prestado;
  - (2) incorporado en bonos, pagarés, obligaciones o instrumentos similares o créditos documentarios (o, sin duplicación, los acuerdos de reembolso de los gastos del mismo, excepto en la medida en que dicha obligación de reembolso se refiera a una deuda comercial y se cumpla en el plazo de 30 días de su asunción);
  - (3) en cuanto a aceptaciones bancarias;
  - (4) que represente Obligaciones de Arrendamientos de Capital;
  - (5) que represente el saldo diferido y no pagado del precio de compra de cualquier propiedad cuyo precio de compra diferido se adeuda desde más de doce meses después de la entrega y título de la misma (pero sin incluir, a efectos de calcular la Ratio de Cobertura de Cargas Fijas, las cantidades que se considera que representan los intereses de conformidad con la definición de Gastos por Intereses Consolidados);
  - (6) que represente toda Obligación de Cobertura establecida en relación con el tipo de cambio o la cobertura del tipo de interés (el importe de dicha deuda será en todo momento igual a los pagos netos que dicha Persona tendría que efectuar en virtud de la Obligación de Cobertura en su fecha de finalización programada);
  - (7) que representa el componente principal de todas las obligaciones, o de preferencia de liquidación, de dicha Persona con respecto a las Acciones Rescatables o a las Acciones Preferentes con respecto a una Filial Restringida (excluidos, en ambos casos, los dividendos devengados), o
  - (8) que represente garantías constituidas por dicha Persona del componente principal de la Deuda de otras personas (en la medida garantizada por dicha Persona),

si y en la medida en que cualquiera de los puntos anteriores (excepto las créditos documentarios y las Obligaciones de Cobertura) apareciese como un pasivo en el balance general (excluidas las notas a pie de página) de la Persona en cuestión elaborado de conformidad con las NIIF.

- (B) Además, el término “*Deuda*” comprenderá toda Deuda de los demás asegurados mediante un Gravamen sobre cualquier activo de la Persona en cuestión (tanto si dicha deuda es asumida por la Persona en cuestión como si no) y, en la medida en que no se incluya lo contrario, la garantía por parte de la

Persona en cuestión de cualquier deuda de cualquier otra Persona (en la medida garantizada por dicha Persona).

- (C) Sin perjuicio de lo anterior, no constituirá Deuda en ningún caso: (i) los anticipos pagados por los clientes en el desarrollo corriente de la actividad empresarial por servicios o productos a ser suministrados o entregados en el futuro, (ii) los impuestos diferidos, (iii) ajustes de pago posteriores al cierre en relación con la compra de cualquier empresa a la que un vendedor pueda tener derecho, en la medida en que dicho pago se determine por un balance de cierre final o que dicho pago dependa de la realización de dicho negocio tras la fecha de desembolso del precio de la compraventa; siempre que, en el momento del cierre, el importe de dicho pago no se pueda determinar y, en la medida en que a partir de entonces dicho pago se fije y se determine, la cantidad se pague dentro de los 30 días siguientes, (iv) cualquier obligación contingente en relación con las reclamaciones de indemnización de los trabajadores, las obligaciones de jubilación anticipada, las obligaciones en materia de despido o jubilación o las aportaciones a los fondos de pensiones, (v) las obligaciones contingentes en el curso ordinario de los negocios, (vi) cualquier elemento contabilizado como arrendamiento operativo de conformidad con las NIIF vigentes en la Fecha de Emisión, (vii) las obligaciones de dicha Persona para el reembolso a un deudor de créditos documentarios, aceptación de la banca, garantías de correcta ejecución, bonos de pago anticipado, fianzas, terminación o ejecución de garantías o transacciones similares, en la medida en que tales créditos documentarios, bonos, garantías o transacciones de crédito similares no se utilicen y (viii) las obligaciones de cualquier otra Persona, salvo lo dispuesto anteriormente en (B).

El importe de una Deuda pendiente en determinada fecha será el siguiente:

- (1) el valor incrementado de la Deuda, en el caso de Deuda emitida con descuento de emisión original, y
  - (2) el importe nominal de la deuda en el caso de cualquier otra Deuda.
- **Deuda Adquirida:** con respecto a una Persona determinada:
    - (1) la Deuda de otra Persona en el momento en que dicha otra Persona se fusione o se convierta en Filial de la Persona en cuestión, independientemente de que se asuma Deuda en conexión con que dicha otra Persona se fusione o se convierta en Filial de la Persona en cuestión; y
    - (2) la Deuda garantizada por un Gravamen sobre cualquier activo adquirido por dicha Persona.
  - **Deuda Existente:** Deuda vigente en la Fecha de Emisión, excluyendo la Línea de Crédito Senior y las Líneas de Crédito Bilaterales, *siempre que* la Deuda que va a ser reembolsado con los beneficios de los Bonos o de las líneas de crédito, tal y como está

descrito en el Memorándum de Oferta en “*Uso de los Fondos*”, constituya Deuda Existente sólo hasta que dicha Deuda se haya pagado.

- **Deuda del Mismo Rango:** Deuda de la Sociedad o de un Garante si dicha garantía tiene el mismo rango que el derecho de pago de las Garantías de los Bonos que, en cada caso, está garantizado por Gravámenes sobre los activos de la Sociedad o de un Garante, incluida la Deuda Garantizada del Mismo Rango.
- **Deuda Garantizada del Mismo Rango:** el Deuda de la Sociedad o de un Garante que se garantiza con las Garantías Reales.
- **Deuda Pública:** los bonos, obligaciones, pagarés u otra deuda que podría ser emitida o negociada en un mercado en el que los fondos de capital (ya sea deuda o patrimonio) son objeto de comercio, incluidas las fuentes privadas de colocación de deuda y patrimonio, así como mercados y bolsas organizados, tanto si dicha deuda se emite en una oferta pública como en una colocación privada a inversores institucionales o de otro tipo.
- **Deuda Sin Recurso:** Deuda:
  - (1) en cuanto a la que ni la Sociedad ni sus Filiales Restringidas (a) proporcionan apoyo al crédito de ningún tipo (incluidas empresas, acuerdos o instrumentos que constituyan Deuda), (b) es directa o indirectamente responsable como garante o de otro modo, o (c) es el prestamista;
  - (2) respecto al que ningún incumplimiento (incluidos cualesquiera derechos que sus titulares puedan tener para adoptar medidas de ejecución en contra de una Filial No Restringida) permitiría mediante notificación, transcurso del tiempo o ambos a un titular de otra Deuda (distinta de los Bonos) de la Sociedad o de sus Filiales Restringidas que declarase el incumplimiento de otra Deuda u ocasionase su vencimiento anticipado (a excepción de los derechos que puedan surgir en virtud de Deuda Existente o de Líneas de Crédito tales como una refinanciación relacionada con los mismos y autorizada por el Contrato de Emisión), y
  - (3) en cuanto a la que los prestamistas hayan sido notificados por escrito que no tendrán ningún recurso a las acciones o activos de la Sociedad o de sus Filiales Restringidas.
- **Documentos de Garantía:** todo acuerdo de garantía, acuerdo pignoraticio, cesión u otro documento por el que se conceda un derecho real de garantía que asegure el pago y el rendimiento al vencimiento de la Sociedad y de los Garantes de los Bonos derivada de los Bonos, las Garantías de los Bonos o el Contrato de Emisión.
- **EBITDA Consolidado:** con respecto a determinada Persona durante un período, los Ingresos Netos Consolidados de dicha Persona durante dicho período (sin duplicación en la medida reflejada en el cálculo de los Ingresos Netos Consolidados) además de:

- (1) la provisión para impuestos u otros pagos similares basados en ingresos o ganancias, impuestos sobre la propiedad, cuotas anuales u otras obligaciones o impuestos sobre las actividades de dicha Persona y sus Filiales Restringidas durante dicho período, en la medida en que dicha provisión para impuestos fuera deducida al computar los Ingresos Netos Consolidados; más
- (2) el Gasto por Intereses Consolidado de dicha Persona y sus Filiales Restringidas, los cambios en el valor razonable de los instrumentos financieros y las ganancias y pérdidas de cambio para dicho período en la medida en que tales gastos fueran deducidos al calcular los Ingresos Netos Consolidados, más
- (3) la depreciación, amortización (incluyendo la amortización de plusvalías y otros activos intangibles, pero excluyendo la amortización de los gastos pagados por adelantado en efectivo en un período anterior) y otros gastos distintos de efectivo (con exclusión de los gastos distintos de efectivo en la medida en que representa un devengo o reserva para gastos en efectivo en un período futuro o la amortización de un gasto en efectivo de prepago que fue pagado en un período anterior) de dicha Persona y sus Filiales Restringidas para dicho período en la medida en que dicha depreciación, amortización y otros gastos distintos de efectivo fueran deducidos en el cálculo de los Ingresos Netos Consolidados; menos
- (4) partidas no monetarias que incrementan los Ingresos Netos Consolidados durante el período, y distintos del devengo de los ingresos en el curso del funcionamiento habitual de la actividad empresarial, más
- (5) los ingresos atribuibles a participaciones minoritarias en el patrimonio de terceros en dicho período; más
- (6) los costes y gastos relacionados con la oferta y la venta de los Bonos, menos
- (7) cualquier ganancia o pérdida neta después de impuestos realizada en relación con cualquier venta de hoteles,

en cada caso, sobre una base consolidada y determinada de conformidad con las NIIF.

- **Equivalentes de Efectivo:**

- (1) (a) euros o, (b) con respecto a toda Filial Restringida, su moneda local;
- (2) valores negociables emitidos, o directa y plenamente garantizados, por el gobierno de un miembro de la Unión Europea, Estados Unidos, Canadá, Suiza o Japón con un vencimiento de no más de doce meses desde la fecha de adquisición;
- (3) los certificados de depósito y depósitos a plazo en eurodólares con vencimientos a doce meses o menos desde la fecha de adquisición, aceptaciones bancarias con vencimiento no superior a doce meses y los depósitos bancarios a un día, en todos los casos con cualquier banco comercial nacional que tenga capital y excedente de más de 500 millones de euros;

- (4) las obligaciones de recompra y las obligaciones de recompra temporales con un plazo no superior a 30 días para los valores subyacentes de los tipos descritos en las cláusulas (2) y (3) anteriores formalizadas con una institución financiera que cumpla con los requisitos especificados en la cláusula (3) anterior;
  - (5) el papel comercial que tenga, en el momento de su adquisición, al menos el P-1 de Moody's y el A-1 de S & P, con vencimiento dentro de los doce meses siguientes a la fecha de adquisición;
  - (6) la Deuda o acciones preferentes emitidas por Personas con una clasificación "A" o superior de S & P o "A2" o superior de Moody's, y
  - (7) fondos del mercado monetario constituido en al menos el 95% por activos que constituyen los Equivalentes de Efectivo descritos en las cláusulas (1) a (6) de esta definición.
- **Filiales:** con respecto a determinada Persona:
    - (1) toda sociedad anónima, asociación u otra entidad respecto de la cual el 50% del poder de voto total del capital social (sin tener en cuenta el acaecimiento de cualquier contingencia) con derecho de voto en la elección de consejeros, administradores o trustees, en ese momento, es propiedad o está controlada, directa o indirectamente, por dicha Persona o por una o más de las demás Filiales de dicha Persona (o una combinación de ambas), y
    - (2) toda sociedad comanditaria (a) de la que el único socio colectivo o el socio colectivo administrativo es dicha Persona o una Filial de esa Persona o (b) cuyos únicos socios generales son dicha Persona, o una o más de sus Filiales (o cualquier combinación de los mismos).
  - **Gasto por Intereses Consolidado:** con respecto a una Persona durante un período, la suma, sin duplicación, de (1) el gasto por intereses consolidado (el neto de los ingresos por intereses) de dicha Persona y sus Filiales Restringidas para dicho período, ya sean pagados o devengados (incluidos, a título meramente enunciativo y no limitativo, la amortización de descuento original de emisión, Importes Nominales, los pagos de intereses no monetarios, el componente de interés de las obligaciones de pago diferido (que se considerará igual al nominal de dicha obligación de pago menos la cantidad de dicho nominal descontado a valor presente neto a un tipo de interés (igual al tipo de interés EURIBOR a un año en la fecha de determinación) sobre una base anualizada), el componente de intereses de todos los pagos relacionados con Obligaciones derivada de un Arrendamiento Financiero, comisiones, descuentos y otras comisiones y gastos incurridos en relación con los créditos documentarios o financiaciones de aceptación bancarias, y los pagos netos (en caso de haberlos) de conformidad con las Obligaciones de Cobertura), (2) los gastos por intereses consolidados de dicha Persona y sus Filiales Restringidas que fueron capitalizados durante dicho período, (3) los gastos por intereses sobre la Deuda de otra Persona que esté garantizada por dicha Persona (o una de sus Filiales Restringidas) o por un Gravamen sobre los activos de

dicha Persona o de alguna de sus Filiales Restringidas (independientemente de que se reclame o no dicha garantía o gravamen) y (4) todos los pagos de dividendos en cualquier serie de acciones preferentes de dicha Persona o cualquiera de sus Filiales Restringidas, en cada caso, en términos consolidados y de conformidad con las NIIF.

- **Garante Inicial:** una Filial de la Sociedad que, en la Fecha de Emisión, garantice las obligaciones debidas en virtud de los Bonos, junto con sus sucesores y cesionarios
- **Garante Adicional:** cualquier Filial Restringida que se convierta en Garante tras la Fecha de Emisión al otorgar y entregar una escritura de emisión complementaria y un acuerdo entre acreedores complementario, en virtud de los cuales dicha Filial Restringida garantizará el pago de los Bonos en los mismos términos y condiciones que los establecidos en el Contrato de Emisión, el Acuerdo entre Acreedores y cualquier Acuerdo entre Acreedores Adicional, junto con sus sucesores y cesionarios.
- **Gravamen:** respecto de un activo, una hipoteca, un gravamen, pignoración, carga, derecho real de garantía, u otra forma de afectación en relación con dicho activo, tanto si se ha declarado como si no, registrado o perfeccionado de otro modo de conformidad con la ley que resulte aplicable, incluida cualquier venta condicional u otro acuerdo de retención de título, cualquier opción u otro acuerdo para vender o constituir un derecho de garantía o acuerdo que aporte alguna declaración de financiación según el Código de Comercio (o leyes equivalentes) de cualquier jurisdicción.
- **Gravámenes Permitidos sobre bienes objeto de Garantías Reales:**
  - (1) los Gravámenes sobre las Garantías Reales: (a) derivados de la aplicación de la ley o según se describe en una o varias de las cláusulas (4), (7), (8), (10), (12), (15) y (24) de la definición de “Gravámenes Permitidos” o que garantizan la Deuda a devolver de los ingresos de la Refinanciación; o (b) que son Gravámenes concedidos a los bancos de gestión de efectivo que aseguran las operaciones de gestión de efectivo y que no interferirían sustancialmente en la capacidad del Agente de Garantía para hacer cumplir los Gravámenes sobre las Garantías Reales;
  - (2) los Gravámenes sobre las Garantías Reales para garantizar la Deuda de la Sociedad o de cualquiera de sus Filiales Restringidas que se permite que se asuma en los puntos (1) (a), (7), (8) (en la medida en que se permita que dicha Garantía con relación a la Deuda esté garantizada y queda especificada en esta definición de “Gravámenes Permitidos sobre bienes objeto de Garantías Reales”) y en el punto (16) del segundo párrafo del pacto “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*”(apartado 4.7.6 punto (B)),
  - (3) los Gravámenes sobre las Garantías Reales que garantizan los Bonos en la Fecha de Emisión y cualquier Refinanciación Permitida a este respecto y las Garantías de los Bonos relacionadas o la Refinanciación Permitida a este respecto; y

- (4) Gravámenes sobre las Garantías Reales que garantiza la Deuda asumida con arreglo a la primera cláusula del pacto “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*”; *bien entendido que* en el caso de esta cláusula (4), después de dar efecto pro forma a tal asunción en dicha fecha y de la aplicación de los beneficios de la misma, la Ratio de Apalancamiento Garantizada de la Sociedad y sus Filiales Restringidas no será superior a 4,50 y 1,00.
- **Informe de Tasación:** Informe de Tasación Anual disponible más reciente de la Sociedad o el Informe de Tasación Provisional.
  - **Informe de Tasación Anual:** En el caso de:
    - (1) las Hipotecas, el informe de valoración de los bienes hipotecados elaborado por una sociedad de tasación independiente de prestigio nacional o internacional que se entregará al *Trustee* de conformidad con el segundo apartado de “*Informes*” (punto (K) del apartado 4.7.6 de la Nota sobre los Valores) que establece el Valor de Mercado con respecto a la totalidad de las Garantías Reales al cierre de cada ejercicio económico de la Sociedad; y
    - (2) Las Prendas de Acciones, el informe de valoración elaborado por una sociedad de tasación independiente de prestigio nacional o internacional que se entregará al *Trustee* de conformidad con el segundo apartado de “*Informes*” (punto (K) del apartado 4.7.6 de la Nota sobre los Valores) que establece el Valor de Mercado de los bienes inmobiliarios propiedad de la persona cuyo capital social constituye las Garantías Reales de Acciones menos todos los pasivos de dicha persona ajustados al porcentaje de capital social propiedad de la Sociedad al cierre de cada ejercicio económico, siempre que el Valor de Mercado de Sotogrande, S.A. se base en el valor de activos netos y; siempre que un Informe de Tasación Anual elaborado con arreglo a las cláusulas (1) o (2) anteriores se encuentre sustancialmente en la misma forma que el que encuentra como Anexo A del Memorándum de Oferta, se considerará que satisface los requisitos necesarios.

- **Informe de Tasación Complementario:** En el caso de:
  - (1) Las Hipotecas, un informe de valoración de los bienes hipotecados elaborado por una sociedad de tasación independiente de bienes inmuebles internacional o nacional permanente que se entregue al *Trustee* en virtud del segundo apartado de “*Informes*” (punto (K) del apartado 4.7.6) que establezca el Valor de Mercado con respecto a todo las Garantías Reales en la fecha de valoración; y
  - (2) Las Prendas de Acciones, un informe de valoración elaborado por una firma independiente de tasación de bienes inmuebles internacional o nacional de prestigio que se entregue al *Trustee* en virtud segundo apartado de “*Informes*” (punto (K) del apartado 4.7.6) que establezca el Valor de Mercado de los bienes inmuebles propiedad de la Persona cuyo Capital Social constituya las Garantías Reales de Acciones menos todos los pasivos de dicha Persona ajustado al porcentaje de Capital Social propiedad de la Sociedad en la fecha de valoración y en relación con cualquier incorporación o venta de cualquier bien inmueble que sea propiedad o vaya a ser propiedad de la Persona cuyo Capital Social constituye las Garantías Reales en Acciones; *siempre que* el Valor de Mercado de Sotogrande, S.A. se basase en el valor de activos netos y; en el entendido de que cualquier informe de valoración complementario que se elabore en virtud de tanto la cláusula (1) como la (2) se encuentre sustancialmente en la misma forma que el que se incluyó como Anexo A del Memorándum de Oferta, se considerará que satisface los requisitos necesarios.
  
- **Informe de Tasación Provisional:** En el caso de:
  - (1) Las Hipotecas, un informe de valoración de los bienes elaborado por una sociedad de tasación de bienes inmuebles independiente de reputación nacional o internacional que se entregue al *Trustee* de conformidad con el segundo apartado de “*Informes*” (punto (K) del apartado 4.7.6) que establece el Valor de Mercado con respecto a la totalidad de las Garantías Reales a partir de la fecha de valoración; y
  - (2) Las Prendas de Acciones, un informe de valoración elaborado por una sociedad de tasación independiente de reputación nacional o internacional que se entregue al *Trustee* de conformidad con el segundo apartado de “*Informes*” (punto (K) del apartado 4.7.6) que establece el Valor de Mercado de los bienes inmuebles de la Persona cuyo Capital Social constituye las Garantías Reales en Acciones menos todos los pasivos de dicha Persona ajustados al porcentaje de Capital Social propiedad de la Sociedad en la fecha de valoración, *siempre que* el Valor de Mercado de Sotogrande, S.A. se basara en el valor de activos netos y; *bien entendido que* cualquier informe de valoración complementario que se elabore en virtud de tanto la cláusula (1) como la (2) que se encuentre sustancialmente en la misma forma que el que se incluyó como Anexo A del Memorándum de Oferta, se considerará que satisface los requisitos necesarios.

- **Ingresos en Efectivo Netos:** (a) los ingresos totales en efectivo o Equivalentes de Efectivo percibidos por la Sociedad o sus Filiales Restringidas en relación con una Venta de Activos (incluyendo, sin limitación, dinero en efectivo o Equivalentes de Efectivo percibido por la venta, u otra forma de disposición de las aportaciones no dinerarias recibidas de una Venta de Activos ), el neto de los costes directos relacionados con dicha Venta de Activos, incluyendo, sin limitación, los gastos de comisiones legales, contables y de banca de inversión, y pagos en efectivo o Equivalentes de Efectivo realizados por la Sociedad o sus Filiales Restringidas en relación con la adquisición de un activo que sea objeto de una Venta de activos inmediatamente anterior y comisiones de ventas, y los gastos de traslado como resultado de la Venta de Activos, impuestos pagados o adeudados como resultado de la Venta de Activos, en cada caso, teniendo en cuenta los créditos fiscales y deducciones disponibles y los acuerdos de reparto de cargas fiscales, y las cantidades necesarias que se aplicarán a la amortización de la Deuda, garantizada por un Gravamen sobre el activo o activos que fueron objeto de dicha Venta de Activos y cualquier reserva de un ajuste en relación con el precio de venta de dicho activo o activos establecido de conformidad con las NIIF y (b) con respecto a cualquier emisión o venta del Capital Social o Refinanciación Permitida, los ingresos de dicha emisión o venta en forma de efectivo o Equivalentes de Efectivo, tales como los pagos en relación con las obligaciones de pago diferido (en la medida correspondiente al nominal, pero no al interés), cuando se percibe en forma de efectivo o Equivalentes de Efectivo (excepto en la medida en que tales obligaciones se financien o vendan con recurso a la Sociedad o a una Filial Restringida), el neto de los honorarios de los abogados, de los aseguradores o agentes de colocación, descuentos o comisiones y corretajes, los honorarios de los consultores y otros gastos en los que se haya incurrido en relación con dicha emisión o venta y el neto de los impuestos pagados o por pagar según corresponda.
  
- **Ingresos Netos Consolidados:** con respecto a una Persona determinada para un período, la suma de los Ingresos Netos de dicha Persona y sus Filiales Restringidas, en términos consolidados y determinada de conformidad con las NIIF, en el bien entendido de que:

  - (1) solamente se incluirán los Ingresos Netos (pero no las pérdidas) de una Persona que no sea una Filial Restringida o que se contabilice por el principio contable de la participación, según la cantidad de los dividendos o distribuciones pagados en efectivo a la Persona en cuestión o a una Filial Restringida de la Persona;
  - (2) a efectos del pacto descrito en “Limitación sobre Pagos Restringidos”, los Ingresos Netos de cualquier Filial Restringida se excluirán en la medida en que la declaración o el pago de dividendos o distribuciones similares de los Ingresos Netos por parte de dicha Filial Restringida no se efectúen en la fecha de determinación permitida sin una aprobación previa del gobierno (que no se haya obtenido) o, directa o indirectamente, por los términos de sus estatutos o de cualquier acuerdo, instrumento, sentencia, norma o regulación gubernamental (basándose, a efectos de los requisitos de la reserva legal en

España, en el estado de reserva a partir de su determinación en la última reunión de accionistas de la Filial Restringida en cuestión) aplicable a dicha Filial Restringida o a sus accionistas, a menos que, en cada caso, tal restricción (a) haya sido objeto de renuncia legal, o (b) constituya una restricción descrita según las cláusulas (1), (2), (9), (10) y (11) y (13) del segundo apartado del pacto descrito en “*Dividendos y otras Restricciones de Pago que Afecten a las Filiales*” (apartado 4.7.6 punto (C) de la Nota sobre los Valores);

- (3) los Ingresos Netos de una Persona que se hayan adquirido en una puesta en común de los intereses de transacción para un período anterior a la fecha de la adquisición quedarán excluidos;
- (4) se excluye el efecto acumulativo de un cambio en los principios contables;
- (5) cualquier ganancia o pérdida neta después de impuestos (a) realizada en relación con la extinción o condonación de cualquier Deuda o en relación con cualquier venta de (i) activos que no sean de curso ordinario, (ii) terreno o cualquier otro bien inmueble o cualquier otro de sus intereses, (iii) las empresas y (iv) cualquier valor, en cada caso, por parte de la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas, o (b) procedentes de operaciones finalizadas, quedarán excluidos;
- (6) cualquier plusvalía u otra amortización de activos intangibles o cargo por deterioro quedarán excluidos, y
- (7) las ganancias, pérdidas, cambios o gastos extraordinarios, excepcionales, inusuales o no recurrentes, o los cargos de las reservas con respecto a cualquier reestructuración, despido o cese quedarán excluidos.

A los efectos de la cláusula (2) anterior, los ingresos netos de una Filial Restringida que podría haberlos distribuido a la Persona correspondiente se incluirán en dichos ingresos netos.

- **Inversiones:** con respecto a una Persona, todas las inversiones directas o indirectas, de dicha Persona en otras Personas (incluyendo Asociadas) en las formas de concesiones de crédito, préstamos (incluido el mantenimiento de cuentas corrientes, cuentas de efectivo, y la ampliación de las garantías u otras obligaciones), los anticipos (distintos de los anticipos a proveedores en el desarrollo corriente de la actividad empresarial o para clientes en el desarrollo corriente de las actividades empresariales que se registran como Cuentas por Cobrar) o aportaciones de capital (excluyendo las comisiones, viajes y anticipos similares a directivos y empleados realizados en el desarrollo corriente de las actividades empresariales), las compras o adquisiciones para la consideración de Deuda, Participaciones en el Patrimonio u otros valores, junto con todos los elementos que son o podrían ser clasificados como inversiones en el balance general (excluyendo las notas a pie de página) elaborado de conformidad con las NIIF. Si la Sociedad o una Filial de la Sociedad vende o cede sus Participaciones en el Patrimonio de una Filial directa o indirecta de manera que, después de dar efecto a

dicha venta o cesión, dicha Persona deja de ser Filial de la Sociedad, la Sociedad considerará que ha hecho una Inversión en la fecha de dicha venta o enajenación equivalente al Valor de Mercado Razonable de las Participaciones en el Patrimonio de dicha Persona no vendidas o cedidas en una cantidad determinada según lo dispuesto en la última cláusula del pacto descrito anteriormente en “*Pagos Restringidos*”(punto (A) del apartado 4.7.6). La adquisición por parte de la Sociedad o de cualquier Filial de la Sociedad de una Persona que mantiene una Inversión en una tercera Persona será considerada como una Inversión de la Sociedad o de dicha Filial en esa tercera Persona en una cantidad igual al Valor de Mercado Razonable de la Inversión realizada por la Persona adquirida en dicha tercera Persona en una cantidad determinada según lo dispuesto en la última cláusula del pacto descrito anteriormente “*Pagos Restringidos*”.

- **Inversores de Gestión:** los directivos, consejeros, empleados y otros miembros de la dirección o consultores de la Sociedad o de una de sus Filiales o cónyuges, familiares o parientes de los mismos, o cualquier *trust*, sociedad u otra entidad para beneficio de o el beneficiario efectivo que (directa o indirectamente) es cualquiera de los anteriores, o cualquiera de sus herederos, albaceas, sucesores y representantes legales, que en cualquier fecha sean beneficiarios efectivos o tengan derecho a adquirir, directa o indirectamente, Capital Social de la Sociedad o de una Filial Restringida.
- **Inversiones Permitidas:** son:
  - (1) toda Inversión en la Sociedad o en una Filial Restringida;
  - (2) toda Inversión en otros Equivalentes de Efectivo;
  - (3) toda Inversión de la Sociedad o una Filial Restringida en una Persona, si como resultado de dicha Inversión:
    - (a) dicha Persona se convierte en Filial Restringida, o
    - (b) dicha Persona se fusiona por absorción, se integra, o transmite sustancialmente todos sus activos, o se liquida a favor de la Sociedad o en una Filial Restringida;
  - (4) toda Inversión realizada como consecuencia de la recepción de las aportaciones no dinerarias, incluyendo Activos de Sustitución de una Venta de Activos (o una transacción exceptuada de la definición de la Venta de Activos) que se hizo de conformidad y en cumplimiento con el pacto descrito anteriormente en “*Limitación en las Ventas de Activos y Participaciones en el Patrimonio en Filiales Restringidas*” (apartado 4.7.6 punto (F));
  - (5) toda adquisición de activos exclusivamente a cambio de la emisión de Participaciones en el Patrimonio (salvo Acciones Rescatables) de la Sociedad;

- (6) Cuentas por Cobrar debidas a la Sociedad o a una Filial Restringida, si surgieron en el curso ordinario de la actividad empresarial y que se han de pagar o no de conformidad con los términos comerciales habituales, siempre que, sin embargo, dichos términos comerciales puedan incluir términos especiales que la Sociedad o una Filial Restringida consideren razonables según las circunstancias;
- (7) los préstamos y anticipos, y garantías de préstamos o anticipos a los empleados, en el curso ordinario de la actividad empresarial y en condiciones compatibles con la práctica anterior, incluida la nómina, los viajes, la reubicación y otros anticipos similares;
- (8) arrendamiento, servicios públicos y otros depósitos similares en el curso ordinario de la actividad empresarial;
- (9) las Obligaciones de Cobertura, cuyas transacciones y obligaciones se asumen de conformidad con "*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*" (apartado 4.7.6 punto (B));
- (10) las Inversiones realizadas con posterioridad a la Fecha de Emisión que tengan un Valor de Mercado Razonable total (valoradas en la fecha en que se realizaron cada una de dichas Inversiones y sin dar efecto a los cambios posteriores en el valor), cuando se tomen en conjunto con el resto de Inversiones realizadas de conformidad con esta cláusula (10) que se encuentran en ese momento pendientes que no excedan de: (i) el mayor de 30 millones de euros y el 2,0% de los Activos Tangibles Netos *más* (ii) un importe equivalente al 100% de los dividendos o distribuciones (incluidos los pagos recibidos en concepto de préstamos y anticipos) recibidos por la Sociedad o una Filial Restringida de una *Joint Venture* Permitida (que los dividendos o distribuciones no están incluidos en el cálculo en las cláusulas (3) (a) a (3) (e) del párrafo primero del pacto se describe en "*Pagos Restringidos*" y dividendos y distribuciones que reducen los importes pendientes bajo la cláusula (i) del presente); en el bien entendido de que si se realiza una Inversión de conformidad con esta cláusula en una Persona que no sea una Filial Restringida, y dicha persona es posteriormente designada como Filial Restringida de conformidad con el pacto que se describe en "*Pagos Restringidos*", dicha Inversión a partir de entonces se considerará hecha de conformidad con la cláusula (3) de la definición de "Inversiones Permitidas" y no de conformidad con esta cláusula;
- (11) (i) las garantías no prohibidas por el pacto descrito en "*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*" y (ii) (salvo por lo que se refiere a la Deuda) las garantías, acuerdos *keepwell* y acuerdos similares en el curso ordinario de la actividad empresarial;
- (12) cualesquiera Inversiones en arrendamiento o bienes gestionados en el desarrollo corriente de la actividad empresarial;

- (13) toda Inversión que exista, o se dé en virtud de compromisos jurídicamente vinculantes en vigor en la Fecha de Emisión;
  - (14) las Inversiones en *Joint Ventures* Permitidas realizadas con posterioridad a la Fecha de Emisión, que no excedan, en conjunto, una cantidad igual a la mayor de 40 millones de euros y 2,5% de los Activos Tangibles Netos ;
  - (15) toda Inversión en los Bonos o cualquier deuda que se permita asumir en virtud del Contrato de Emisión que tenga el mismo rango en el derecho de pago de los Bonos y
  - (16) la recompra, el amortización u otra adquisición a título oneroso de Participaciones en el Patrimonio de una Filial Restringida No Participada al 100% si, como consecuencia de dicha compra, amortización u otra adquisición, la Sociedad incrementa su porcentaje de participación, directa o indirectamente, a través de sus Filiales Restringidas, de dicha Filial Restringida No Participada al 100%; siempre que no se haya producido, ni pueda ocurrir, ningún Incumplimiento o Supuesto de Incumplimiento y se mantenga así.
- **Inversión Restringida:** una Inversión que no sea una Inversión Permitida.
  - **Joint Ventures Permitidas:** (a) toda corporación, asociación u otra entidad empresarial (distinta de una sociedad comanditaria) que no sea una Filial Restringida y que, en cada caso, se dedica principalmente a un Negocio Permitido, de la cual al menos el 20% del capital total y del total de las Acciones con Derecho a Voto esté en el momento de la determinación en propiedad o controlada, directa o indirectamente, por la Sociedad o una o más Filiales Restringidas o una combinación de las mismas, y a (b) toda sociedad comanditaria, *joint venture*, sociedad de responsabilidad limitada o entidad similar que no sea una Filial Restringida y que se dedique principalmente a un Negocio Permitido, de la cual al menos el 20% de las cuentas de capital, los derechos de distribución, el patrimonio total y los intereses de voto o los intereses generales o de sociedad limitada, según el caso, se encuentre en el momento de la determinación en propiedad o controlado, directa o indirectamente, por la Sociedad o una o más Filiales Restringidas o una combinación de las mismas, ya sea en forma de participaciones generales, especiales o limitadas o de otro modo.
  - **Líneas de Crédito:** uno o más instrumentos de deuda o créditos respaldados por papel comercial, con bancos, otras instituciones de crédito o agencias gubernamentales que ofrecen préstamos para líneas de créditos redisponebles (*revolving*), bonos, pagarés, títulos de deuda, préstamos a largo plazo, la financiación por cobrar (tales como a través de la venta de créditos a dichos prestamistas o a entidades con cometido especial formadas para pedir prestado a prestamistas contra tales cuentas por cobrar) o créditos documentarios, incluidas las Líneas de Crédito Sénior, en cada caso, tal y como se haya modificado, reembolsado, reemplazado o refinanciado en su totalidad o en parte en su momento por dichos instrumentos de deuda o créditos respaldados por papel comercial y, en cada caso, incluidos todos los acuerdos, escrituras de emisión, instrumentos, acuerdos de compra y documentos otorgados y entregados en relación

con lo anterior (incluidos los créditos documentarios emitidos con arreglo a los mismos y toda garantía y acuerdo de garantía real, patente y acuerdo de garantía de marca registrada, hipoteca o carta de las solicitudes de crédito y otras garantías, prendas, contratos, acuerdos de garantía y documentos de garantía real). Sin limitar la generalidad de lo anterior, el término “Líneas de Crédito” deberá incluir todo acuerdo o instrumento (i) cambiando el vencimiento de la Deuda asumida en virtud del mismo, (ii) añadiendo Filiales de la Sociedad como prestatarios adicionales, emisiones o garantes relacionados con ellas (iii) aumentando la cantidad de Deuda asumida en virtud del mismo o disponible para ser prestado en virtud del mismo, o bien (iv) alterando de otro modo los términos y condiciones del mismo.

- **Líneas de Crédito Bilaterales:**

- (i) la línea de crédito con fecha de 8 de abril de 2008 suscrita, entre otros, entre Vela Secunda Omnium Primum VIII B.V., como prestatario y Friesland Bank NV, como agente;
- (ii) la línea de crédito con fecha de 30 de junio de 2004 (en su versión modificada de 29 de diciembre de 2009), suscrita, entre otros, entre Hotel Exploitatie Maatschappij Vijzelstraat Amsterdam B.V., como prestatario y Intesa Sanpaolo SpA, como agente;
- (iii) la línea de crédito con fecha de 20 de abril de 2012 suscrita, entre otros, entre NH The Netherlands B.V., como prestatario y Royal Bank of Scotland N.V., como agente;
- (iv) la línea de crédito con fecha de 15 de noviembre de 2005 suscrita, entre otros, entre NH Italia SpA, como prestatario y Banca Nazionale Del Lavoro S.p.A., como agente;
- (v) la línea de crédito con fecha de 30 de junio de 2006 suscrita, entre otros, entre Italjolly Compagnia Italiana Dei Jolly Hotels—S.P.A., como prestatario, y Banca Popolare De Bergamo S.p.A., como agente;
- (vi) la línea de crédito con fecha de 30 de junio de 2006, suscrita, entre otros, entre Italjolly Compagnia Italiana Dei Jolly Hotels—S.P.A., como prestatario, y Banca Popolare De Bergamo S.p.A., como agente;
- (vii) la línea de crédito con fecha de 7 de agosto de 2003, suscrita, entre otros, entre Italjolly Compagnia Italiana Dei Jolly Hotels—S.P.A., como prestatario, y Banca Popolare Di Verona E Novara—S.c.r.l., como agente;
- (viii) la línea de crédito con fecha de 1 de agosto de 2003, suscrita, entre otros, entre Italjolly Compagnia Italiana Dei Jolly Hotels—S.P.A., como prestatario, y Cassa Di Risparmio Di Parma E Piacenza S.p.A., como agente;

- (ix) la línea de crédito con fecha de 30 de octubre de 2003, suscrita, entre otros, entre NH Italia SpA, como prestatario, y Intesa Mediocredito Italiano S.p.A., como agente;
- (x) La línea de crédito con fecha de 9 de julio de 2012, suscrita, entre otros, entre NH Italia S.p.A., como prestatario, y Banca IMI S.p.A., como agente;
- (xi) la línea de crédito con fecha de 9 de noviembre de 2006 suscrita, entre otros, entre Italjolly Compagnia Italiana Dei Jolly Hotels—S.P.A., como prestatario, y Unicredit Banca d’Impresa Societa’ per Azioni, como agente;
- (xii) la línea de crédito con fecha de 20 de diciembre de 2006 suscrita, entre otros, entre NH Italy Hotel Management S.r.l., como prestatario, y Unicredit Banca d’Impresa S.p.A., como agente;
- (xiii) la línea de crédito con fecha de 15 de junio de 2004 suscrita, entre otros, entre Italjolly Compagnia Italiana Dei Jolly Hotels—S.P.A., como prestatario, y Banca Popolare di Vicenza—Societa’ Cooperativa per Azioni a Responsabilita’ Limitata, como agente;
- (xiv) a línea de crédito con fecha de 20 de marzo de 2006 suscrita, entre otros, entre Donnafugata Resort S.r.l., como prestatario, y Efibanca—S.p.A., como agente;
- (xv) la línea de crédito con fecha de 30 de noviembre de 2007 suscrita, entre otros, entre Donnafugata Resort S.r.l., como prestatario, y Efibanca—S.p.A., como agente;
- (xvi) la línea de crédito con fecha de 28 de septiembre de 2009 suscrita, entre otros, entre Italjolly Compagnia Italiana Dei Jolly Hotels—S.P.A., como prestatario, y Banca Popolare di Vicenza—Societa Cooperativa per Azioni, como agente;
- (xvii) la línea de crédito con fecha de 29 de septiembre de 2009 suscrita, entre otros, entre Grande Jolly S.p.A., como prestatario, y Banca Popolare di Milano S.C.a.r.l., como agente;
- (xviii) la línea de crédito con fecha de 30 de octubre de 2012 suscrita, entre otros, entre NH Italia S.p.A., como prestatario, y Banca Popolare Commercio E Industria S.p.A., como agente;
- (xix) la línea de crédito con fecha de 13 de diciembre de 2012 suscrita, entre otros, entre NH Italia S.p.A., como prestatario, y Banca Antonveneta S.p.A., como agente;

- (xx) la línea de crédito con fecha de 25 de octubre de 2012 suscrita, entre otros, entre NH Italia S.p.A., como prestatario, y Cassa di Risparmio Del Veneto S.p.A., como agente;
- (xxi) la línea de crédito con fecha de 28 de octubre de 2011 suscrita, entre otros, entre NH Italia S.p.A., como prestatario, y Banca Popolare di Vincenza—Societa' Cooperativa per Azioni, como agente;
- (xxii) la línea de crédito con fecha de 22 de noviembre de 2011 suscrita, entre otros, entre Grande Jolly S.p.A., como prestatario, y Banca Popolare Milano S.C.a.r.l., como agente;
- (xxiii) la línea de crédito con fecha de 20 de marzo de 2006 suscrita, entre otros, entre Donnafugata Resorts S.r.l., como prestatario, y Efibanca—S.p.A., como agente;
- (xxiv) la línea de crédito con fecha de 23 de junio de 2006 suscrita, entre otros, entre Hotels Bingen & Viernheim GmbH & Co. KG, como prestatario, y The Royal Bank of Scotland, como agente;
- (xxv) la línea de crédito con fecha de 23 de junio de 2006 suscrita, entre otros, entre Hotels Bingen & Viernheim GmbH & Co. KG, como prestatario, y The Royal Bank of Scotland, como agente;
- (xxvi) la línea de crédito con fecha de 12 de diciembre de 2006 suscrita, entre otros, entre Hotel Leipzig-Messe GmbH & Co. KG, como prestatario, y The Royal Bank of Scotland, como agente;
- (xxvii) la línea de crédito con fecha de 9 de junio de 2006 suscrita, entre otros, entre Airport Hotel Frankfurt Raunheim GmbH & Co. KG, como prestatario, y The Royal Bank of Scotland, como agente;
- (xxviii) la línea de crédito con fecha de 12 de diciembre de 2006 suscrita, entre otros, entre Hotel Aukamm Wiesbaden GmbH & Co. KG, como prestatario, y The Royal Bank of Scotland, como agente;
- (xxix) la línea de crédito con fecha de 25 de octubre de 2006 suscrita, entre otros, entre NH Hoteles Switzerland GmbH, como prestatario, y Freiburger Kantonalbank, como agente;
- (xxx) la línea de crédito con fecha de 29 de septiembre de 2011 suscrita, entre otros, entre NH Hoteles S.A., como prestatario, y Banco Santander S.A., como agente;
- (xxxi) la línea de crédito con fecha de 9 de junio de 2003 suscrita, entre otros, entre NH Lagasca, S.A., como prestatario, y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., como agente;

- (xxxii) la línea de crédito con fecha de 22 de noviembre de 2006 suscrita, entre otros, entre Nuevos Espacios Hoteleros S.A., como prestatario, y Banco Popular Español, S.A. , como agente;
- (xxxiii) la línea de crédito con fecha de 19 de febrero de 2004 suscrita, entre otros, entre NH Sotogrande S.A., como prestatario, y Banco Popular, como agente;
- (xxxiv) la línea de crédito con fecha de 10 de junio de 2005 suscrita, entre otros, entre Resco Sotogrande S.L., como prestatario, y Bankinter, S.A., como agente;
- (xxxv) la línea de crédito con fecha de 13 de julio de 2005 suscrita, entre otros, entre Desarrollo Inmobiliario Santa Fe Mexico S.A., como prestatario, y Caixanova de Aforros de Vigo Ourense E Pontevedra, como agente;
- (xxxvi) la línea de crédito con fecha de 28 de abril de 2004 suscrita, entre otros, entre Grupo Hotelero Queretaro S.A. de C.V., como prestatario, y BBVA Bancomer S.A., como agente;
- (xxxvii) la línea de crédito con fecha de 26 de septiembre de 2007 suscrita, entre otros, entre NH Hoteles S.A., como prestatario, y Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, como agente; y
- (xxxviii) la línea de crédito con fecha de 22 de noviembre de 2006 suscrita, entre otros, entre NH Hoteles S.A., como prestatario, y Merrill Lynch International, como agente,
- **Líneas de Crédito Sénior:** el plazo y las líneas de crédito *revolving* en virtud del Crédito Sindicado.
  - **Negocios Similares:** (a) todos los negocios, servicios o actividades realizadas por la Sociedad o una de sus Filiales en la Fecha de Emisión, (b) la prestación de servicios de hostelería y alojamiento y otros servicios en relación con los mismos, y (c) a las empresas, los servicios y las actividades realizadas por la Sociedad o cualquiera de sus Filiales que estén relacionados, sean ampliaciones o adiciones, incidentales, auxiliares o similares a cualquiera de los anteriores o que sean extensiones de los mismos.
  - **NIIF:** las Normas Internacionales de Información Financiera promulgadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad y adoptadas por la Unión Europea y en vigor en todo momento, *siempre que* en cualquier fecha posterior a la Fecha de Emisión, la Sociedad pueda realizar una elección irrevocable para establecer que las "NIIF "se entenderán, salvo que se especifique lo contrario, como las NIIF vigentes a partir de una fecha que sea anterior a la fecha de la elección o la misma fecha de la elección.
  - **Obligación derivada de un Arrendamiento Financiero:** el importe de la responsabilidad en determinado momento en relación con un contrato de arrendamiento financiero que en ese momento requiera ser capitalizado y reflejado

como pasivo en el balance (excluyendo las notas a pie de página) a efectos de información financiera de conformidad con las NIIF aplicables en la Fecha de Emisión.

- **Obligaciones de Cobertura:** con respecto a una Persona determinada, las obligaciones de dicha Persona en virtud de:
  - (1) los acuerdos de permuta financiera (*swap*) de tipos de interés y acuerdos de tipos de interés prefijados en sus topes superior e inferior; y
  - (2) otros acuerdos o disposiciones destinados a proteger a dicha Persona de las fluctuaciones de los tipos de interés o tipos de cambio.
- **Oferta de Acciones:** (i) toda venta pública o privada de Participaciones en el Patrimonio (distintas de las Acciones Rescatables) o (ii) la conversión o canje de Títulos de Deuda Obligatoriamente Convertibles de la Sociedad a o por Capital Social de la Sociedad; en el bien entendido de que el importe de los Ingresos en Efectivo Netos de dicha conversión deberán ser iguales a los Ingresos en Efectivos Netos percibidos por la Sociedad en el momento en el que se emitieron dichos Títulos de Deuda Obligatoriamente Convertibles, distintos de, en cada caso, ofertas públicas con respecto al Capital Social de la sociedad registradas en el Formulario S-8 (o cualquier sucesor de este) de conformidad con la *Securities Act* o en relación con el Capital Social de la Sociedad emitido o que se pueda emitir de conformidad con un plan de beneficios para empleados.
- **Participaciones en el Patrimonio:** el Capital Social y todos los warrants, opciones u otros derechos para adquirir Capital Social (excluidos los títulos de deuda que sean convertibles o canjeables en Capital Social).
- **Persona:** una persona física, sociedad, sociedad comanditaria, *joint venture*, asociación, *trust*, sociedad anónima, organización no constituida, sociedad de responsabilidad limitada o un gobierno u otra entidad.
- **Plazo Medio Ponderado de Vencimiento:** cuando se aplica a una Deuda en una fecha determinada, el número de años que resulte de dividir:
  - (1) la suma de los productos obtenidos al multiplicar (a) el importe de cada cuota restante, el fondo de amortización, el vencimiento de serie u otros pagos requeridos de nominal, incluido el pago a su vencimiento final en relación con la Deuda por (b) el número de años (calculado al más cercano de un doceavo) que transcurrirá entre dicha fecha y la realización de dicho pago; por
  - (2) el importe nominal pendiente de dicha Deuda.
- **Prima Aplicable:** en la fecha de amortización correspondiente, el mayor de los siguientes valores: (a) 1% del importe nominal de un Bono a esa fecha y (b) el exceso de (A) el valor actual a esa fecha de (i) el precio de amortización (103,478%) de dicho

Bono el 15 de noviembre de 2017 (sin incluir cualquier interés devengado a esa fecha de amortización) más (ii) cualquier pago de intereses debidos respecto a dicho Bono hasta el 15 de noviembre de 2017 inclusive (sin incluir los intereses devengados y no pagados hasta la fecha de amortización), calculado utilizando una tasa de descuento igual al Tipo Bund más 50 puntos básicos, sobre (B) el valor nominal de dicho Bono.

- **Ratio de Apalancamiento:** para una Persona en una fecha de determinación, la ratio de (x) Deuda a dicha fecha con respecto a (y) el importe agregado del EBITDA Consolidado para el período de los últimos cuatro trimestres finalizados previos a la fecha de determinación para el que los estados financieros consolidados de dicha Persona están disponibles. En el caso de que la Persona en cuestión o una de sus Filiales asuma, garantice, reembolse, recompre o amortización una Deuda (distinta de los préstamos de capital circulante ordinarios) o emita, recompre o amortización acciones preferentes con posterioridad al inicio del período para el que se calcula la Ratio de Apalancamiento y en, o antes de, la fecha en que se produzca el acontecimiento para el que se hizo el cálculo de la Ratio de Apalancamiento (en adelante, la "Fecha de Cálculo de la Ratio de Apalancamiento"), entonces ésta se calculará dando efecto pro forma a dicha asunción, toma, garantía, pago, reembolso o amortización de Deuda, o bien la emisión, recompra o amortización de acciones preferentes, y el uso de los fondos procedentes de los mismos, como si ésta se hubiese producido a principios del período de referencia aplicable de cuatro trimestres.

Además, para calcular la Ratio de Apalancamiento:

- (1) las adquisiciones que la Persona determinada o una de sus Filiales hayan realizado, a través de fusiones o integraciones y por medio de transacciones financieras, durante el período de referencia de cuatro trimestres o tras dicho período de referencia y en, o antes de, la Fecha de Cálculo de la Ratio de Apalancamiento, recibirán un efecto pro forma como si hubieran ocurrido en el primer día del período de referencia de cuatro trimestres, y el EBITDA Consolidado para dicho período de referencia se calculará sobre una base pro forma, pero sin dar efecto a la cláusula (3) de la condición establecida en la definición de Ingresos Netos Consolidados;
- (2) el EBITDA Consolidado atribuible a las operaciones finalizadas, de conformidad con las NIIF y los hoteles, bienes, operaciones o negocios enajenados o las operaciones que se terminan sustancialmente antes de la Fecha de Cálculo de la Ratio de Apalancamiento, quedarán excluidas, y
- (3) los Gastos por Intereses Consolidados atribuibles a las operaciones finalizadas, de acuerdo con las NIIF y hoteles, bienes, operaciones o negocios enajenados antes de la Fecha de Cálculo, quedarán excluidos, pero sólo en la medida en que las obligaciones que ocasionaron tales Gastos por Intereses Consolidados no sean obligaciones de la Persona en cuestión o de una de sus Filiales a partir de la Fecha de Cálculo.

A efectos de esta definición, siempre que deba darse el efecto pro forma a una adquisición de activos, el importe de la renta o los ingresos correspondientes y el importe de los Gastos por Intereses Consolidados asociado con una Deuda asumida en relación con la misma, los cálculos pro forma se determinarán de buena fe por parte de un agente financiero o contable responsable de la Sociedad y pueden incluir los gastos pro forma y la reducción de costes y las sinergias de costes que se han producido o que un director financiero o responsable de contabilidad de la Sociedad espera razonablemente que se produzcan según su juicio de buena fe. Si una Deuda deviene en un tipo de interés variable y está recibiendo un efecto pro forma, los intereses de dicha Deuda se calcularán como si el tipo de cambio vigente en la fecha de la determinación hubiese sido el tipo aplicable durante todo el período (teniendo en cuenta toda Obligación de Cobertura aplicable a dicha Deuda). A los efectos de esta definición, siempre que deba darse un efecto pro forma a una Deuda asumida en virtud de una línea de crédito rotatoria, el importe pendiente en la fecha de dicho cálculo se calculará sobre la base de (1) el saldo promedio diario de dicha Deuda en los cuatro últimos trimestres fiscales, o en el plazo más corto para los que el crédito estaba pendiente o (2) si dicha línea de crédito fue creada después de que finalizaran los cuatro trimestres fiscales, el saldo promedio diario de dicha Deuda durante el período comprendido entre la fecha de la creación de dicha línea de crédito y la fecha de dicho cálculo. Los Intereses de la Deuda que opcionalmente pueden determinarse a un tipo de interés basado en una prima de amortización o tipo similar, al tipo de la oferta interbancaria del euro o de otro tipo, se considerará que se han basado en el tipo efectivamente elegido o, en su defecto, sobre la base de dicho tipo opcional elegido por la Persona pertinente.

- **Ratio de Apalancamiento sin Garante:** la Ratio de Apalancamiento, pero calculada mediante la sustitución de la Deuda descrita en la cláusula (x) por la Deuda Consolidada sin Garante.
- **Ratio de Cobertura de Cargas Fijas:** con respecto a determinada Persona para un período, la relación entre el EBITDA Consolidado de dicha Persona durante el período y los Gastos por Intereses Consolidados de dicha Persona durante dicho período. En el caso de que la Persona en cuestión o una de sus Filiales asuman, garanticen, reembolsen, recompren o amortización una Deuda (distinta de los préstamos de capital circulante ordinarios) o emitan, recompren o amortización acciones preferentes con posterioridad al inicio del período para el que se calcula la Ratio de Cobertura de Cargas Fijas y en el momento o antes de la fecha en la que el acontecimiento para el que se realiza el cálculo de la Ratio de Cobertura de Cargas Fijas (en adelante, la “**Fecha de Cálculo**”), la Ratio de Cobertura de Cargas Fijas se calculará dando efecto pro forma a dicha asunción, garantía, reembolso, recompra o amortización de la Deuda o emisión, recompra o reembolso de acciones preferentes, y el uso de los fondos que de ello se deriven, como si hubiera ocurrido al principio de la aplicación del período de referencia de cuatro trimestres; *siempre que* el cálculo pro forma de los Gastos por Intereses Consolidados no dé lugar a ninguna Deuda Permitida (tal y como se define en “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*”(apartado 4.7.6, punto (B)) asumida en la fecha de determinación o a

ningún reembolso en la fecha de determinación de una Deuda en la medida en que dicho reembolso proceda de los beneficios de la Deuda Permitida.

Además, a los efectos de calcular la Ratio de Cobertura de Cargas Fijas:

- (1) las adquisiciones que la Persona en cuestión o cualquiera de sus Filiales han llevado a cabo a través de fusiones o integraciones, por medio de transacciones financieras relacionadas, durante el período de referencia de cuatro trimestres o después de dicho período de referencia y en el momento o antes de la Fecha de Cálculo, recibirán un efecto pro forma como si hubieran ocurrido el primer día del período de referencia de cuatro trimestres, y el EBITDA Consolidado para dicho período de referencia se calculará sobre una base pro forma, pero sin dar efecto a la cláusula (2) de la condición establecida en la definición de los Ingresos Netos Consolidados;
- (2) quedarán excluidos el EBITDA Consolidado atribuible a las operaciones finalizadas y de conformidad con las NIIF y las disposiciones en relación con hoteles, bienes o negocios que hayan finalizado esencialmente antes de la Fecha de Cálculo, y
- (3) quedarán también excluidos los Gastos por Intereses Consolidados atribuibles a las operaciones finalizadas de conformidad con las NIIF y las disposiciones en relación con hoteles, bienes o negocios anteriores a la Fecha de Cálculo, pero sólo en la medida en que las obligaciones que ocasionaron tales Gastos por Intereses Consolidados no sean obligaciones de la Persona en cuestión o de una de sus Filiales a partir de la Fecha de Cálculo.

A efectos de esta definición, siempre que deba darse un efecto pro forma a una adquisición de activos, al importe de la renta o a los ingresos correspondientes y al importe de Gastos por Intereses Consolidados asociados con una Deuda asumida en relación con la misma, un agente financiero o contable responsable de la Sociedad realizará los cálculos pro forma de buena fe y podrá incluir los gastos pro forma y la reducción de costes y las sinergias de costes que se hayan producido o que razonablemente espera que se produzcan a su juicio. Si una Deuda devengase un tipo de interés variable y se le está dando un efecto pro forma, los intereses de dicha Deuda se calcularán como si el tipo de cambio vigente en la fecha de la determinación hubiese sido el tipo aplicable durante todo el período (teniendo en cuenta toda Obligación de Cobertura aplicable a dicha Deuda). A los efectos de esta definición, siempre que deba darse efecto pro forma a una Deuda asumida en virtud de una línea de crédito rotatoria, el importe pendiente en la fecha de dicho cálculo se calculará sobre la base de (1) el saldo promedio diario de dicha Deuda en los últimos cuatro trimestres fiscales, o en el plazo más corto para los que el crédito estaba pendiente o (2) si dicha línea de crédito fue creada después de que finalizaran los cuatro trimestres fiscales, el saldo promedio diario de dicha Deuda durante el período comprendido entre la fecha de la creación de la línea de crédito hasta la fecha de dicho cálculo. Los intereses sobre la Deuda que opcionalmente podrán ser determinados al tipo de interés basado en una prima de amortización o tipo similar, al tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro, u otro tipo, se considerarán que se han basado en el

tipo efectivamente elegido o, en su defecto, sobre la base del tipo opcional elegido por la Persona pertinente.

- **Ratio LTV:** la relación a determinada fecha entre el importe nominal agregado de la Deuda Garantizada del Mismo Rango y el Valor de las Garantías Reales. En la determinación de la Ratio LTV en relación con la liberación de Gravámenes sobre las Garantías Reales, la Ratio LTV se determinará sobre una base pro forma para la operación en cuestión y el uso de los fondos de dicha transacción.
- **Refinanciación:** conjuntamente, la emisión de los Bonos, la Emisión de los Bonos Convertibles, el Crédito Sindicado y su aplicación para amortizar parte del endeudamiento financiero previo de la Sociedad.
- **Refinanciación Permitida:** Deuda de la Sociedad o de alguna de las Filiales Restringidas emitida y cuyos ingresos netos se utilizan para prorrogar, refinanciar, renovar, reemplazar o devolver otra Deuda de la Sociedad o de alguna de sus Filiales Restringidas (distinta de la Deuda intra grupo), *siempre que:*
  - (1) el importe nominal (o el valor acrecentado, en su caso) de la Refinanciación Permitida no exceda el importe nominal (o el valor incrementado, en su caso) de la Deuda prorrogada, refinanciada, renovada, cancelada o devuelta (más todos los intereses devengados de la Deuda y el importe de todos los gastos y primas en los que se ha incurrido en relación con la misma);
  - (2) tal Refinanciación Permitida tenga un Plazo Medio Ponderado de Vencimiento igual o mayor que el Plazo Medio Ponderado de Vencimiento de la Deuda que se prorrogue, refinance, renueve, sustituya, cancele o devuelva;
  - (3) si la Deuda prorrogada, refinanciada, renovada, cancelada o devuelta está subordinada en derecho de pago a los Bonos o a una Garantía de los Bonos, tal Refinanciación Permitida tenga una fecha de vencimiento final posterior a la fecha de vencimiento final, y esté subordinada en derecho de pago a los Bonos o a la Garantía de los Bonos (según corresponda), en condiciones por lo menos tan favorables para los titulares de los Bonos, como las que contiene la documentación que rige la Deuda prorrogada, refinanciada, renovada, sustituida, cancelada o devuelta; y
  - (4) dicha Deuda se asuma tanto por la Sociedad como por la Filial Restringida que sea la deudora de la Deuda prorrogada, refinanciada, renovada, cancelada o devuelta, *siempre que* la Sociedad y un Garante puedan refinanciar la Deuda en relación con la Sociedad, un Garante o una Filial Restringida; y *bien entendido que* cualquier no Garante Filial de la Sociedad podría asumir deuda de refinanciación con respecto a cualquier otro no Garante Filial de la Sociedad.
- **Swap de Activos Permitido:** la simultánea compra y venta o canje de activos usados o útiles en un Negocio Similar, o una combinación de estos activos y efectivo y Equivalentes de Efectivo, entre la Sociedad o sus Filiales Restringidas y otra Persona; *siempre que* el Valor de Mercado Razonable de los activos percibido por la Sociedad

(o la Filial Restringida, según sea el caso), junto con el efectivo o Equivalentes de Efectivo abonados junto con los activos no sea inferior al Valor de Mercado Razonable de los activos vendidos o canjeados junto con dinero en efectivo o Equivalentes de Efectivo abonados junto con los activos vendidos o canjeados en dicho Swap de Activos Permitido; y *siempre que* se indique que todo efectivo o Equivalentes de Efectivo recibidos en exceso del valor de cualquier efectivo o Equivalentes de Efectivo vendidos o canjeados deben aplicarse de conformidad con el pacto "*Limitación en las Ventas de Activos y Participaciones en el Patrimonio en Filiales Restringidas*" (apartado 4.7.6, punto (F)).

- **Titulares Permitidos:** una o más Personas cuya condición de beneficiarios efectivos deriva en un Cambio de Control respecto al cual una Oferta de Cambio de Control se realiza de conformidad con los requisitos del Contrato de Emisión.
- **Valor de las Garantías Reales:** el valor total, a determinada fecha, que se refleje en el último Informe de Tasación y que se haya calculado para dar efecto pro forma a cualquier adición o liberación de bienes objeto de las Garantías Reales sobre la base de un Informe de Tasación Complementario desde la fecha del Informe de Tasación:

(1) las Hipotecas;

(2) las Prendas de Acciones;

siempre que en el caso de la cláusula (2) anterior, el valor de dicha Prenda de Acciones se incluya sólo en la medida en que la Sociedad Inmobiliaria a que se refiere dicha Prenda de Acciones cumpla con el pacto descrito en "*Limitación de las Actividades de Sociedades Inmobiliarias*" (punto (H) del apartado 4.7.6).

- **Valor de Mercado:** el valor de mercado tal y como lo define el Comité Internacional de Estándares de Valoración (IVSC, por sus siglas en inglés) u otro estándar ampliamente aceptado designado para determinar el importe estimado por el que se canjearía un activo en la fecha de valoración entre un comprador interesado y un vendedor interesado en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua tras un marketing adecuado y cuando cada una de las partes haya actuado con conocimiento de causa, prudencia y sin constricción alguna en la fecha de valoración.
- **Venta de Activos:**
  - (1) la venta, arrendamiento, traspaso u otra disposición de los activos, distintas de las ventas de inventario en el desarrollo corriente de la actividad empresarial, *siempre y cuando* la venta, traspaso u otra disposición de todos o esencialmente todos los activos de la Sociedad y de sus Filiales Restringidas en su conjunto se rijan por lo dispuesto en el Contrato de Emisión que se ha descrito anteriormente en "*Recompra a Opción de los Titulares*" (apartado 4.9.5) o por lo dispuesto en "*Fusión y Consolidación*" (apartado 4.7.6, punto (D)) y no por las disposiciones de "*Limitación en las Ventas de Activos y Participaciones en el Patrimonio en Filiales Restringidas*" (apartado 4.7.6, punto (F)); y

- (2) la emisión de Capital Social en cualquiera de las Filiales Restringidas de la Sociedad o la venta de Capital Social por parte de la Sociedad o cualquiera de sus Filiales Restringidas en cualquiera de sus respectivas Filiales Restringidas.

Sin perjuicio de lo anterior, las siguientes partidas no se considerarán Ventas de Activos:

- (1) cualquier operación única o serie de operaciones relacionadas con los activos que tengan un Valor de Mercado Razonable inferior a 7,5 millones de euros;
  - (2) una transmisión de activos entre la Sociedad y sus Filiales Restringidas;
  - (3) una emisión de Participaciones en el Patrimonio por parte de una Filial Restringida a la Sociedad o a otra Filial Restringida;
  - (4) la venta, arrendamiento, cesión o subarriendo del equipo, inventarios, cuentas por cobrar y otros activos en el desarrollo corriente de la actividad empresarial;
  - (5) la venta u otra disposición de efectivo o Equivalentes de Efectivo;
  - (6) un Pago Restringido autorizado por el pacto descrito anteriormente en “*Pagos Restringidos*”;
  - (7) una Inversión Permitida;
  - (8) la disposición de equipo que haya quedado obsoleto o que ya no sea útil en el desempeño de la actividad empresarial de la Sociedad y sus Filiales Restringidas en el desarrollo corriente de la actividad empresarial;
  - (9) la concesión de licencias de derechos de propiedad intelectual a terceros en el desarrollo corriente de la actividad empresarial;
  - (10) la enajenación o abandono de la propiedad intelectual cuyo mantenimiento ya no es económicamente viable o que ya no es necesaria para la actividad empresarial de la Sociedad y sus Filiales Restringidas;
  - (11) las ventas de las disposiciones de las Cuentas por Cobrar en relación con operaciones de *factoring* que surjan en el desarrollo corriente de la actividad empresarial de conformidad con los acuerdos habituales, *bien entendido que* la Deuda asumida esté permitida según lo dispuesto en la cláusula (13) del segundo apartado del pacto descrito en “*Asunción de Deuda y Emisión de Acciones Preferentes y Acciones Rescatables*”;
  - (12) una disposición por la concesión de un Gravamen Permitido o por embargos sobre los activos.
- **Vencimiento Establecido:** con respecto a las cuotas de intereses o de principal sobre una serie de Deudas, la fecha en que estaba previsto el pago de intereses o de principal

en la documentación original que rige dicha Deuda, y no incluye ninguna obligación contingente de amortizar, amortizar o recomprar dichos intereses o principal antes de la fecha inicialmente prevista para el pago de los mismos

## 11. ACTUALIZACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO

### Hechos más relevantes ocurridos con posterioridad a la fecha de registro del Documento de Registro de NH.

Desde el 9 de julio de 2013, fecha de inscripción del Documento de Registro de NH en los registros oficiales de la CNMV, hasta la fecha presente, no se han producido otros hechos que afecten significativamente al grupo NH, salvo los que se detallan a continuación, que han sido debidamente comunicados a la Comisión Nacional del Mercado de Valores como hecho relevante:

1. Con fecha 3 de octubre, el Consejo de Administración de NH aceptó la dimisión de D. Iñaki Arratibel Olaciregui como Consejero Dominical en representación de Kutxabank, S.A.
2. Con efectos desde el 10 de octubre de 2013, las entidades Banco Financiero y de Ahorros, S.A.U. (“**BFA**”), Corporación Industrial Bankia, S.A. (antes Corporación Financiera Caja Madrid, S.A.), Sociedad de Promoción y Participación Empresarial Caja de Madrid, S.A., BFA Participaciones Cotizadas, S.A.U. (antes Bancaja Inversiones S.A.), Bankia S.A. e Ibercaja Banco S.A., acordaron resolver de forma amistosa el acuerdo de sindicación que dichas entidades asumieron como accionistas de NH.
3. Con fecha 11 de octubre de 2013, Nmás1 Equities, Sociedad de Valores, S.A. realizó una colocación entre inversores profesionales de un paquete de hasta 9.500.000 acciones de NH titularidad de Ibercaja Banco, S.A. representativo del 3,08% del capital de NH, a un precio de 3,90 euros por acción, por un importe en efectivo de 37.050.000 euros.
4. Con fecha 11 de octubre de 2013, HNA Group Co. (“**HNA**”), Ltd suscribió con la entidad Pontegadea Inversiones, S.L. (“**Pontegadea**”) un contrato de opción de compra y venta, sujeta a ciertas condiciones suspensivas, para la adquisición por HNA de 12.512.971 acciones de NH, por un precio de 4,20 euros por acción, representativas del 4,059% del capital social de NH.
5. NH Finance, S.A., filial de NH, firmó el 17 de octubre de 2013 el Crédito Sindicado por importe de 200 millones de euros, con vencimiento a cuatro años, en noviembre de 2017 (sin perjuicio de amortizaciones previas obligatorias y voluntarias), a tipo de interés variable igual al Euribor trimestral más un margen del 4%.
6. El día 8 de noviembre de 2013, la Sociedad (i) cerró la Emisión de Bonos que constituye el objeto de la presente nota de valores así como la emisión del Bono Senior No Garantizado, (ii) dispuso de los 140 millones del Tramo A del Crédito Sindicado, y (ii) amortizó totalmente la financiación sindicada de marzo de 2012 a la que se hace referencia en el párrafo 1 y otras obligaciones financieras.

7. El día 15 de noviembre de 2013, NH remitió una presentación con las líneas maestras de su nuevo Plan Estratégico para los siguientes 5 años: en las que se describen las principales características de su negocio (haciendo hincapié en su presencia en núcleos urbanos europeos, en el valor de los activos de su propiedad y en el incremento del número de habitaciones que gestiona), se incluyen magnitudes financieras (destacando la evolución positiva de la mayoría de estas) y se expone la estrategia para los próximos años (que tratará de implementar un nuevo modelo de negocio durante los tres primeros años que se centrará en destinos urbanos y de negocios, en las categorías “*upper upscale*” (súper lujo), “*upscale*” (lujo) y “*midscale*” (categoría media), para lo que, ente otros, tratará de incrementar la productividad y propuesta de sus activos a través de la segmentación, el reposicionamiento, políticas de marca e inversión en marketing, todo ello unido a otra serie de medidas orientadas a reducir los costes).
8. Con fecha 19 de diciembre de 2013, NH publicó información sobre las acciones de la sociedad Sotogrande, S.A. negociadas por parte de NH durante el tercer trimestre del año 2013 en virtud del Acuerdo de Difusión sobre Acciones de Sotogrande, S.A. suscrito entre NH y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. como entidad de difusión.
9. NH comunicó, el día 20 de diciembre de 2013, el nombramiento por cooptación de Abitaria Consultoría y Gestión, S.A. (que a su vez nombró a D. Octavio Sánchez Laguna como representante persona física) como miembro de su Consejo de Administración, a propuesta de Banco de Financiero y de Ahorros, S.A., para cubrir la vacante producida en el seno de dicho Consejo tras la disolución de Sociedad de Promoción y Participación Empresarial Caja Madrid, S.A. fruto de la reestructuración societaria operada en el Grupo Banco de Financiero y de Ahorros, S.A.
10. El día 8 de enero de 2014, NH publicó información sobre las acciones de la sociedad Sotogrande, S.A. negociadas por parte de NH durante el cuarto trimestre del año 2013 en virtud del Acuerdo de Difusión sobre Acciones de Sotogrande, S.A. suscrito entre NH y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. como entidad de difusión.
11. El día 16 de enero de 2014 JB Capital Markets, Sociedad de Valores, S.A. y Bankia Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. comunicaron el inicio de un proceso de colocación acelerada de acciones de NH titularidad de Bankia, S.A., BFA Participaciones Cotizadas, S.A.U., Corporación Industrial Bankia, S.A.U., Participaciones y Cartera de Inversión, S.L. y Abitaria Consultoría y Gestión, S.A.U. La colocación acelerada se cerró el día siguiente, 17 de enero de 2014, con la venta de 38.834.034 acciones de la Sociedad, representativas de un 12,597% de su capital social, a un precio de 4,94 euros por acción, lo que supuso un importe total de 191.840.127,96 euros.
12. El día 24 de enero de 2014 NH hizo pública la presentación sobre el Grupo NH expuesta el día anterior en la Feria Internacional del Turismo 2014 (FITUR), con un contenido muy similar a la referida en el punto 7 anterior (pero en la que también se incluían referencias a los Bonos, los Bonos de Alto Rendimiento y el Crédito Sindicado).
13. Con fecha 28 de enero de 2014, HNA informó al mercado de la adquisición de un paquete de 12.512.971 acciones de la Sociedad, representativas de un 4,059%, a Pontegadea, y comunicó que los pactos entre ambos accionistas habían dejado de tener

- efecto. Ese mismo día, HNA comunicó que los pactos suscritos con BFA Participaciones Cotizadas, S.A.U. (antes Banca Inversiones S.A.), Sociedad de Promoción y Participación Empresarial Caja de Madrid, S.A. (absorbida por Corporación Industrial Bankia, S.A.) y Corporación Industrial Bankia, S.A. (antes denominada Corporación Financiera Caja de Madrid, S.A.U.) también dejaron de estar en vigor al haber transmitido tales entidades la totalidad de su participación en NH.
14. El día 30 de enero de 2014 Hoteles Participados, S.L. comunicó el fin de efectividad de los pactos parasociales relativos a NH de los que era parte a consecuencia de la transmisión de la totalidad de su participación en el capital de la Sociedad (13.385.269 acciones).
  15. El 25 de febrero de 2014 HNA informó al mercado de que los pactos parasociales relativos a NH suscritos con Ibercaja Banco, S.A.U. y Kutxabank, S.A. dejaron de tener efecto debido a la transmisión de estos últimos de la totalidad de su participación en la Sociedad.
  16. El 27 de febrero de 2014 la Sociedad hizo pública la dimisión de los consejeros Abitaria Consultoría y Gestión, S.A. y Participaciones y Cartera de Inversión, S.L., como consecuencia de la venta de la participación íntegra que, de forma indirecta, tenía BFA en NH, y de D. Daoqui Liu, quien fue sustituido por D. Haibo Bai, como consejero dominical en representación de HNA.
  17. Con fecha 28 de febrero de 2014 NH informó de que sus propias circunstancias y las de los mercados habían impedido hasta la fecha adoptar acuerdos relativos a un aumento de la difusión accionarial o la exclusión de negociación de las acciones de Sotogrande, S.A. La Sociedad también informó de que, no obstante lo anterior, su Consejo de Administración, en reunión celebrada el día 27 de febrero de 2014, acordó proponer a los correspondientes órganos de gobierno durante el primer trimestre de 2015, salvo que el cierre del ejercicio 2014 lo impidiera u otras circunstancias no lo hicieran aconsejable, acuerdos orientados a aumentar la difusión de Sotogrande, S.A. o, si ello no fuera posible, promover su exclusión de cotización.
  18. El 25 de marzo de 2014 la Sociedad dio cuenta de la entrega de 42.735 acciones a 30 miembros de la alta dirección y otros empleados de NH que solicitaron voluntariamente percibir en especie su retribución variable del ejercicio 2013 con el límite de 12.000 euros por persona.
  19. El 26 de marzo de 2014 NH comunicó la formulación por el Consejo de Administración de las cuentas anuales individuales y consolidadas del ejercicio 2013 así como la aprobación del informe anual de gobierno corporativo correspondiente a dicho ejercicio.
  20. El 1 de abril de 2014 NH comunicó la convocatoria de la Asamblea General de bonistas de la emisión de Bonos Convertibles, la cual, reunida el 6 de mayo en primera convocatoria, aprobó la gestión del comisario provisional del sindicato, ratificó el nombramiento del comisario provisional y aprobó el reglamento del sindicato.

21. El 15 de abril de 2014, la Sociedad firmó un acuerdo con Intesa Sanpaolo, S.p.A. en virtud del cual prevé adquirir el 44,5% del capital social de NH Italia, y de esta forma consolidar una participación del 100% en el capital social de tal sociedad. Está previsto que la adquisición se instrumente mediante un aumento de capital de NH en el que Intesa Sanpaolo aportará el 44,5% de NH Italia y recibirá a cambio 42.000.000 de nuevas acciones ordinarias de NH, representativas de un 12% del capital social post-ampliación, emitidas a un precio de emisión de 4,70 euros por acción. Además, en caso de consumarse la operación, se nombraría un nuevo consejero dominical en NH a propuesta de Intesa Sanpaolo.

Estos hechos relevantes, que se incorporan por referencia a la presente Nota sobre los Valores, pueden consultarse en la página web corporativa de NH ([www.nh-hoteles.es](http://www.nh-hoteles.es)) y en la página web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).

*Actualización de la información financiera contenida en el Documento de Registro*

Con fecha 2 de abril de 2014 NH publicó su informe financiero anual correspondiente al año 2013, comprensivo de las cuentas anuales auditadas, individuales y consolidadas, e informe de gestión correspondientes al año 2013. Las mencionadas cuentas anuales fueron formuladas por el Consejo de Administración de NH el día 26 de marzo de 2014, emitiendo el auditor de cuentas su informe con fecha 1 de abril de 2014, el cual no contiene salvedades.

El día 6 de mayo de 2014, NH publicó su información financiera trimestral correspondiente al primer trimestre de 2014.

Esta información, que se incorpora por referencia a la presente Nota sobre los Valores, puede consultarse en la página web corporativa de NH ([www.nh-hoteles.es](http://www.nh-hoteles.es)) y en la página web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).

Esta Nota sobre los Valores está visada en todas sus páginas y firmada en Madrid, a 13 de mayo de 2014.

**NH HOTELES, S.A.**

P.p.

---

Roberto Chollet Ibarra  
Director Financiero



## NH Hoteles, S.A.

Market Value of Certain Assets, Property of NH Hoteles, S.A., Located in Belgium, the Netherlands, Italy, Spain, Mexico, and the Dominican Republic

OT: 09376

Market Value:  
June 30, 2013

Final Report

Copy 1

Prepared for:  
NH Hoteles, S.A.

## Table of Contents

<b>Executive Summary</b>	<b>1</b>
<b>Introduction</b>	<b>6</b>
Market Value Definition	6
Valuation Considerations	6
Procedures	6
Approaches to Value	7
Sources of Information	8
<b>Assets Description</b>	<b>9</b>
Hotels	9
Other Real Estate Assets	20
<b>Economic and Industry Overview</b>	<b>25</b>
Economic Overview	25
Industry Conditions	27
<b>Hotels Valuation</b>	<b>31</b>
Main Operational and Financial Drivers	31
Valuation Methodology	33
Valuation	34
<b>Real Estate Assets Valuation</b>	<b>40</b>
Golf Courses	40
Other Real Estate Assets	43
<b>Sotogrande Net Asset Value</b>	<b>49</b>
NAV Methodology	49
Valuation Considerations	49
Valuation	49
<b>Conclusion</b>	<b>51</b>
	<b>Exhibits</b>
<b>Exhibit A: Hotels Valuation</b>	<b>54</b>
<b>Exhibit B: Multiples</b>	<b>80</b>
<b>Exhibit C: Assumptions and Limiting Conditions</b>	<b>83</b>

NH Hoteles, S.A.  
 Santa Engracia, 120  
 28003 Madrid - Madrid

Madrid, October 18, 2013

## Executive Summary

Dears Sirs,

In accordance with your request, American Appraisal (hereinafter, the “Firm”) has performed an analysis of the market value of certain real property assets located in Belgium, the Netherlands, Spain, Italy, Mexico, and the Dominican Republic (“Assets”), property of NH Hoteles, S.A. (“Client,” “Company,” or “NH Hoteles”), as of June 30, 2013 (“Valuation Date”). The Assets are detailed in the following tables:

Assets	% Total Stake	Location	Rooms
<b>1. Hotels</b>			
NH Brussels City Centre	100,00%	Belgium	246
NH Grand Place Arenberg	100,00%	Belgium	155
NH Stephanie	100,00%	Belgium	67
NH Brussels Airport	100,00%	Belgium	234
NH Brugge	100,00%	Belgium	149
NH Gent Belfort	100,00%	Belgium	174
NH Gent Sint Pieters	100,00%	Belgium	49
NH Mechelen	100,00%	Belgium	43
NH Conference Centre Koningshof	100,00%	Netherlands	509
NH Conference Centre Leeuwenhorst	100,00%	Netherlands	513
NH Schiphol Airport	100,00%	Netherlands	419
NH Amsterdam Centre	100,00%	Netherlands	230
NH Zoetermeer	100,00%	Netherlands	104
NH Conference Centre Sparrenhorst	100,00%	Netherlands	117
NH Barbizon Palace	100,00%	Netherlands	274
NH Best	100,00%	Netherlands	68
NH Capelle	100,00%	Netherlands	105
NH Geldrop	100,00%	Netherlands	131
NH Marquette	100,00%	Netherlands	65
NH Naarden	100,00%	Netherlands	128
NH Zandvoort	100,00%	Netherlands	213
NH Eurobuilding	100,00%	Spain	440
NH Almenara	97,02%	Spain	148
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	94,70%	Italy	200

Assets	% Total Stake	Location
<b>2. Other Real Estate Assets</b>		
NH Almenara Golf Course	97,02%	Spain
La Reserva Golf Course	97,02%	Spain
NH Sotogrande (Apartments)	97,02%	Spain
Ribera del Marlin	48,51%	Spain
Los Alcornocques	48,51%	Spain
Beach Club "El Cucurucho"	89,75%	Spain
Other Sotogrande RE Assets	97,02%	Spain
Santa Bárbara	19,40%	Spain
Cap Cana	24,26%	Dominican Rep.
Isla Poniente	34,44%	Mexico
Punta Blanca	17,22%	Mexico

### Valuation / Transaction Consulting / Real Estate Advisory / Fixed Asset Management

BARCELONA 08006  
 Vía Augusta,59-3Pl.Dch.315  
 Tel: + 34 93 481 30 51  
 Fax: + 34 93 301 73 46

BILBAO 48011  
 Máximo Aguirre, 18-bis, 6º  
 Tel: +34 94 439 57 42  
 Fax: +34 94 427 51 20

LISBOA 1050-012  
 António Augusto Aguiar, 21-3º  
 Tel: + 351 21 351 48 90  
 Fax: + 351 21 351 48 99

MADRID 28001  
 Príncipe de Vergara,9  
 Tel: + 34 91 436 05 00  
 Fax + 34 91 578 16 09

PORTO 4100 – 128  
 Av. Da Boavista, 1015 – 6º  
 Tel: + 351 22 609 88 81  
 Fax: + 351 22 609 88 83

We understand our opinion of value is to be attached to the offering memorandum prepared by the Client in connection with the Company's offering of Senior Secured Notes due 2019, which will be secured by mortgages over certain Assets property of NH Hoteles. NH Hoteles is the sole intended user of this report, and the use of the report is restricted to the purpose indicated herein. The Company may disclose a copy of the report to its financial, tax, and legal advisors. However, no third party shall have the right of reliance on this report, and neither receipt nor possession of the report by any third party shall create any express or implied third-party beneficiary rights. American Appraisal is not responsible for the unauthorized use of this report.

Based on the information and analysis summarized in this report, it is our opinion that, as of June 30, 2013, the market values of the Assets, property of NH Hoteles, are the following (expressed in thousands of euros):

Assets	100% Value	NH Stake
<b>1. Hotels</b>		
Hotels Belgium	141.074	141.074
Hotels Netherlands	443.653	443.653
Hotels Italy (NH Donnafugata Golf Resort & SPA)	17.122	16.215
Hotels Spain (NH Eurobuilding and NH Almenara)	84.254	83.968
<b>Total Hotels</b>	<b>686.103</b>	<b>684.909</b>
<b>2. Other Real Estate Assets</b>		
NH Almenara Golf Course	9.769	9.478
La Reserva Golf Course	13.818	13.406
NH Sotogrande (Apartments)	4.353	4.223
Ribera del Marlin	30.787	14.935
Los Alcorniques	8.104	3.931
Beach Club "El Cucurucho"	3.985	3.577
Other Sotogrande RE Assets	196.466	190.612
Santa Bárbara	2.785	540
Cap Cana	125.992	30.559
Isla Poniente	209.228	70.679 <sup>(1)</sup>
Punta Blanca	174.877	15.132 <sup>(1)</sup>
<b>Total Other Real Estate Assets</b>	<b>780.165</b>	<b>357.072</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>1.466.268</b>	<b>1.041.981</b>

<sup>(1)</sup> Isla Poniente, S.A. de C.V. and Fomento Inmobiliario del Caribe, S.A. de C.V. holds the 98,1% and 50,2% of Isla Poniente and Punta Blanca assets, respectively.

In addition to the analysis of the Assets' market value, we have been asked to calculate the net asset value of Sotogrande, S.A. ("Sotogrande"), a subsidiary of NH Hoteles, as of June 30, 2013. For the purpose of this report, Net Asset Value ("NAV") is defined as the Market Value of the property less all related liabilities as stated in the Balance Sheet of Sotogrande as of June 30, 2013.

Sotogrande holds a stake in the following Assets, which, as shown above, have been valued in this analysis:

Assets	Stake (%)	Location
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	97,61%	Italy
NH Almenara Hotel & Golf Course	100,00%	Spain
La Reserva Golf Course	100,00%	Spain
NH Sotogrande (Apartments)	100,00%	Spain
Ribera del Marlin	50,00%	Spain
Los Alcorniques	50,00%	Spain
Beach Club "El Cucurucho"	92,51%	Spain
Other Sotogrande RE Assets	100,00%	Spain
Cap Cana - Corp. Hot. Dominicana	25,00%	Dominican Rep.
Cap Cana - Corp. Hot. Oriental	25,00%	Dominican Rep.
Isla Poniente	35,50%	Mexico
Punta Blanca	17,75%	Mexico

O.T. 09376. Executive Summary

Our NAV calculation is based on the information provided by the Company and the market value of the Assets as calculated in our valuation analysis and presented in this report. We have not analyzed any other asset or liability apart from the assets mentioned above. We assumed without independent verification, and accept no responsibility for, the accuracy and completeness of all financial and other information the Company made available to us. Therefore, we have assumed that the book value of the rest of items recorded on Sotogrande's balance sheet as of the Valuation Date represents the market value of those items. In addition, no deferred tax adjustment has been considered in our calculations.

The following table shows a summary of our calculations (in thousands of euros):

<b>Assets</b>	<b>Book Value</b>	<b>Market Value</b>	<b>Step up/down</b>	<b>Stake (%)</b>	<b>NAV variation attributed to Sotogrande</b>
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	21.884	17.122	-4.762	97,61%	-4.648
NH Almenara Hotel & Golf Course	20.933	19.375	-1.559	100,00%	-1.559
La Reserva Golf Course	9.954	13.818	3.864	100,00%	3.864
NH Sotogrande (Apartments)	4.766	4.353	-413	100,00%	-413
Ribera del Marlin	43.403	30.787	-12.616	50,00%	-6.308
Los Alcornoques	7.999	8.104	105	50,00%	52
Beach Club "El Cucurucho"	3.016	3.985	969	92,51%	896
Other Sotogrande RE Assets	62.349	196.466	134.117	100,00%	134.117
Cap Cana - Corp. Hot. Dominicana	20.182	74.403	54.221	25,00%	13.555
Cap Cana - Corp. Hot. Oriental	18.833	51.589	32.756	25,00%	8.189
Isla Poniente	27.557	205.210	177.653	35,50%	63.067
Punta Blanca	61.770	87.868	26.099	17,75%	4.632
<b>Total</b>	<b>302.646</b>	<b>713.080</b>	<b>410.434</b>		<b>215.445</b>

As a result, Sotogrande's NAV attributed to the parent company as of June 30, 2013, is €304.0 million, as shown in the following table (in thousands of euros):

<b>Assets</b>	<b>NAV attributed to Sotogrande</b>
<b>Beginning book value (Consolidated Statutory Accounts)</b>	<b>88.561</b>
Adjustments:	
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	-4.648
NH Almenara Hotel & Golf Course	-1.559
La Reserva Golf Course	3.864
NH Sotogrande (Apartments)	-413
Ribera del Marlin	-6.308
Los Alcornoques	52
Beach Club "El Cucurucho"	896
Other Sotogrande RE Assets	134.117
Cap Cana - Corp. Hot. Dominicana	13.555
Cap Cana - Corp. Hot. Oriental	8.189
Isla Poniente	63.067
Punta Blanca	4.632
<b>Total adjustments</b>	<b>215.445</b>
<b>Ending book value attributed to Sotogrande</b>	<b>304.006</b>

A Summary of the Assets based on the collateral to be offered by the Company is as follows (in thousands of euros):

1. Hotels offered as collateral:

Hotels	NH Stake (%)	Rooms	NH Stake
NH Conference Centre Koningshof	100,00%	509	62.711
NH Conference Centre Leeuwenhorst	100,00%	513	72.251
NH Schiphol Airport	100,00%	419	50.787
NH Amsterdam Centre	100,00%	230	74.261
NH Zoetermeer	100,00%	104	10.058
NH Conference Centre Sparrenhorst	100,00%	117	12.385
NH Barbizon Palace	100,00%	274	92.792
NH Best	100,00%	68	4.662
NH Capelle	100,00%	105	13.252
NH Geldrop	100,00%	131	11.038
NH Marquette	100,00%	65	4.934
NH Naarden	100,00%	128	11.867
<b>Total Hotels in Netherlands</b>		<b>2.663</b>	<b>420.996</b>
NH Eurobuilding	100,00%	440	74.649
<b>Total Hotels in Spain</b>		<b>440</b>	<b>74.649</b>
<b>TOTAL</b>			<b>495.645</b>

2. Pledge of shares:

Hotels	NH Stake (%)	Rooms	NH Stake
NH Brussels City Centre	100,00%	246	29.702
NH Grand Place Arenberg	100,00%	155	20.490
NH Stephanie	100,00%	67	8.609
NH Brussels Airport	100,00%	234	33.265
NH Brugge	100,00%	149	13.666
NH Gent Belfort	100,00%	174	28.067
NH Gent Sint Pieters	100,00%	49	3.162
NH Mechelen	100,00%	43	4.115
<b>Total Hotels in Belgium (Diegem)</b>		<b>1.117</b>	<b>141.074</b>
NH Zandvoort	100,00%	213	22.656
<b>Total Hotels NH Zandvoort</b>		<b>213</b>	<b>22.656</b>
<b>TOTAL</b>			<b>163.731</b>

3. Sotogrande NAV:

According to information provided by the Company management, 89.3% of Sotogrande, S.A. will be offered as collateral. These represents €271,447 thousand over the €304,006 thousand attributed to Sotogrande, based on the NAV mentioned above.

We have not independently investigated or otherwise verified the historical data provided to us. We do not express an opinion or offer any form of assurance regarding the accuracy of data or its completeness. No audit, even limited, has been carried out. We have considered the information provided as reliable and accurate. We have assumed that the information provided to us is a fair representation of the Assets as of the Valuation Date. Therefore, American Appraisal will accept no responsibility for any error or omission in the report arising from incorrect information provided by Company or in respect of the failure of forecasts to be achieved.

O.T. 09376. Executive Summary

The financial forecasts used in the preparation of this report reflect Company management's judgment, based on present circumstances, as to the most likely set of conditions and the course of action it is most likely to take. It is usually the case that some events and circumstances do not occur as expected or are not anticipated. Therefore, actual results during the forecast period will almost always differ from the forecasts and such differences may be material.

We do not assume any responsibility in relation with the condition of the Assets valued or any claims or liens that may affect the results of this study. Our opinion of value is subject to the hypotheses described in this report, as well as the limiting conditions and general service conditions detailed in Exhibit C.

Respectfully submitted,

American Appraisal España, S.A.



Ernesto Ollero Borrero  
Managing Director - Financial Advisory

Investigation and report by:  
Ezequiel Botella (Project Technical Manager)  
Sandra Hernández  
Pilar Padilla

## Introduction

American Appraisal has performed an analysis to determine the market value of the Assets (property of NH Hoteles as described in the preceding section) as of June 30, 2013.

We understand our opinion of value is to be attached to the offering memorandum prepared in connection with the Company's offering of Senior Secured Notes due 2019, which will be secured by mortgages over certain Assets property of NH Hoteles.

### Market Value Definition

*Market value* is defined by the International Valuation Standards Committee ("IVSC") as "the estimated amount for which an asset should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion."

### Valuation Considerations

Our conclusion of the market value of an asset reflects its highest and best use. The highest and best use of an asset is the use that maximizes its productivity and is possible, legally permissible, and financially feasible. The highest and best use may be for continuation of the asset's existing use or for some alternative use. This is determined by the use that a market participant would have in mind for the asset when formulating the price that it would be willing to bid.

### Procedures

In conducting the valuation work, American Appraisal has performed the following procedures:

- ▶ Analysis of the information provided to us by the Company
- ▶ Conference calls with the Company's representatives to clarify issues about the data provided, as well as to understand the nature and operation of the Assets and their opinion of trends in the sector and market prospects
- ▶ Analysis of certain public information about the market
- ▶ Valuation analysis of the Assets utilizing the valuation method considered most appropriate for the purpose of our work
- ▶ Preparation of a narrative report outlining our conclusion of value and presenting the key assumptions, limitations, and considerations pertinent to our analysis
- ▶ Request for a Representation Letter from the Company stating that there are no contingencies, disputes, or any other hidden liabilities that could have affected the value of the Assets as of the Valuation Date, and that the financial projections provided to us constitute the Company's best estimates as of that date

## Approaches to Value

In developing our opinion of value, we considered three approaches to value: market, cost, and income, described as follows:

### ▶ Market Approach

The market approach considers actual arm's-length transactions for which the market value of investments alternative to the subject company or asset ("Invested Capital") can be observed. The value of a company, an ownership interest in the company, or an asset can be estimated by developing relevant multiples for the comparative companies or assets that relate value to underlying revenue, earnings, or cash flow variables, and then applying these multiples to the comparable underlying revenue, earnings, or cash flow variable for the subject company or asset. The value multiples can be derived from guideline publicly traded company transactions or guideline transactions of private companies or assets.

### ▶ Cost (Asset-Based) Approach

The cost (asset-based) approach indicates value based on the amount that currently would be required to replace the service capacity of an asset (often referred to as current replacement cost). In establishing the value of an asset, a market participant (seller) would consider the cost to a market participant (buyer) to acquire or construct a substitute asset of comparable utility, adjusted for deterioration and obsolescence.

### ▶ Income Approach

The income approach provides an estimate of the present value of the monetary benefits expected to flow to the owners of the business or asset. It requires projection of the cash flows that the business or asset is expected to generate. These cash flows are then converted to their present value by means of discounting, using a rate of return that accounts for the time value of money and the appropriate degree of risk in the investment. The value of the business or asset is the sum of the discounted cash flows.

The appropriateness of the valuation approaches varies with the type of business or asset being valued. When valuing a business or asset with continuing operations, the income and market approaches are generally the most appropriate because the value should reflect an ability to generate earnings through operation of the assets.

In the valuation of the hotels and golf courses, our analyses were based on the income approach, using the discounted free cash flow ("DCF") method. Therefore, the value of the business or asset is set as the present value of free cash flows discounted at a discount rate that reflects both the market return requirements, as well as the specific risk of investment and the capital structure. This method analyzes the business or asset from a dynamic point of view with the capacity to generate future cash flows. This is the generally accepted approach for the valuation of businesses or assets on a going concern basis.

The other real estate assets were valued using the market, income, and cost approaches. Specifically, we applied the sales comparison method (market approach); the development method (market and income approaches), used to estimate the value of land development projects (early-stage projects); and the cost approach, used for those assets with specific use and singular construction, for which finding reliable comparables is difficult.

## Sources of Information

The primary written documents and records used in our study were as follows:

### 1. Hotels

- ▶ Interim profit and loss account (P&L) as of June 30, 2013, for each subject hotel, provided by the Company
- ▶ Historical financial information of the Assets (P&L) for the period 2005-2012, provided by the Company
- ▶ Prospective financial information (“PFI”) for the subject hotels for the period 2013-2017, provided by the Company
- ▶ Industry reports published by third parties

### 2. Other Real Estate Assets

- ▶ Prevailing real estate market conditions, obtained by consulting specialized brokers
- ▶ Construction costs, consulted in industry publications

The historical financial data and other records and documents pertaining to NH Hoteles have been accepted without verification as a proper representation of the Company’s operations and conditions.

An analysis of published information concerning the economy and the industry were used to understand the context in which the Assets are operating and to assess their ability to generate future investment returns. Research sources are named where referenced in the following sections of this report.

The valuation is based on the PFI that the Company prepared as of the Valuation Date. The PFI was compared with historical performance such as growth and margins, the performance of the guideline companies, and the outlook for the industry, and also was discussed with the Company management. The PFI reflects management’s best estimate of the future performance of the Assets. Based on all of the above, it was determined that the PFI was appropriate for use in this analysis.

## Assets Description

*The following description is based on information provided by the Company.*

### Hotels

#### **NH Brussels City Centre (Belgium)**

The NH Brussels City Centre is located next to Avenue Louise in the heart of Brussels, Belgium. The hotel has been recently refurbished and is a convenient location for both business and leisure travelers. From there, guests can take pleasure in visiting attractions such as the historical Palais de Justice, the European Commission, La Grand-Place, or the Parc de Bruxelles (Warandepark) and Royal Palace.

The hotel offers 246 rooms, including nine suites and two meeting rooms with capacity for 30 and 100 guests, respectively. The NH Brussels City Centre also provides, 24-hour fitness centre and a bar-brasserie with Belgian and international cuisine.



#### **NH Grand Place Arenberg (Belgium)**

NH Grand Place Arenberg is located in the historical and commercial center of Brussels, close to La Grand-Place and the Brussels Central Station. The Parc de Bruxelles, with the Royal Palace and the René Magritte Museum (named for Belgium's master surrealist painter) are just 10 minutes away from the hotel.

The hotel has 155 rooms, including six suites and three meeting rooms with 100-person capacity, which can be used for business meetings, conventions, conferences, and other events.



O.T. 09376. Assets Description

### ***NH Stephanie (Belgium)***

NH Stephanie is located at the Avenue Louise, close to Place Louise, the Royal Palace, and Parc de Bruxelles in downtown Brussels. The hotel is on a partially pedestrianized street surrounded by restaurants, bars, boutiques, and coffee shops.

The hotel offers 55 standard rooms and 12 superior rooms, as well as business facilities and a meeting room. The hotel also offers parking, a restaurant, and a bar.



### ***NH Brussels Airport (Belgium)***

The NH Brussels Airport hotel is located in the heart of the Brussels business district, close to Brussels National Airport and the city center. Diegem Railway Station is 500 meters away and offers direct access to the city center.

The hotel offers 234 standard twin rooms and seven meeting rooms with capacity up to 70 people. It also offers a car park, gym, sauna, Jacuzzi pool, sports hall, and a sun terrace.



**NH Brugge (Belgium)**

The NH Brugge hotel is located in the city centre of Brugge (that is, Bruges), Belgium, close to tourist attractions such as the Diamond Museum Brugge, Chocolate Museum, and Friet Museum. It provides all the accommodations of a contemporary facility within the antiquated charm of a 17th century monastery. The hotel is located 25 minutes from Ostend Airport.

The hotel offers 149 rooms, including two suites; the restaurant “Ter Boeverie,” serving traditional Belgian cuisine; and the bar “Jan Breydel.” Additionally, it provides eight multifunctional meeting rooms.



**NH Gent Belfort (Belgium)**

The NH Gent Belfort hotel is located in the centre of Ghent, Belgium, close to Saint Bavo’s Cathedral and the Town Hall. Its guests can visit the nearby Belfry Tower, St. Baaf’s Square, and Gravensteen Castle.

The hotel has 174 rooms, a fitness center, a sauna, a garden terrace, a bar, and restaurants. It also provides 10 multifunctional conference rooms for business purposes, accommodating up to 400 people.



O.T. 09376. Assets Description

***NH Gent Sint Pieters (Belgium)***

NH Gent Sint Pieters is situated in downtown Ghent, opposite the Town Hall and alongside Saint Bavo's Cathedral. It is a charming residential area of Ghent close to the railway station and the city centre.



The hotel offers 49 rooms. There are three types of guest rooms: standard, superior, and suites.

***NH Mechelen (Belgium)***

The NH Mechelen Hotel is located in Mechelen, Belgium, in the historical district and close to Lamot Congress, Brusselpoort, and St. Rumbold's Cathedral. Two major business centers, as well as highways to Brussels and Antwerp, can be reached in a few minutes by car.

The hotel offers 43 rooms and a 12-person-capacity meeting room.



***NH Conference Centre Koningshof (Netherlands)***

NH Conference Centre Koningshof is located in Veldhoven in the Netherlands. Area attractions include National Swimming Centre Tongelreep, Indoor Sports Centre Eindhoven, and Evoluon. Genderstein Golf Club is just a five-minute walk away.

The hotel offers 509 rooms, including 80 function rooms. It also provides visitors with a swimming pool, a sports hall, squash courts, a solarium, saunas, and a fitness room.



***NH Conference Centre Leeuwenhorst (Netherlands)***

The NH Conference Centre Leeuwenhorst hotel in Noordwijkerhout, Netherlands, is located near the beach in the Amsterdam's flower bulb region, next to tourist attractions such as Keukenhof Gardens, Katwijk Aan Zee Beach, the National Museum of Ethnology, and Molenmuseum de Valk.

The hotel provides 513 guest rooms and 120 meeting rooms, with capacity up to 1,500 people. The hotel also provides an indoor swimming pool and whirlpool, a fitness center, tennis courts, two bars, and three restaurants.



***NH Schiphol Airport (Netherlands)***

The NH Schiphol Airport hotel in Amsterdam, Netherlands, is situated 10 minutes away from the Amsterdam Schiphol Airport and 20 minutes from downtown Amsterdam. It is a suitable place for stop-over and business travelers, with 24-hour free shuttle service to the airport.

The hotel offers 419 modern rooms, including several suites, as well as 15 fully equipped multifunctional conferences rooms. The Hotel also offers an indoor swimming pool, squash courts, an outdoor tennis court, a fitness center, a sauna, a solarium, and a whirlpool.



***NH Amsterdam Centre (Netherlands)***

The NH Amsterdam Centre hotel is centrally located in the heart of Amsterdam, close to the museum and fashion district, a few meters away from the Leidseplein and a five-minute walk from theaters, museums, nightclubs, luxury shops, and restaurants.

The hotel offers 232 rooms, including two suites; a wellness center and fitness center; two meeting rooms with a capacity of 200 people; and two restaurants.



***NH Zoetermeer (Netherlands)***

The NH Zoetermeer hotel is situated in Zoetermeer, Netherlands. The Hague, Rotterdam, Leiden, and Gouda are within 15 minutes from the hotel by car. The city of Zoetermeer also offers attractions such as the Snowworld indoor ski slopes and the Madurodam miniature city.

The hotel provides a total 104 renovated standard and superior rooms and 15 multipurpose conferences rooms with a maximum capacity of 250 people in a theater formation and 600 for receptions. It also offers fitness center, a bar, and a restaurant.



***NH Conference Center Sparrenhorst (Netherlands)***

The NH Conference Center Sparrenhorst hotel in Nunspeet, Netherlands, is situated between the woods of the Veluwe forest and Lake Veluwe, near the city of Nunspeet.



The hotel offers 117 rooms, 19 meeting rooms, seven conference rooms, and a theater with a 220-person capacity. The hotel provides a wellness center with indoor pool, sauna, fitness area, and solarium. It also has two restaurants and two bars, as well as parking for 250 cars.

***NH Barbizon Palace (Netherlands)***

The NH Barbizon Palace hotel is situated opposite the Amsterdam central station in the heart of the old city, easily accessible to famous attractions. The hotel is located near Dam Square, the Red Light District, and Chinatown.



The hotel provides 274 rooms, including a fitness room and sauna with wellness area as well as a private boat dock. It also has the Hudson Terrace & Restaurant, which offers all-day dining and cocktails. The hotel's conference rooms are located in a 15th century chapel.

***NH Best (Netherlands)***

The NH Best hotel is situated 6 kilometers from Eindhoven Airport in Best and close to an international standard golf course as well as tennis courts and a bowling center. The NH Best hotel offers 68 guest rooms and 10 conference rooms with capacity for 200 people. It also offers an indoor pool, sauna, and solarium. The hotel is focused mainly on business travelers.



### ***NH Capelle (Netherlands)***

The NH Capelle hotel is 5 kilometers from the Capelle a/d IJssel city centre, with fast access to the A20 highway. The Rotterdam Airport and cities such as Rotterdam, Utrecht, The Hague, Gouda, and Delft are all within a 30-minute drive. Visitors can walk directly from the hotel to Alexandrium, one of the biggest shopping centers in Benelux.



The NH Capelle hotel offers 105 rooms, eight fully equipped multipurpose meeting rooms, and three executive boardrooms. Meeting rooms can be configured for a variety of events to accommodate up to 250 people. The hotel also provides a restaurant, terrace, and bar, as well as free parking for 150 cars.

### ***NH Geldrop (Netherlands)***

The NH Geldrop hotel is located next to the Strabrechtse Heide, a 1,500-hectare natural area, 10 minutes from the city of Eindhoven, Netherlands. It has easy access to main roads and public transportation. Its area attractions include the Indoor Sports Centre Eindhoven, National Swimming Centre Tongelreep, DAF Museum, and Van Abbemuseum and Frits Philips Music Center.



The NH Geldrop hotel has 131 rooms. In addition, it has an indoor pool, a sauna, a steam bath, a whirlpool, a solarium, and an outdoor patio, as well as a fully equipped gym and tennis and squash courts. It also provides visitors with 27 multipurpose rooms to accommodate up to 350 people for business and private events.

O.T. 09376. Assets Description

***NH Marquette (Netherlands)***

NH Marquette, located in Heemskerk, Netherlands, is a quiet hotel in a 13th century building. It is located between the village of Heemskerk and the dunes, 25 minutes from Amsterdam, Haarlem, and Alkmaar.



The hotel offers 65 rooms, including one suite. It also offers 11 meeting rooms with capacity up to 250 people. The hotel also has recreational facilities such as tennis courts and a garden.

***NH Naarden (Netherlands)***

NH Naarden is located in the heart of Het Gooi in the Netherlands, near the port, Lake Gooi, and a golf course. It is close to the A1 highway with direct access to Amsterdam, Amersfoort, and Utrecht.



The hotel offers 128 rooms and 18 conference rooms for meetings, receptions, and private dinners. The hotel also provides a traditional Dutch restaurant and a small fitness center with sauna, as well as parking (180 cars) next to the hotel.

***NH Zandvoort (Netherlands)***

NH Zandvoort is located in Zandvoort, Netherlands. The property lies between the dunes and North Sea beachfront at Zandvoort Boulevard. Amsterdam, Schiphol Airport, and the Keukenhof tulip gardens can be reached in less than 30 minutes.

NH Zandvoort offers 213 rooms and 21 meeting rooms. The hotel also has two restaurants, a beach bar, and a sauna-spa facility.



***NH Eurobuilding (Spain)***

The NH Eurobuilding hotel is located in the heart of Madrid, Spain, close to the city’s most emblematic buildings (Picasso Tower, Kio Towers, Azca Center) and the Real Madrid Stadium.

The hotel offers 440 rooms including one suite and three junior suites, as well as 32 fully equipped conference rooms that can accommodate groups from 12 to 1,000 guests. The hotel also has a spa, a fitness center, paddle courts, an indoor swimming pool, a bar, and a restaurant.



### ***NH Almenara (Spain)***

The NH Almenara Hotel is located in the southern Spanish resort of Sotogrande (30 minutes from Marbella) and can be easily accessed from the airports of Malaga, Jerez de la Frontera, and Gibraltar.

The NH Almenara offers 148 rooms, a spa, fitness center with hydrotherapy pool and soothing cabins. It also has three restaurants. In addition, it is surrounding by the 27-hole Almenara golf course.



### ***NH Donnafugata Golf Resort & Spa (Italy)***

NH Donnafugata Golf Resort & Spa, located in Ragusa (Sicily), Italy, can be easily accessed from the airport of Comiso and offers easy access to the city's must-see destinations. The resort is located between the beach and natural and historic conservation areas. Some of its neighboring cities are Modica, Ibla, Noto, and Scicli, all of which are part of the UNESCO world heritage program.

The hotel offers 202 rooms, three restaurants, two bars, a private beach, an outdoor pool, a golf course, and a spa. It also provides eight meeting rooms that can accommodate groups up to 350 people.

## **Other Real Estate Assets**

### ***La Reserva Golf Club (Spain)***

La Reserva Golf Club in Sotogrande, Spain, is a 18-hole course designed by Cabell Robinson, with views of the mountains and sea. Its 18 holes cover 72 hectares; additionally, there is a practice area. It offers five multifunctional rooms with English bar, two dining rooms, a bar, a fitness center, a meeting room, and two terraces.



### ***Almenara Golf Course (Spain)***

The Almenara Golf Course is located in the southern Spanish resort of Sotogrande, at the NH Almenara hotel. The course, designed by Dave Thomas, consists of 27 holes offering three different 18-hole combinations.



### ***NH Sotogrande - Apartments (Spain)***

The NH Sotogrande Hotel is in San Roque, in the heart of Sotogrande, along Costa del Sol in Andalusia, Spain. It is close to the La Canada and Valderrama golf courses. Also close to the hotel are La Duquesa Castle and Punta de Chullera Beach.

The hotel has 106 rooms, as well as a restaurant, a bar, outdoor swimming pools, two conference rooms, and a poolside bar during the summer. This hotel is currently involved in a transformation process to a residential alternative use.



### **Sotogrande Tourist and Residential Complex (Spain)**

The Sotogrande residential complex is located in the city of San Roque, Spain, between the A-7 highway and the Guadiaro urbanized area. The total land area is around 1,800 hectares. Development began in the early 1960s. The complex is noted for its careful planning, high-level infrastructure, and low building and population density.

Regarding urban development, Sotogrande and its surroundings are characterized by being composed of many independent villas and townhouses, and some apartment blocks of the “Mediterranean village” style.

In Sotogrande and the surrounding area, there are some of the best golf courses in Europe, such as NH Almenara Golf, La Reserva, Valderrama, Real Club de Golf Sotogrande, and La Cañada. The sport and leisure offerings of the complex are enhanced by the marina and horse riding club. A map of the complex is shown below:



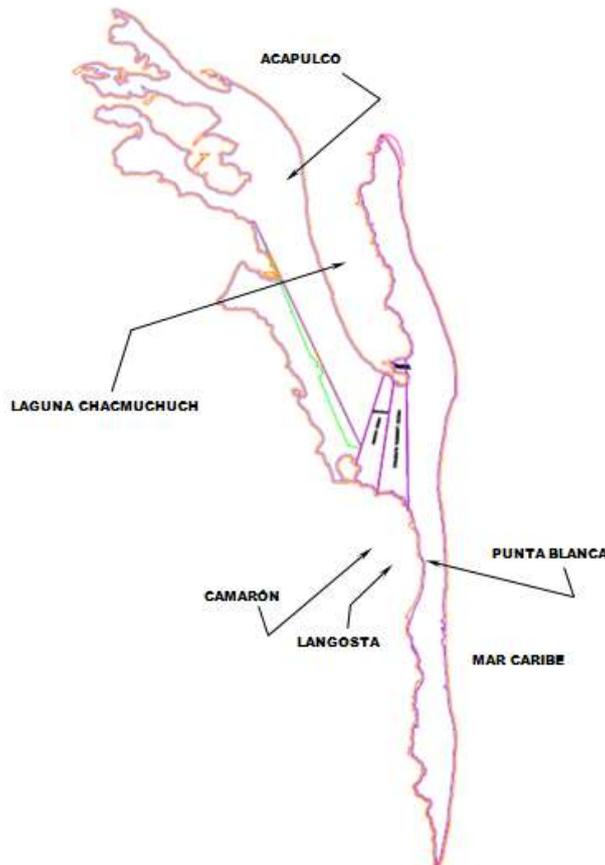
### **Punta Blanca – Isla Poniente (México)**

The Punta Blanca property consists of a group of land plots (four parts known as Acapulco, Camarón, Langosta, and Punta Blanca), located in the north of the continental area of Isla Mujeres city, in Quintana Roo State, Mexico. The property is located 20 kilometers away from Cancun and 35 kilometers from Cancun International Airport. It has good access from Cancun, although the road is only partially paved. The subject land is surrounded by the Caribbean Sea to the east and the Chacmuhuch lagoon to the west.

The subject land plots are called Isla Poniente and Isla Punta Blanca, and currently are vacant and with no improvements. They are classified in the zoning regulations as land with MC (Mixed Commercial) use, including integral developments or tourist uses.

The main zoning regulations are the following:

- Total land area: 5,399,803 square meters
- Occupancy rate: 40%
- Maximum residential occupancy: 539.98 hectares × 23 rooms/hectare = 12,420 rooms
- Gross built area per room: 174 square meters



### ***Sotogrande Complex in Cap Cana (Dominican Republic)***

The Sotogrande Complex asset is a tourist development property and undeveloped land in Cap Cana, located in the Cap Cana tourist development, in the Eastern Region of the Dominican Republic. It has a total shoreline of 500 meters along the Juanillo beach.

The real estate development will have a built gross area of approximately 136,000 square meters and four construction phases.

Its first construction phase began in October 2008. The resort currently has 122 units in different layouts, ranging from studios to apartments with 92 to 333 square meters, with a total land area of 47,505 square meters. As of the Valuation Date, 57 apartments have been sold.

### ***Santa Bárbara (Spain)***

Sotogrande has a 20% participation in Santa Bárbara development project in Castellón, Spain. It is currently intended that this partnership will act as an urban planner in the development of a real estate project that will occupy an area of 3,588,980 square meters and will include the largest inland marina for sports use in the Spanish Mediterranean, with 2,691 berths between 10 and 35 meters in length, an 18-hole golf course, one hotel, a shopping area, and 3,200 parking spaces for public use. Also, around the different islands, shores, and golf courses, the construction of 5,289 high-quality houses in multifamily buildings is planned, which will provide residence to around 18,500 inhabitants.

The Integrated Action Plan is currently in progress. Sotogrande is the company responsible for exploiting the leisure assets and tourism services, which consist of a marina, a beach club, and hotel services. The project is in an early stage phase of development.

## Economic and Industry Overview

### Economic Overview

Source: The Economist Intelligence Unit ("EIU")

#### **Belgium**

The economic forecast for Belgium includes the following points. A six-party coalition government headed by Elio Di Rupo was finally formed in December 2011. Tension between the two linguistic communities will persist and will have an impact on political stability. The coalition's programme of deficit-reduction measures will not be sufficient to eliminate the budget deficit in the forecast period, and government debt will rise above 100% of gross domestic product ("GDP") in 2013. Real GDP declined by 0.3% in 2012 and the EIU forecasts a contraction in 2013.

According to EIU forecasts the economy will return to average growth of 1.2% per year in 2014-2017. Inflation averaged 2.6% in 2012 and is forecast to decrease in 2013,. According EIU forecasts inflation will reach 2.4% on average for the period 2014-2017. According to an estimation made by the National Bank of Belgium, GDP grew by 0.1% in the second quarter of 2013.

#### **Netherlands**

In the Netherlands, fiscal consolidation will remain the first priority and will continue to test government effectiveness. According to EIU forecasts it is expected that the budget deficit will decrease from 4% of GDP in 2012 to 2.6% by 2017. The economy will contract again in 2013, by 1.3%, before a slow recovery to growth of 0.3% in 2014 and 1.4% on average in 2015-2017. The EIU expects inflation to remain high at 2.8% in 2013, before moderating to 2.1% on average in 2014-2017. The current-account surplus should remain high, at around 10% of GDP during 2013-2017.

The economy remained in recession in the second quarter of 2013, with real GDP falling by 0.2% quarter on quarter and 2% year on year. The real GDP is expected to contract by 1.3% in 2013 and grow by 0.3% in 2014.

#### **Spain**

The economy of Spain is predicted to remain weak, as the recession persists during 2013 and 2014. The debt/GDP ratio will rise significantly, mainly due to bank bail-out costs. Spain has been forced to access emergency financial support from its eurozone partners for its banking sector. It is expected that the government will avoid applying for sovereign bail-out from the eurozone at least during 2013, although a strong risk remains that market sentiment could deteriorate amid weak economic data or unexpected political developments.

Spain registered a current-account surplus of €2.4 billion in May, due to persistent growth in net exports. Annual inflation stood at 2% in July, above the provisional eurozone average of 1.6%. However, inflation at constant taxes stood at -0.2%.

## ***Italy***

For Italy, the EIU forecast is that the new government led by Enrico Letta is inherently fragile. The economic reforms carried out in 2012 by Mario Monti improved the public finances, but the new government is expected to avoid further major economic reforms for fear of divisions emerging between the coalition parties. The fiscal deficit is expected to increase from 3% in 2012 to 3.5% of GDP in 2013-2014. Public finances will remain vulnerable to shifts in investor sentiment. Public debt is set to peak at 136% of GDP in 2014 and may require indirect support from external actors, especially from the European Central Bank. Real GDP declined by 2.4% in 2012. The forecast predicts a contraction of 1.8% in 2013 before the economy returns to moderate growth of 0.2% in 2014, followed by growth of about 1% a year in 2015-2017.

## ***Mexico***

In Mexico, President Enrique Peña Nieto will continue pushing structural reform and aim to reduce violence and create more jobs. GDP growth will decelerate to 2.7% in 2013 due to a decrease in domestic demand, before increasing to an average of 3.9% for the period 2014-2017. Policymakers will continue to run a fiscal deficit, averaging 1% of GDP in 2013-2017. A fiscal reform will be necessary, given the need for additional public spending to finance the government's policy proposals. Inflation will remain below the 4% target set by Banco de México. According EIU forecasts the current-account deficit will average 1.6% of GDP in 2013-2017 as import demand grows. The expected opening up of the energy and telecommunications sectors will increase foreign direct investment.

## ***Dominican Republic***

In the Dominican Republic, President Danilo Medina's priority in the short term will be to improve public finances. The EIU forecasts that the fiscal deficit will be reduced to 3% of GDP in 2013 and to 2.3% in 2014. According EIU forecasts, after slowing to 3.9% in 2012, GDP growth will ease further to 2.5% in 2013, as a consequence of fiscal adjustments and external conditions, and it will reach 3.5% in 2014. Year-end inflation in 2013 is expected to be 4.1%.

## Industry Conditions

### Hotel Industry Overview

#### *Europe*

Sources: STR Global, The Economist

Average hotel occupancy rates for Europe in 2012 showed a small decrease, particularly in Southern European destinations. Hotels have been able to increase their rates but earnings remained low, mainly by cost increases. Despite the problems in the global and European economy, the hotel industry has been stable in most European cities.

Greater competition is expected in the hotel industry in 2013 and, together with economic challenges, this will negatively impact the sector. Revenue available per room (“RevPAR”) is expected to have slow growth in 2013.

Many of the economic fundamentals of the eurozone remain weak; in particular, high levels of government debt and deficits continue threatening stability. At the same time, fiscal planned consolidation measures are proving difficult to implement due to social conflicts, particularly in Southern Europe.

In 2013, no growth in tourism is expected in Europe due to low economic growth and low consumer confidence across Europe. The hotel industry will be more competitive and intense, and hotels will focus on satisfying customers.

The key performance indicators (“KPIs”) for this industry are occupancy, average daily rate (“ADR”), and RevPAR. In 2013, KPIs are expected to grow less than in 2012 across the biggest European cities.

Although the financial crisis is making it harder to obtain financing for new hotel projects, 350 new hotels opened in 2012 and 280 more, with 45,000 rooms, are expected to open in Europe in 2013, mainly within the luxury category.

**Hotel Industry - Europe: Occupancy, ADR, and RevPAR Expectations for 2013**

	Occupancy	% growth Occup.	ADR (€)	% growth ADR	RevPar	% growth RevPar
Saint Petersburg	58.1%	2.0%	94.8	5.1%	55.1	7.3%
Moscow	67.6%	0.1%	153.1	5.2%	103.5	5.2%
Paris	79.1%	0.4%	267.1	4.6%	211.2	5.0%
Frankfurt	69.5%	1.2%	121.1	2.3%	84.1	3.5%
Berlin	73.5%	1.1%	90.3	2.0%	66.4	3.2%
Dublin	75.1%	1.2%	90.4	1.9%	67.9	3.1%
Edinburgh	77.2%	0.3%	100.5	2.1%	77.6	2.5%
Prague	69.5%	0.5%	73.6	1.7%	51.2	2.2%
Barcelona	75.7%	2.7%	115.4	-1.3%	87.3	1.4%
Milan	61.4%	0.1%	131.0	1.1%	80.5	1.2%
Lisbon	63.5%	0.2%	84.2	0.6%	53.4	0.8%
Vienna	70.4%	-1.4%	98.2	1.8%	69.2	0.4%
Geneva	63.7%	-1.6%	253.9	1.3%	161.8	-0.3%
Rome	65.2%	-2.1%	146.6	1.0%	95.5	-1.1%
Brussels	68.5%	1.6%	104.8	-2.7%	71.8	-1.2%
Zurich	70.9%	0.4%	185.4	-1.6%	131.5	-1.3%
Amsterdam	74.9%	0.4%	120.7	-3.6%	90.4	-3.2%
Madrid	64.7%	-0.2%	80.3	-5.6%	52.0	-5.8%
London	77.1%	-3.9%	174.1	-4.2%	134.2	-7.9%

Source: STR Global 2012

**Belgium**

Source: STR Global

In Belgium, the hotel industry saw modest but positive changes in RevPAR across all significant markets during the first half of 2011. Despite the ongoing recession, Brussels is relatively insulated from the economic situation. The table below shows the KPI's (including historical hotel performance and the latest forecasts) for the hotel industry in Brussels:

Brussels	% Occupancy	% growth occup.	ADR (€)	% growth ADR	RevPar	% growth RevPar
2010	67.0%		105.57		70.69	
2011	67.2%	0.3%	109.45	3.7%	73.57	4.1%
2012F	67.4%	0.3%	107.74	-1.6%	72.61	-1.3%
2013F	68.5%	1.6%	104.81	-2.7%	71.11	-2.1%

Source: STR Global 2012

Despite the increase in occupancy, ADR and RevPAR are expected to decrease in 2013.

**Netherlands**

Source: STR Global

The main KPIs for the hotel industry in Amsterdam are the following:

Amsterdam	% Occupancy	% growth occup.	ADR (€)	% growth ADR	RevPar	% growth RevPar
2010	74.2%		117.60		87.26	
2011	74.9%	0.9%	126.24	7.3%	94.57	8.4%
2012F	74.6%	-0.4%	125.23	-0.8%	93.36	-1.3%
2013F	74.9%	0.4%	120.73	-3.6%	90.38	-3.2%

Source: STR Global 2012

- ▶ It is expected that in 2013 occupancy levels will recover slightly from 2012 levels.

- ▶ ADR is expected to decrease by 3.6%, and RevPAR, by 3.2%. RevPAR will decrease to €90.38 in 2013, below the average of the last 10 years.

## Spain

Source: STR Global

The main KPIs for Madrid's hotel industry are the following:

Madrid	% Occupancy	% growth occup.	ADR (€)	% growth ADR	RevPar	% growth RevPar
2010	63.9%		88.27		56.45	
2011	66.3%	3.8%	87.97	-0.3%	58.37	3.4%
2012F	64.9%	-2.1%	85.04	-3.3%	55.18	-5.5%
2013F	64.7%	-0.3%	80.27	-5.6%	51.96	-5.8%

Source: STR Global 2012

The hotel industry has been declining since 2012, and it is expected to continue this trend in 2013. A decrease in ADR and occupancy is expected in 2013, but recovery is expected in the long term.

## Italy

Source: STR Global

In Italy, ADR and occupancy are dropping after two years of rising performance. RevPAR decreased 4.5% in 2012, but ADR continues at a very high level (€100.2).

The best performing markets across Italy are Taormina and Messina in Sicily. They reported double-digit RevPAR growth (18.4%) in 2012. This RevPAR growth was led by increased ADR (€144.24) and occupancy growth of 6.8%. The top four markets, in terms of RevPAR achieved, were Venice (€176), Rome, Florence, and Milan (€82). In fifth place, far away from the top four, was Taormina and Messina (€64).

## Real Estate Industry Overview

### Spain

Source: Servimedia, Ministry of Public Works, The Economist, INE

The current situation in the Spanish property market is critical. After a decade of excess, in which the absorption of the stock market was significantly higher than the annual short-term needs, a real estate bubble was created, with unsustainable price increases. Beginning in the summer of 2007, the market plunged into a deep depression, and today, five years later, there is no clear picture of when and how the sector will recover.

The private housing transaction market in Spain amounted to €6,632.8 million in the first quarter of the current year, representing a decrease of 29.8% compared to the same period in 2012. According to the Ministry of Public Works, this is the lowest level for a quarter since these statistics began to be recorded.

### Mexico

Source: BBVA Research

In Mexico's housing market, both the expansion of credit products and the decline in activity by the housing institutions has had an impact on the lower placement of mortgage loans. However, this has been offset by a strong increase of banks' activity. It is expected that the market will continue to offer a significant potential growth.

In terms of housing supply, although there is still a lag, there are some signs both in the acquisition of houses and in their construction, and even in their financing, that suggest a change in trends in 2014.

### Dominican Republic

Multiple sources

The Dominican Republic's economy recently has been doing very well, and the government has begun promoting the country's tourism for the first time ever - two factors which are expected to maximize the potential of the country. Property owners do not pay any real estate tax in the country, and land ownership restrictions recently have been eliminated, making it easy for foreign nationals to buy and sell Dominican Republic real estate assets.

Although the capital city of Santo Domingo tends to have a few glitches with its electricity, water, and garbage-removal processes, the north coast settlements are not being affected by such problems. The government recently has been investing to improve the country's infrastructure and are slowly succeeding in eliminating all of the issues that could cause unpleasantness in an investor's or tourist's mind.

# Hotels Valuation

## Main Operational and Financial Drivers

The information provided by Company management regarding the historical performance and financial condition of the Assets was used without further verification.

The following tables show historical and prospective main operational and financial drivers of each hotel.

### Operational Drivers Performance (ADR and Occupancy)

The tables below show historical and projected ADR and occupancy:

ADR (€)	Historical						Projected				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013 S1	2013 S2	2014	2015	2016	2017
NH Brussels City Centre	77,9	75,3	70,9	85,6	77,7	81,4	71,9	79,0	81,5	84,0	86,5
NH Grand Place Arenberg	95,1	88,9	87,1	93,2	84,5	90,1	80,3	87,7	90,4	93,2	96,0
NH Stephanie	85,0	81,0	79,6	93,1	91,5	95,8	83,2	90,8	92,6	94,5	96,4
NH Brussels Airport	125,9	109,5	101,2	111,1	100,9	109,3	99,7	108,5	112,4	116,3	120,3
NH Brugge	101,6	95,9	90,8	90,1	84,3	79,6	80,8	84,3	88,4	92,5	96,5
NH Gent Belfort	112,8	97,9	96,9	105,4	104,3	98,3	97,7	102,0	106,0	109,9	113,9
NH Gent Sint Pieters	78,2	73,4	76,0	79,6	73,3	71,3	72,2	73,9	76,1	78,3	80,4
NH Mechelen	75,4	76,6	78,7	79,1	78,8	86,6	80,8	85,5	87,3	89,0	90,8
NH Conference Centre Koningshof	67,5	64,3	64,0	63,1	58,1	57,3	57,8	60,2	62,8	65,5	68,1
NH Conference Centre Leeuwenhors	57,9	55,0	54,0	58,8	58,9	61,6	52,2	58,3	59,9	61,5	63,1
NH Schiphol Airport	91,5	70,7	69,8	75,6	73,4	69,0	70,9	73,3	76,8	80,2	83,6
NH Amsterdam Centre	146,9	111,6	113,5	125,9	120,0	118,8	120,0	125,8	132,2	138,6	145,0
NH Zoetermeer	74,6	75,8	63,8	68,5	55,3	57,8	52,8	59,6	64,0	68,3	72,7
NH Conference Centre Sparrenhorst	0,0	72,3	66,1	62,9	58,8	58,8	55,3	61,7	66,4	71,1	75,8
NH Barbizon Palace	158,0	124,3	133,3	144,4	128,1	129,2	138,7	140,5	146,9	153,2	159,6
NH Best	82,1	75,7	71,0	72,3	69,1	65,5	58,1	65,8	69,7	73,6	77,6
NH Capelle	92,5	85,6	79,6	79,1	73,7	73,0	66,5	74,3	78,7	83,1	87,5
NH Geldrop	65,3	54,6	54,2	55,6	53,0	50,6	49,0	53,7	57,6	61,5	65,3
NH Marquette	62,5	56,7	55,5	59,1	53,3	52,1	53,4	55,9	59,0	62,1	65,2
NH Naarden	84,9	74,5	64,6	65,9	59,7	59,4	62,6	63,9	66,7	69,5	72,4
NH Zandvoort	74,2	73,0	63,2	65,6	64,9	60,2	76,0	70,0	71,6	73,3	74,9
NH Eurobuilding	124,8	102,4	93,7	95,2	91,0	89,6	91,7	94,7	138,0	143,5	147,8
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	-	-	-	120,0	126,7	104,5	124,9	137,0	153,0	172,0	204,0
NH Almenara	126,5	113,2	101,6	93,4	80,0	62,5	59,6	71,2	81,3	91,4	101,5

Occupancy (%)	Historical						Projected				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013 S1	2013 S2	2014	2015	2016	2017
NH Brussels City Centre	77,9%	69,6%	75,7%	74,7%	75,6%	71,5%	77,6%	75,2%	75,8%	76,4%	77,0%
NH Grand Place Arenberg	78,6%	72,0%	72,5%	72,0%	75,7%	70,3%	81,1%	76,0%	76,4%	76,7%	77,0%
NH Stephanie	79,7%	73,1%	81,1%	77,9%	75,1%	66,9%	81,9%	75,8%	77,2%	78,6%	80,0%
NH Brussels Airport	53,1%	41,9%	52,1%	55,6%	58,1%	58,8%	57,2%	58,1%	58,2%	58,4%	58,5%
NH Brugge	71,9%	64,5%	70,4%	67,2%	70,0%	70,2%	79,0%	74,7%	74,8%	75,0%	75,1%
NH Gent Belfort	58,2%	65,0%	80,4%	83,7%	80,9%	79,2%	82,9%	81,7%	82,4%	83,0%	83,7%
NH Gent Sint Pieters	74,3%	69,5%	75,5%	75,5%	77,3%	73,8%	82,1%	78,3%	78,6%	78,9%	79,3%
NH Mechelen	70,7%	64,6%	59,1%	63,7%	65,1%	72,6%	70,9%	71,9%	72,0%	72,2%	72,3%
NH Conference Centre Koningshof	46,4%	34,9%	38,9%	36,6%	38,7%	43,6%	36,7%	41,4%	42,6%	43,8%	45,0%
NH Conference Centre Leeuwenhors	64,7%	58,8%	58,4%	57,6%	56,2%	52,5%	57,9%	57,2%	59,3%	61,3%	63,4%
NH Schiphol Airport	67,4%	48,0%	63,4%	64,5%	60,0%	60,5%	57,8%	62,6%	66,0%	69,4%	72,8%
NH Amsterdam Centre	76,2%	71,7%	83,3%	80,4%	78,8%	77,2%	87,4%	82,8%	83,3%	83,7%	84,2%
NH Zoetermeer	58,2%	49,9%	53,4%	54,2%	58,0%	60,2%	62,7%	61,6%	61,7%	61,8%	62,0%
NH Conference Centre Sparrenhorst	0,0%	47,5%	48,4%	46,5%	51,4%	50,2%	55,9%	53,2%	53,3%	53,4%	53,6%
NH Barbizon Palace	72,9%	68,2%	76,3%	74,7%	76,5%	79,0%	84,7%	81,9%	82,1%	82,2%	82,3%
NH Best	62,8%	49,6%	54,1%	50,9%	48,4%	45,3%	44,5%	48,3%	51,7%	55,0%	58,4%
NH Capelle	59,5%	59,5%	51,5%	61,0%	60,3%	60,9%	55,2%	60,3%	62,5%	64,8%	67,0%
NH Geldrop	59,1%	56,3%	59,4%	62,8%	59,6%	58,6%	56,3%	59,4%	61,2%	63,1%	65,0%
NH Marquette	64,3%	54,8%	55,1%	56,2%	55,8%	57,6%	65,2%	62,6%	63,7%	64,9%	66,0%
NH Naarden	58,1%	40,8%	45,3%	49,9%	50,9%	47,3%	51,2%	53,6%	58,0%	62,4%	66,8%
NH Zandvoort	70,6%	58,8%	63,2%	64,6%	59,8%	57,9%	61,3%	62,3%	65,1%	67,8%	70,6%
NH Eurobuilding	63,4%	58,7%	67,2%	65,3%	60,1%	69,3%	59,2%	65,0%	65,0%	70,0%	72,0%
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	-	-	-	38,0%	31,0%	32,0%	33,9%	42,0%	51,0%	56,0%	63,0%
NH Almenara	54,5%	54,5%	58,5%	56,5%	58,5%	68,0%	63,3%	65,8%	65,9%	66,0%	66,1%

O.T. 09376. Hotels Valuation

The above tables show a steady recovery of the ADR and occupancy level, reaching a normalized level in 2017. This recovery is based on the commercial plan currently being implemented by management and the expected recovery of the global economy.

■ **Financial Drivers Performance (Gross Operating Profit)**

The table below shows the historical and estimated evolution of the gross operating profit (“GOP”) expected by Company management:

GOP Margin (%)	Historical						Projected				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013 S1	2013 S2	2014	2015	2016	2017
NH Brussels City Centre	48,9%	43,8%	43,4%	45,7%	41,4%	45,7%	41,4%	44,4%	44,9%	45,3%	45,7%
NH Grand Place Arenberg	54,4%	51,9%	50,6%	45,3%	42,6%	45,8%	44,2%	45,7%	46,0%	46,4%	46,6%
NH Stephanie	47,7%	41,4%	43,3%	44,7%	38,7%	41,7%	39,9%	42,4%	43,5%	44,6%	45,7%
NH Brussels Airport	49,6%	25,0%	33,1%	26,9%	43,6%	45,8%	42,7%	45,0%	45,4%	45,8%	46,1%
NH Brugge	18,9%	21,6%	23,4%	24,1%	24,1%	23,7%	30,3%	28,8%	29,9%	30,8%	31,6%
NH Gent Belfort	22,3%	30,3%	34,3%	38,6%	39,0%	38,9%	36,8%	39,0%	39,8%	40,5%	41,1%
NH Gent Sint Pieters	28,4%	24,3%	28,9%	24,2%	18,5%	13,2%	24,5%	22,0%	24,2%	26,3%	28,3%
NH Mechelen	37,4%	32,2%	29,0%	32,9%	29,9%	37,7%	37,3%	37,9%	37,9%	37,9%	37,8%
NH Conference Centre Koningshof	35,3%	32,6%	33,4%	32,0%	33,3%	32,8%	32,2%	34,3%	36,1%	37,7%	39,1%
NH Conference Centre Leeuwenhors	39,6%	39,8%	35,3%	37,9%	35,6%	29,9%	33,5%	34,1%	36,6%	38,7%	40,8%
NH Schiphol Airport	39,8%	26,0%	33,9%	39,4%	39,5%	35,8%	33,8%	37,2%	39,6%	41,5%	43,2%
NH Amsterdam Centre	52,7%	46,8%	53,3%	56,4%	55,3%	53,7%	54,1%	54,9%	56,1%	57,1%	58,0%
NH Zoetermeer	34,9%	34,4%	27,6%	35,4%	29,9%	28,3%	30,4%	31,4%	33,6%	35,3%	36,9%
NH Conference Centre Sparrenhorst	29,5%	36,5%	31,5%	30,6%	28,9%	27,9%	22,6%	27,5%	29,7%	31,4%	33,0%
NH Barbizon Palace	48,7%	46,3%	48,7%	51,1%	50,3%	51,2%	52,9%	52,6%	53,2%	53,7%	54,1%
NH Best	35,7%	29,7%	28,2%	26,3%	23,8%	12,7%	9,2%	16,8%	21,9%	26,0%	29,6%
NH Capelle	41,8%	44,7%	39,7%	41,3%	37,9%	36,3%	30,0%	36,1%	38,8%	40,9%	42,8%
NH Geldrop	30,8%	26,4%	25,3%	25,7%	28,9%	13,0%	9,4%	17,8%	24,0%	29,3%	34,0%
NH Marquette	26,9%	25,3%	22,0%	18,7%	14,5%	10,5%	27,2%	21,8%	24,4%	26,4%	28,2%
NH Naarden	43,5%	35,6%	29,9%	33,7%	29,2%	24,2%	25,6%	29,0%	32,9%	35,9%	38,5%
NH Zandvoort	39,3%	41,1%	34,9%	33,6%	32,2%	28,5%	39,3%	35,8%	37,4%	38,6%	39,8%
NH Eurobuilding	41,4%	34,1%	29,0%	27,0%	25,2%	26,8%	30,8%	27,2%	45,3%	48,7%	49,7%
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	0,0%	0,0%	0,0%	-35,1%	-47,6%	-35,4%	-35,4%	-20,4%	5,5%	17,8%	31,3%
NH Almenara	-8,8%	-8,0%	-14,4%	-6,8%	1,5%	-2,4%	9,2%	8,6%	13,0%	16,3%	18,8%

According to management, the Company expects a recovery of the main operational drivers and, as a result, a recovery of the hotels portfolio GOP. The main reason for this improvement is the recovery of the sector and the global economy, together with the implementation of a commercial and cost-saving plan for the period 2013-17.

## Valuation Methodology

In developing our opinion of value, we considered three approaches to value: market, cost, and income, as described in the Introduction section of this report. The appropriateness of the valuation approaches varies with the type of business or asset being valued. When valuing a business or asset with continuing operations, the income and market approaches are generally the most appropriate because the value should reflect an ability to generate earnings through operation of the assets.

The hotels valuation was based on the income approach, using the discounted free cash flow (DCF), as a valuation method. This is the generally accepted approach for the valuation of businesses or assets on a going-concern basis.

The income approach explicitly recognizes that the current value of an investment is premised on the expected receipt of future economic benefits, such as cost savings, periodic income, or sale proceeds. Indications of value are developed by discounting expected future cash flows available to the providers of the invested capital at a rate that reflects both the current return requirements of the market and the risks inherent in the specific investment. Using an income approach based on a normalized capital structure reflects the earning power of the company or asset without the impact of entity-specific funding decisions.

In the DCF method, annual future cash flows are estimated, then individually discounted back to present value. If the cash flow stream will continue beyond the forecast period, a normalized future cash flow attributable to the invested capital is estimated, then capitalized and discounted back to present value. The summation of the discounted cash flows during the forecast period plus the normalized cash flow after capitalization and discounting provides an indication of the invested capital value.

Cash flows used in this DCF method are the invested capital cash flow streams. In other words, they are the operating cash flows available for distribution to investors, providers of both equity and debt capital. These begin with invested capital net income (free of interest expense and nonoperating income and expenses). Future working capital requirements and capital expenditures (“CAPEX”) are subtracted from, and anticipated depreciation, amortization, and other noncash expense is added to, this amount to arrive at the invested capital cash flow.

Therefore, under the DCF method, the value of the asset is estimated by discounting the expected free cash flows stream at a discount rate which considers the capital structure and the inherent risks of the business subject to analysis (weight average capital cost or “WACC”). This method implies valuing the assets as the sum of the following:

- ▶ The present value of estimated future cash flows for the forecast period, discounted at a rate of return that considers the relative risk of achieving the cash flows and the time value of money; and
- ▶ The present value of the terminal value, which captures the value of cash flows beyond the forecast period.

In this analysis, we have used the “midyear convention,” which calculates the current value of the cash flows by taking into account that they are generated at the midpoint of each forecast period.

## Valuation

### Discount Rate

We estimated a discount rate for the income approach based on a market participant's perspective of the invested capital weighted average cost of capital ("WACC"). The WACC is an estimate of the after-tax rate of return on investment required by all investors of capital. The WACC is computed by calculating the after-tax cost of debt and after-tax cost of equity. The costs of equity and debt were developed based on market-derived data and factors relevant to the economy, the industry, and the Asset, as of the Valuation Date. Certain data inputs were derived from the observed data of selected guideline companies and adjusted for the specific differences between the guideline companies and the Assets. These costs of equity and debt were then weighted in terms of a typical industry capital structure to arrive at an estimated WACC.

The WACC is determined as follows:

$$WACC = K_e \times W_e + K_d \times W_d$$

Where:

- ▶  $K_e$ : Cost of equity
- ▶  $W_e$ : Market value weighting of equity to total capital
- ▶  $K_d$ : After-tax cost of debt
- ▶  $W_d$ : Market value weighting of debt to total capital

### ■ Cost of Equity ( $K_e$ )

The cost of equity ( $K_e$ ), or required return on equity, was estimated using the capital asset pricing model ("CAPM"). The CAPM uses a risk-free rate of return and an appropriate market risk premium for equity investments and the specific risks of the investment. As part of the analysis, certain guideline companies were selected and studied, as discussed previously.

The CAPM uses the following formula to arrive at an appropriate cost of equity (required return on equity):

$$K_e = R_f + (\beta \times ERP) + SCP$$

Where:

- ▶ **Risk-free rate of return ( $R_f$ ):** The yield on the six-month average of the 10-year National Treasury bonds as of the Valuation Date for each country was used as a proxy for the risk-free rate.
- ▶ **Beta:** (1.06) Beta is a measure of the risk of a given company relative to that of the overall market. The concluded beta is based on the adjusted average of the unlevered betas of the selected guideline companies, which was then relevered based on the concluded capital structure.

The following table shows the selected guideline companies used in our analysis:

O.T. 09376. Hotels Valuation

Company	Country	Corporate Tax (T)	$\beta_L$	Market Capitalization (MC)	Net Debt (ND)	ND x (1-T) / (MC)	ND / MC	ND / (ND + MC)	$\beta_U$
Accor Sa	France	33.3%	1.23	6,144	(503)	5.5%	8.2%	7.6%	1.16
Starwood Hotels & Resorts	EEUU	40.0%	2.19	9,472	(799)	5.1%	8.4%	7.8%	2.08
Millennium & Copthorne Hotel	UK	24.0%	1.62	2,126	52	0.0%	0.0%	0.0%	1.62
Marriott International -CI A	EEUU	40.0%	1.50	9,409	(2,291)	14.6%	24.3%	19.6%	1.31
Nh Hoteles Sa	Spain	30.0%	1.78	669	(983)	102.8%	146.9%	59.5%	0.88
Intercontinental Hotels Grou	UK	24.0%	1.23	5,658	(801)	10.8%	14.2%	12.4%	1.11
Hongkong & Shanghai Hotels	Hong Kong	16.5%	0.93	1,876	(194)	8.7%	10.4%	9.4%	0.86
Astir Palace Hotels Sa	Greece	20.0%	0.64	237	(38)	12.9%	16.1%	13.9%	0.57
Choice Hotels Intl Inc	EEUU	40.0%	0.74	1,785	(555)	18.7%	31.1%	23.7%	0.62
Melia Hotels International	Spain	30.0%	1.74	1,077	(1,351)	87.8%	125.4%	55.6%	0.93
<i>Million of Euros</i>									
<i>Source: Bloomberg</i>									
Average			1.36	3,845	(746)	26.7%	38.5%	20.9%	1.11
<b>Adjusted Average</b>			<b>1.35</b>	<b>3,593</b>	<b>(653)</b>	<b>20.5%</b>	<b>29.8%</b>	<b>18.7%</b>	<b>1.06</b>
Bounded Average			1.35	3,593	(653)	20.5%	29.8%	18.7%	1.06
Median			1.37	2,001	(677)	11.8%	15.1%	13.1%	1.02

The net debt data correspond to the last information reported by each company, and the beta coefficients and market capitalization figures correspond to data as of the Valuation Date.

- ▶ **Market Equity Risk Premium (ERP):** The ERP is the expected return of the market ( $R_m$ ) in excess of the risk-free rate ( $R_f$ ), or, mathematically,  $R_m - R_f$ . The market equity risk premium is estimated based on consideration of historical realized returns on equity investments over a risk-free rate as represented by 20-year government bonds and forward-looking equity risk premium estimates. Data sources reviewed generated a range of equity risk premium indications. A 5.5% ERP was considered reasonable, as it represents a consensus viewpoint of the market equity risk premium.
- ▶ **Size Premium (SCP):** The SCP is often used in conjunction with the CAPM because studies have shown that small-capitalization equity securities outperform large-capitalization equity securities, even after adjusting for the systematic risk (beta) of the small stocks. These studies suggest that additional risk is related to small-capitalization equity securities beyond that explained by the CAPM. Although the betas tend to be greater than those of large-capitalization equity securities, they do not account for all of the risks faced by investors in small equity securities. In our case, no SCP was applied considering the size of the company owner of the Assets to be valued and taking into account the core business of the Company (hotel operator).

## ■ Cost of Debt ( $K_d$ )

The cost of debt ( $K_d$ ) is the current average borrowing cost that a market participant would expect to pay to obtain its debt financing based on the assumed capital structure. Because interest expense is tax deductible, the effective cost of debt is the after-tax cost. The after-tax cost of debt is calculated as follows:

$$K_d = (R_f + \text{Spread}) \times (1 - T)$$

Where:

- ▶ **Risk-free rate of return ( $R_f$ ):** As stated in the preceding cost of equity calculation.
- ▶ **Spread:** Its calculation is based on a study by Standard & Poor's on companies with various types of sustained debt and risks. Each range of values on debt coverage ratio (EBIT/Financial Expenses) is associated with a score (rating) and, therefore, an estimated differential (spread) to find the financial cost.

The debt coverage ratio (EBIT/Financial Expenses) needed to obtain the applicable differential (spread) was estimated as the adjusted average of debt coverage ratios of the selected guideline companies. The ratio of debt coverage estimated is 5.9x.

According to Damodaran's interest coverage ratios and default spread, the coverage ratio obtained corresponds to an "A-" rating and, therefore, a spread of 1.3%.

- ▶ **Corporate tax rate ( $T$ ):** The current tax rate applicable for each country was used as of the Valuation Date.

## ■ Capital Structure

Because the Company holds a controlling interest in the Assets to be valued, the appropriate capital structure reflecting a market participant's perspective was based on consideration of the typical industry capital structure considering the selected guideline companies, as well as the nature of the Company's balance sheet. The debt-to-total-capital ratio of 18.7%, based on a calculation of Net Debt/(Net Debt + Market Capitalization), has been concluded using the selected guideline companies.

## **Estimated WACC**

Based on the preceding analysis of each of the components, the concluded WACC was calculated as follows:

O.T. 09376. Hotels Valuation

Weighted Average Cost of Capital (WACC)	Belgium	Netherlands	Spain	Italy
Risk-free rate (Rf)	2,3%	1,8%	4,8%	4,3%
Interest Coverage Ratio (ICR) (EBIT / IE)	5,9	5,9	5,9	5,9
Rating	A-	A-	A-	A-
Spread S & P	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Tax Rate	34,0%	25,0%	30,0%	31,4%
<b>Cost of Debt (Kd)</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,9%</b>
Unlevered Beta ( $\beta_u$ )	1,06	1,06	1,06	1,06
Ratio ND / MC	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Re-levered Beta	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Market Risk Premium</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>
<b>Cost of equity (Ke)</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,9%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,4%</b>
Ratio DN / (DN + EQV)	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%
<b>WACC</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,7%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,0%</b>

### Free Cash Flow

Free cash flow is defined as the cash flow generated by the business or asset, available for distribution to investors (interest-bearing debt and shareholders), that is:

- (+) Net operating profit less adjusted taxes (“NOPLAT”)
- (+) Depreciation
- (-) Investment in operational fixed assets (CAPEX)
- (-) Investment in working capital (net working capital)
- = Free cash flow (“FCF”)

### ■ Forecast Period

The GOP expected for the subject hotels during the period 2013-2017 has been provided by the Company and corresponds to a forecast period of 2013-2017.

The main considerations taken into account in calculating the free cash flow for each hotel are described below:

- ▶ NOPLAT has been estimated using the current tax rate applicable in each country for fiscal year 2013.
- ▶ Management and incentive fees expenses consist of fees paid to a third party (NH Hoteles) for managing each one of the hotels. Based on the type of assets, historical performance, and consideration of market benchmarks, we have forecasted the management fee at 3.0% of revenues and the incentive fee at 5.0% of GOP.
- ▶ Capital expenditures are made to maintain the proper level of property, plant, and equipment and to expand the capacity of the business as needed. The estimated CAPEX should reflect the capacity necessary for the business to achieve the estimated revenue. Management has provided an estimation of CAPEX for the period 2013-2017 equal to 4.0% of total revenues for ordinary hotels and 6.0% of total revenues for “conference centre” hotels, with an average useful life of eight years. In the case of NH Eurobuilding, the hotel is currently under a refurbishment process and therefore has its own CAPEX schedule (€18.9 million).

- ▶ The PFI provided by the Company considers an investment in working capital equal to 2.5% according to the industry ratio of working capital to sales.

The free cash flows for the 2013-2017 period have been adjusted using the midyear convention method.

### ■ Terminal Value

In general, in obtaining business value by applying the DCF method, it is assumed that the company or asset is a going concern, which involves the determination of terminal value (value attributed to the assets beyond the forecast period) to cover the period implicit in perpetuity to determine the terminal value.

In this regard, to determine the terminal value, we considered the two following methods:

- ▶ **Gordon Shapiro (Constant Growth Model).** This is the reference methodology regarding going concern, considering the fundamental premise of the equivalence between investment and depreciation in the normalized cash flow in order to avoid the decapitalization of the company in the long term.

The normalized free cash flow was capitalized by a rate equal to the discount rate less the terminal growth rate.

The constant growth model is presented as follows:

$$TV = \text{Normalized FCF} / (WACC - g)$$

Where:

- ▶ The perpetuity growth rate (“g”) assumed is equal to the long-term CPI expected for each country.
- ▶ The normalized FCF has been calculated as follows:
  - Revenues: 2017 net sales adjusted by g
  - Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization (“EBITDA”): 2017 EBITDA level adjusted by g
  - CAPEX: 2017 normalized CAPEX increased by g
  - Depreciation: Equal to CAPEX as previously calculated
- ▶ **Exit Multiple.** American Appraisal has considered the exit multiple, which incorporates the market as a fundamental reference in the terminal value estimation. The exit multiple selected was enterprise value /EBITDA (EV/EBITDA), a valuation multiple commonly used in finance and investment to assess the value of a company. The main advantage of this multiple is that it is neutral in regard to capital structure. It is also useful to compare companies or assets in different countries because of its independency of the tax rules.

$$TV = \text{Normalized EBITDA} \times EM (EV/EBITDA)$$

Where:

- ▶ EBITDA normalized: The average of the EBITDA estimated for the period 2012-2017. In the cases in which the EBITDA shows some negative figures during the forecast period, we considered the normalized EBITDA calculated as described in the constant growth model.
- ▶ EM (EV/EBITDA): Estimated as the average of the EV/EBITDA ratio derived from the selected guideline companies as of the Valuation Date. (Please see Exhibit B for detailed information.)

For the terminal value estimation, we have considered an average of the two methodologies described above (50%/50%).

The sum of the present value of the cash flows during the forecast period plus the terminal value discounted to present value represents the value of the Assets. (Please see Exhibit A for detailed information.)

#### ■ Tax Shield Correction of the Depreciation for Terminal Value

The assumptions made in the calculation of the terminal value consider the long-term maintenance of the net asset level reached at the end of the forecast period, which assumes the equality between investment in fixed assets (CAPEX) and depreciation. However, this level of net assets at the end of the forecast period does not necessarily correspond to the normalized level, so it could be a mismatch in the terminal value estimation due to consideration of a tax shield which could be as major/minor as the one obtained from depreciation.

In this context, the tax shield correction of depreciation is estimated as the present value of the difference between the tax shield (deduction for depreciation) included in the terminal value calculation and the tax shield actually generated by the evolution of net fixed assets beyond the forecast period until it reaches a normalized level.

The final adjustment considered in the terminal value is 50% of the correction, corresponding to the weighting of the Gordon Shapiro methodology.

# Real Estate Assets Valuation

## Golf Courses

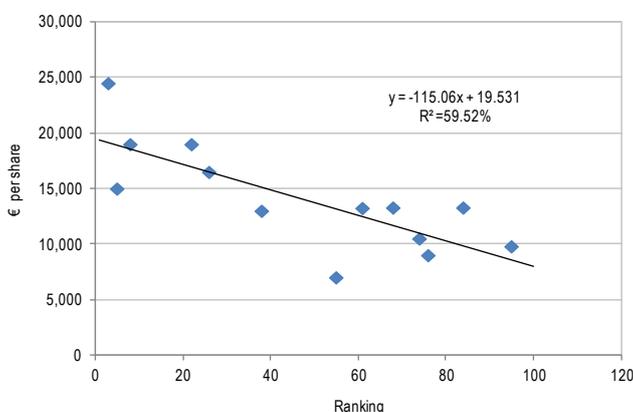
### Valuation Methodology

The valuation of the subject golf courses is based on the income approach, using the DCF method, as described in the previous section. Regarding these assets, the valuation is based on the future cash flows obtained from the sale of playing rights (shares) of the golf courses, based on a sellout period and considering the related commercialization process expenses.

### Free Cash Flow

The first step in the calculation of the free cash flow of the golf courses is determining the number and price of shares/playing rights to be sold. According to information provided by Company management, it has been considered that Almenara Golf Course may sell a maximum number of 2,000 shares, and La Reserva Golf Course, 1,950 shares. However, La Reserva Golf Course already has 230 members, each owning one share; as a result, 1,720 shares are available for sale.

In order to determine the share price estimation, we made a market analysis of golf courses located in Spain, analyzing sell prices of shares/playing rights of various golf courses included in the top 100 ranking for Spain, elaborated by the website *top100golfcourses*. We analyzed the correlation of the share price observed in the market with the ranking of each golf course, obtaining the following result:



After we elaborated the market analysis and considered the ranking of Almenara Golf Course (66) and La Reserva Golf Course (7) among the top 100 Spanish golf courses, we concluded that the market value of one share/playing right is €11,937 for Almenara Golf Course and €18,726 for La Reserva Golf Course.

Based on the commercialization and the sellout period, the free cash flows of the golf courses are as follows:

### Almenara Golf Course

€'000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Annual sale of shares	50	200	300	300	300	300	300	125	125
Price per share	12	12	12	12	13	13	13	14	14
<b>Total sale of shares</b>	<b>597</b>	<b>2,409</b>	<b>3,668</b>	<b>3,745</b>	<b>3,823</b>	<b>3,903</b>	<b>3,985</b>	<b>1,695</b>	<b>1,731</b>
Sales commission	(60)	(241)	(367)	(374)	(382)	(390)	(399)	(170)	(173)
Maintenance costs to be supported by NH (shares not sold by NH)	(1,204)	(1,063)	(894)	(724)	(546)	(361)	(168)	(86)	0
<b>Free cash flow</b>	<b>(667)</b>	<b>1,105</b>	<b>2,407</b>	<b>2,646</b>	<b>2,894</b>	<b>3,152</b>	<b>3,419</b>	<b>1,440</b>	<b>1,558</b>

### La Reserva Golf

€'000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Annual sale of shares	43	172	258	258	258	258	258	108	108
Price per share	19	19	19	20	20	20	21	21	22
<b>Total sale of shares</b>	<b>805</b>	<b>3,250</b>	<b>4,948</b>	<b>5,052</b>	<b>5,158</b>	<b>5,266</b>	<b>5,377</b>	<b>2,287</b>	<b>2,335</b>
Sales commission	(81)	(325)	(495)	(505)	(516)	(527)	(538)	(229)	(234)
Maintenance costs to be supported by NH	(816)	(1,441)	(1,212)	(981)	(741)	(489)	(227)	(116)	0
<b>Free cash flow</b>	<b>(91)</b>	<b>1,484</b>	<b>3,241</b>	<b>3,565</b>	<b>3,901</b>	<b>4,250</b>	<b>4,612</b>	<b>1,943</b>	<b>2,102</b>

### Discount Rate

As mentioned in a previous section, the other key parameter of the DCF, in addition to the free cash flow, is the discount rate, estimated using the WACC methodology. We estimated a discount rate appropriate for the golf courses, taking into consideration a selection of guideline companies for this industry.

As mentioned in the previous section, the WACC is determined as follows:

$$WACC = K_e \times W_e + K_d \times W_d$$

#### ■ Cost of Equity ( $K_e$ )

The cost of equity ( $K_e$ ), or required return on equity, was estimated using the CAPM, using the following formula.

$$K_e = R_f + (\beta \times ERP) + SCP$$

Where

- ▶ **Risk-free rate of return ( $R_f$ ):** As mentioned in the previous section,  $R_f$  represents the yield on the six-month average of 10-year Spanish bonds as of the Valuation Date.
- ▶ **Beta:** (0.81) As mentioned in the previous section, beta corresponds to the adjusted average of the unlevered betas of the selected guideline companies. The guideline companies are as follows:

Company	Country	Corporate Tax (T)	$\beta_L$	Market Capitalization (MC)	Net Debt (ND)	ND x (1-T) / (MC)	ND / MC	ND / (ND + MC)	$\beta_u$
Ciputra Surya Pt	Indonesia	25.0%	1.35	506	67	0.0%	0.0%	0.0%	1.35
Mitsui Fudosan Co Ltd	Japan	38.0%	1.42	19,831	(16,169)	50.5%	81.5%	44.9%	0.94
Joban Kosan Co Ltd	Japan	38.0%	0.69	100	(191)	118.5%	191.1%	65.6%	0.32
Yomiuri Land Co Ltd	Japan	38.0%	1.20	447	5	0.0%	0.0%	0.0%	1.20
Modernland Realty Tbk Pt	Indonesia	25.0%	1.64	437	(40)	6.9%	9.2%	8.5%	1.53
Resort Solution Co Ltd	Japan	38.0%	0.54	84	(55)	40.7%	65.6%	39.6%	0.38
Tosho Co Ltd	Japan	38.0%	0.51	184	(111)	37.4%	60.4%	37.7%	0.37
Accordia Golf Co Ltd	Japan	38.0%	1.06	725	(895)	76.5%	123.5%	55.2%	0.60
Tek Art Insaat Ticaret Turiz	Turkey	20.0%	0.83	51	(1)	1.5%	1.9%	1.8%	0.81
<i>Million of Euros</i>									
<i>Source: Bloomberg</i>									
Average			1.02	2,485	(1,932)	36.9%	59.2%	28.2%	0.83
<b>Adjusted Average</b>			<b>1.01</b>	<b>355</b>	<b>(184)</b>	<b>30.5%</b>	<b>48.9%</b>	<b>26.8%</b>	<b>0.81</b>
Bounded Average			1.02	2,485	(1,932)	36.9%	59.2%	28.2%	0.83
Median			1.06	437	(55)	37.4%	60.4%	37.7%	0.81

- ▶ **Market Equity Risk Premium (ERP):** (5.5%) The ERP was determined as stated in the preceding section.
- ▶ **Size Premium:** Considering the business structure of the Company (its core business is the hotel business, and the two golf courses are residual in terms of the total business), an SCP of 3.89% was considered appropriate for determining the golf courses' discount rate.

#### ■ Cost of Debt ( $K_d$ )

As described in the previous section, the cost of debt represents the current average borrowing cost that a market participant would expect to pay to obtain its debt financing based on the assumed capital structure, and on the basis of the selected guideline companies, the  $K_d$  estimated is 3.6%

#### ■ Capital Structure

Regarding the selected guideline companies, the debt-to-total-capital ratio is 26.8%.

### Estimated WACC

Based on the preceding analysis of each of the components, the concluded WACC was calculated as follows:

<b>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</b>	
Risk-free rate ( $R_f$ )	4.8%
Interest Coverage Ratio (ICR) (EBIT / IE)	15.2
Rating	AAA
Spread S & P	0.4%
Tax Rate	30.0%
<b>Cost of Debt (<math>K_d</math>)</b>	<b>3.6%</b>
Unlevered Beta ( $\beta_u$ )	0.81
Ratio ND / MC	48.9%
Re-levered Beta	1.08
<b>Market Risk Premium</b>	<b>5.5%</b>
<b>Cost of equity (<math>K_e</math>)</b>	<b>14.6%</b>
Ratio DN / (DN + EQV)	26.8%
<b>WACC</b>	<b>11.7%</b>

## Valuation

Based on our analysis, the market values of the golf courses are as follows:

<b>Market Value - Golf Course Almenara</b>	
NPV	10,906
Book Value (Acquisition Price)	7,116
Appreciation	3,790
Tax	1,137
<b>Market Value - Golf Course Almenara (€'000)</b>	<b>9,769</b>
<b>Market Value - Golf Course La Reserva</b>	
NPV	15,482
Book Value (Acquisition Price)	9,937
Appreciation	5,545
Tax	1,663
<b>Market Value - Golf Course La Reserva (€'000)</b>	<b>13,818</b>

## Other Real Estate Assets

### Valuation Considerations

All the assets valued in this section were considered as vacant and available for sale in the open market, and therefore the highest and best use was considered to obtain the market value of the properties.

Highest and best use is defined as the reasonably probable and legal use of vacant land or an improved property that is physically possible, legally permitted, appropriately supported, and financially feasible, and that results in the highest value.

### Valuation Methodology

In developing our opinion of value, we considered the three approaches to value: market, income, and the cost, as described in previous sections of this report. The market approach was applied using the sales comparison method. Additionally, we used the development method for those assets that currently are in an early development stage.

#### ▶ Sales Comparison Method

In the sales comparison approach to valuation, similar properties that have recently sold or are currently offered for sale in the open market are analyzed and compared with the property being valued. Adjustments then are made for differences in the interest conveyed; financing arrangements atypical of the current market; conditions of the sale; time of sale; location, size, construction type, physical condition, and functional utility of the improvements; and income characteristics.

This approach is typically the most widely accepted for the valuation of land and existing improved properties where sufficient market data are available. The price a purchaser pays usually results from an extensive investigation in which available alternatives are compared, and the property purchased represents the best available balance between the buyer's specifications and the purchase price. Hence, analyzing the data generally will provide a good

indication of the range of value, as the data represent typical actions and reactions of buyers and sellers in the market.

► **Development Method**

The development method is the primary method used to estimate the value of land development projects. This approach requires a detailed study of markets conditions, because the key factors in applying the approach are the absorption rate and market sales prices for the lots. This method requires assumptions to be made concerning average size of unit demanded, pricing, and the annual demand rate at which sales will be made, in order to arrive at an estimate of the gross sales revenue received over the projected development period.

The direct expenses of development and disposition, such as the costs of improvements, construction, utilities, sales, and advertising, as well as developer’s profit and overhead, are the deducted from the gross sales revenue in order to arrive at the net revenue received.

To estimate a land value by this method, it is necessary to prepare a cash-flow forecast covering the expected sellout period of the project and all the development expenses mentioned above, and then discount the future cash flows to a present value estimate using a discount rate of return considered typical for investors purchasing development land.

**Valuation**

**NH Sotogrande Hotel (Spain)**

For the Sotogrande property in Spain, we adopted as a premise of valuation the “alternative use” of the hotel. Therefore, we estimated the necessary investment, mainly consisting of the costs of transforming the existing hotel rooms and common areas into residential units (apartments) and making them attractive to the market (average remodeling cost = €730 per net usable square meter). Additionally, we performed local real estate market research to obtain the reasonable selling price for each apartment (€3,000 per net usable square meter).

Considering all the above inputs, we developed an income approach model, taking into account all the estimated incomes and expenses (including licenses and projects fees). Then, the expected cash flows were discounted to present value with the appropriate discount rate (normalized  $K_u$ ).

The valuation conclusions are as follows:

	Rooms	Units	Area per Unit (sqm)	Price per sqm	Unit Price	Total Income	Expenses	License & Project	Investment € / unit.	Investment € / sqm	Total Investment	Market Value less Cost to Sell (€)
Studies	52	52	50.9	3,028	154,000	8,008,000			(37,000)	(728)	(1,924,000)	
Apartments	54	27	101.7	3,019	307,000	8,289,000			(73,000)	(718)	(1,971,000)	
Commercial Premise	1	1	700.0	3,223	2,256,000	2,256,000			(200,000)	(286)	(200,000)	
<b>Total</b>	<b>107</b>	<b>80</b>	<b>6,090</b>	<b>3,046</b>		<b>18,553,000</b>	<b>(1,855,300)</b>	<b>(491,400)</b>	<b>(51,188)</b>	<b>(672)</b>	<b>(4,095,000)</b>	<b>12,111,300</b>

O.T. 09376. Real Estate Assets Valuation

Studies & Apartments (€'000)	Stock 30/06/2013	Year 0	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6
SALES		10%	15%	20%	25%	20%	10%	
ACC SALES		10%	25%	45%	70%	90%	100%	
Studies (Units)	52	5	8	11	13	10	5	
Apartments (Units)	27	3	4	6	7	5	3	
Commercial Premise	1	0	0	0	0	0	0	
	79	8	12	17	20	15	8	
Study Average Price (€'000)	154.0	154.0	154.0	157.7	159.9	162.1	164.4	166.7
<b>Studies (€'000)</b>		<b>770</b>	<b>1,232</b>	<b>1,735</b>	<b>2,079</b>	<b>1,621</b>	<b>822</b>	<b>0</b>
Apartment Average Price (€'000)	307.0	307.0	307.0	314.4	318.8	323.2	327.8	332.3
<b>Apartments (€'000)</b>		<b>921</b>	<b>1,228</b>	<b>1,886</b>	<b>2,231</b>	<b>1,616</b>	<b>983</b>	<b>0</b>
Commercial Premise (sqm)	700.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Unit Price €/sqm	3,222.9	3,222.9	3,222.9	3,300.2	3,346.4	3,393.3	3,440.8	3,488.9
<b>Rentable Area (€'000)</b>		<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Studies Total Income		770	1,232	1,735	2,079	1,621	822	0
Apartments Total Income		921	1,228	1,886	2,231	1,616	983	0
Rentable Total Income		0	0	0	0	0	0	0
Total Expenses	10.0%	(169)	(246)	(362)	(431)	(324)	(181)	0
Total License & Project	12.0%	(491)						
Total Built Cost		(4,095)						
<b>Net Result</b>		<b>(3,065)</b>	<b>2,214</b>	<b>3,259</b>	<b>3,879</b>	<b>2,914</b>	<b>1,625</b>	<b>0</b>

**Alternative Use Value (€'000)**

Market Risk Premium	5.5%
Discount Rate (Ku Normalized)	22.9%
Total License & Project	(491)
Total Built Cost	(4,095)
<b>Market Value</b>	<b>4,353</b>

### **Sotogrande Tourist and Residential Complex (Spain)**

In addition to the hotel, we also valued the tourist and residential complex of Sotogrande, located in San Roque, Spain. The Assets valued in this section can be summarized as follows:

1. Land: Each plot of land was valued as defined in the Urban Management Plan
2. Buildings: Residential, commercial premises, and garages
3. Berths
4. Other properties: Beach club, horse riding club, main offices, and school (Colegio Internacional)

In order to measure the offer/stock volume and price levels for each type of real estate finished product, we performed an analysis of the local market in San Roque, considering various luxury real estate complexes, including Sotogrande.

The average selling price of the luxury residential premises is in the range of €1,600 to €2,500 per square meter depending on the asset type (apartments, townhouses, standalone villa, etc.). Observed market prices have been adjusted considering the specific characteristics of each unit to be developed. In addition, we have also estimated promotion and construction costs consistent and coherent with the type of product and its estimated selling price.

We also estimated a sellout period for all the assets. According to the current and expected market situation, we assumed an average selling period of nine years.

In addition, in Sotogrande there are some already built units (e.g., Berths, Cimas de Almenara II, or Cortijos de la Reserva). In those cases, we valued the assets using a direct sales comparison approach.

Some other properties with a specific use and singular construction type (e.g., Beach Club, Schools, and Horse Riding Club) have been valued using the cost approach due to the lack of comparable assets in the marketplace.

Based on the procedures described, our conclusions are as follows:

O.T. 09376. Real Estate Assets Valuation

Cod	Type	Description	Land Area (sqm)	Built Gross Area (sqm)	Units	Use	Market Value (€'000)
1	Subsector 34 B	Plot R.5	59,902	30,550	124	Residential	7,429
2	La Marina	4 -5 / P5 - Marina	170	225	1	Office	164
3		4 -7 / P2	2,766	5,000	25	Residential & Comm	2,576
4		6 / P5	1,180	1,000	4	Office	552
5		8 / P2	240	240	1	Commercial premise	183
6		Subsector 52 & 53	Plot IX 02 & 03	52,470	21,017	130	Residential
7		Plot X 01 & 03	55,179	21,521	135	Residential	6,472
8		Plot IX 01 (50%)	13,272	5,051	32	Residential	2,403
9		Plot X 02 (50%)	8,656	3,283	21	Residential	1,649
10		Plot XII	69,575	27,288	165	Residential	6,639
11		Plot XIV B	39,085	16,025	99	Residential	4,986
12		Plot XVI	35,770	14,666	91	Residential	4,879
13		Commercial C 1	2,997	4,136	20	Office	1,962
15	Subsector 50	Plot IX-A. R.3	35,194	14,078	69	Residential	5,637
16		Plot IX-C. R.3	17,647	7,059	35	Residential	3,858
17		Plot VIII. R.3	50,278	20,111	99	Residential	6,218
18		Plot IX-B. R.3	57,179	22,872	112	Residential	6,352
19		Plot X. R.3	48,194	19,278	95	Residential	6,159
20		Plot XI. R.3	18,424	7,370	37	Residential	3,997
21		Plot XIII. R.3	97,336	34,068	192	Residential	5,207
22		Plot XIV. R.3	101,958	39,764	201	Residential	6,086
23		Plot XVIII. R.3	79,331	31,732	156	Residential	5,155
24		Plot XXII-B. R.3	48,874	19,550	96	Residential	7,313
25		Plot XXIII. R.3	44,611	17,884	88	Residential	7,187
26		Plot XXIV. R.3	36,667	14,667	50	Residential	7,883
27		Plots XXVR3 + VII R1a	471,588	158,660	74	Residential	24,175
28	Plot C1	8,635	14,334	58	Office	6,156	
29	Plots R.1a	125,008	25,274	41	Residential	9,592	
30	Cortijos De La Reserva	Cortijos de la Reserva	6,898	7,107	25	Residential units	12,487
31	Cimas De Almenara li	Cimas de Almenara II	6,187	2,812	6	Residential units	4,930
32	Berths	Berths	10,837		262	Berths	3,094
33	Beach Club	Beach Club " El Cucurucho"	49,809	9,495		Sports facility	3,985
34	Cortijo Paniagua	Cortijo Paniagua	50,125	23,000	288	Residential & office	6,299
35	Main Office	Main Office		430		Shore Concession	1,025
36	Horse Riding Club	Horse Riding Club	62,910	4,134		Sports facility	1,456
37	Area 66	Area 66 (teaching center)	43,214	15,125	62	Residential	6,003
38	Cortijo Los Pinos	Cortijo Los Pinos	39,000	10,000	50	Residential	3,623
44	International School	International School	17,550	5,765		School	4,511
45	Commercial Premise	Commercial Premise		175	1	Commercial premise	438
46	Commercial Premise	Commercial Premise		225	1	Commercial premise	563
47	Ribera Del Marlin	Ribera del Marlin		20,196	88	Residential & office	30,787
<b>TOTAL</b>			<b>1,868,716</b>	<b>695,167</b>	<b>3,034</b>		<b>235,290</b>

### **Punta Blanca – Isla Poniente (Mexico)**

The Punta Blanca and Isla Poniente assets were valued using the sales comparison method, which states that the value of an asset may be estimated through an analysis of recent sales or offerings of comparable property. Actual sales and offering prices are adjusted for differences between the asset being appraised and the comparable assets in terms of sale, location, size, condition, utility, and other relevant factors.

We carried out our analysis considering comparable land that is currently for sale or recently has been sold.

The following table shows the results of our analysis:

Property	Company	Area (sqm)	\$'000	€'000	Company Stake	Attributable (€'000)
Isla Poniente	Isla Poniente, S.A de C.V.	3.126.400	271.997	209.228	98,1%	205.210
Punta Blanca	Fomento Inmobiliario del Caribe, S.A de	2.273.403	227.340	174.877	50,2%	87.868
<b>TOTAL</b>		<b>5.399.803</b>	<b>499.337</b>	<b>384.105</b>		<b>293.078</b>

### **Sotogrande Complex in Cap Cana (Dominican Republic)**

We valued the Sotogrande Complex in Cap Cana asset using the sales comparison method, as previously described, considering comparable properties (land and apartments) that are currently for sale or recently have been sold.

The valuation conclusions are as follows:

Property	Land Area (sqm)	Gross Built Area (sqm)	\$'000	€'000
Vacant Lands	206,477		125,703	96,695
Apartments	18,078	5,357	38,088	29,298
<b>TOTAL</b>	<b>224,555</b>	<b>5,357</b>	<b>163,791</b>	<b>125,993</b>

### **Santa Bárbara, Castellón (Spain)**

The Santa Bárbara project is in an early stage of development. Thus, we considered that the book value reflects the market value of the property. Our valuation conclusion is as follows:

Property	€'000
Santa Bárbara (Book Value)	2,785
<b>TOTAL</b>	<b>2,785</b>

## Sotogrande Net Asset Value

As noted in previous sections of this report, in addition to the analysis of market value of the Assets, we were asked to calculate the net asset value (“NAV”) of Sotogrande, S.A., a subsidiary of NH Hoteles, as of June 30, 2013.

Sotogrande holds a stake on the following Assets, which have been valued in this report:

Assets	Stake (%)	Location
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	97,61%	Italy
NH Almenara Hotel & Golf Course	100,00%	Spain
La Reserva Golf Course	100,00%	Spain
NH Sotogrande (Apartments)	100,00%	Spain
Ribera del Marlin	50,00%	Spain
Los Alcornoques	50,00%	Spain
Beach Club " El Cucurucho"	92,51%	Spain
Other Sotogrande RE Assets	100,00%	Spain
Cap Cana - Corp. Hot. Dominicana	25,00%	Dominican Rep.
Cap Cana - Corp. Hot. Oriental	25,00%	Dominican Rep.
Isla Poniente	35,50%	Mexico
Punta Blanca	17,75%	Mexico

### NAV Methodology

For the purpose of this report, NAV is defined as the Market Value of the property less all related liabilities as provided by NH.

### Valuation Considerations

Our NAV calculation is based on the information provided by the Company and the market value of the Assets calculated in our analysis and presented in this report. We have not analyzed any other asset or liability apart from the assets mentioned above. We assumed without independent verification, and accept no responsibility for, the accuracy and completeness of all financial and other information NH made available to us .Therefore, we have considered the book value of the rest of items recorded on Sotogrande’s balance sheet as of the Valuation Date to represent the market value of those items.

In addition, no deferred tax adjustment has been considered in our calculations.

### Valuation

To calculate the NAV of Sotogrande, we restated Sotogrande’s balance sheet by adjusting the book value of the assets mentioned above with their market value. As a result, we obtained the NAV of Sotogrande attributed to the parent company (excluding noncontrolling interest).

O.T. 09376. Sotogrande Net Asset Value

The following table summarizes our calculations (expressed in thousands of euros):

Assets	Book Value	Market Value	Step up/down	Stake (%)	NAV variation attributed to Sotogrande
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	21.884	17.122	-4.762	97,61%	-4.648
NH Almenara Hotel & Golf Course	20.933	19.375	-1.559	100,00%	-1.559
La Reserva Golf Course	9.954	13.818	3.864	100,00%	3.864
NH Sotogrande (Apartments)	4.766	4.353	-413	100,00%	-413
Ribera del Marlin	43.403	30.787	-12.616	50,00%	-6.308
Los Alcornoques	7.999	8.104	105	50,00%	52
Beach Club " El Cucurucho"	3.016	3.985	969	92,51%	896
Other Sotogrande RE Assets	62.349	196.466	134.117	100,00%	134.117
Cap Cana - Corp. Hot. Dominicana	20.182	74.403	54.221	25,00%	13.555
Cap Cana - Corp. Hot. Oriental	18.833	51.589	32.756	25,00%	8.189
Isla Poniente	27.557	205.210	177.653	35,50%	63.067
Punta Blanca	61.770	87.868	26.099	17,75%	4.632
<b>Total</b>	<b>302.646</b>	<b>713.080</b>	<b>410.434</b>		<b>215.445</b>

As a result, Sotogrande's NAV attributed to the parent company, as of June 30, 2013, is €304.0 million, as shown below (expressed in thousands of euros):

Assets	NAV attributed to Sotogrande
<b>Beginning book value (Consolidated Statutory Accounts)</b>	<b>88.561</b>
Adjustments:	
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	-4.648
NH Almenara Hotel & Golf Course	-1.559
La Reserva Golf Course	3.864
NH Sotogrande (Apartments)	-413
Ribera del Marlin	-6.308
Los Alcornoques	52
Beach Club " El Cucurucho"	896
Other Sotogrande RE Assets	134.117
Cap Cana - Corp. Hot. Dominicana	13.555
Cap Cana - Corp. Hot. Oriental	8.189
Isla Poniente	63.067
Punta Blanca	4.632
<b>Total adjustments</b>	<b>215.445</b>
<b>Ending book value attributed to Sotogrande</b>	<b>304.006</b>

## Conclusion

Based on the information and analysis summarized in the preceding report, it is our opinion that, as of June 30, 2013, the market values of the Assets, property of NH Hoteles, are the following (expressed in thousands of euros):

Assets	100% Value	NH Stake
<b>1. Hotels</b>		
Hotels Belgium	141.074	141.074
Hotels Netherlands	443.653	443.653
Hotels Italy (NH Donnafugata Golf Resort & SPA)	17.122	16.215
Hotels Spain (NH Eurobuilding and NH Almenara)	84.254	83.968
<b>Total Hotels</b>	<b>686.103</b>	<b>684.909</b>
<b>2. Other Real Estate Assets</b>		
NH Almenara Golf Course	9.769	9.478
La Reserva Golf Course	13.818	13.406
NH Sotogrande (Apartments)	4.353	4.223
Ribera del Marlin	30.787	14.935
Los Alcornoques	8.104	3.931
Beach Club "El Cucurucho"	3.985	3.577
Other Sotogrande RE Assets	196.466	190.612
Santa Bàrbara	2.785	540
Cap Cana	125.992	30.559
Isla Poniente	209.228	70.679
Punta Blanca	174.877	15.132
<b>Total Other Real Estate Assets</b>	<b>780.165</b>	<b>357.072</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>1.466.268</b>	<b>1.041.981</b>

In addition to the analysis of the Assets' market value, we have been asked to calculate the net asset value of Sotogrande, S.A. ("Sotogrande"), a subsidiary of NH Hoteles, as of June 30, 2013. For the purpose of this report, Net Asset Value ("NAV") is defined as the Market Value of the property less all related liabilities as stated in the Balance Sheet of Sotogrande as of June 30, 2013.

Assets	Stake (%)	Location
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	97,61%	Italy
NH Almenara Hotel & Golf Course	100,00%	Spain
La Reserva Golf Course	100,00%	Spain
NH Sotogrande (Apartments)	100,00%	Spain
Ribera del Marlin	50,00%	Spain
Los Alcornoques	50,00%	Spain
Beach Club "El Cucurucho"	92,51%	Spain
Other Sotogrande RE Assets	100,00%	Spain
Cap Cana - Corp. Hot. Dominicana	25,00%	Dominican Rep.
Cap Cana - Corp. Hot. Oriental	25,00%	Dominican Rep.
Isla Poniente	35,50%	Mexico
Punta Blanca	17,75%	Mexico

Our NAV calculation is based on the information provided by the Company and the market value of the Assets as calculated in our valuation analysis and presented in this report. We have not analyzed any other asset or liability apart from the assets mentioned above. We assumed without independent verification, and accept no responsibility for, the accuracy and completeness of all financial and other information the Company made available to us. Therefore, we have assumed that the book value of the rest of items recorded on Sotogrande's balance sheet as of the Valuation Date represents the market value of those items. In addition, no deferred tax adjustment has been considered in our calculations.

O.T. 09376. Conclusion

The following table summarizes of our calculations (in thousands of euros):

Assets	Book Value	Market Value	Step up/down	Stake (%)	NAV variation attributed to Sotogrande
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	21.884	17.122	-4.762	97,61%	-4.648
NH Almenara Hotel & Golf Course	20.933	19.375	-1.559	100,00%	-1.559
La Reserva Golf Course	9.954	13.818	3.864	100,00%	3.864
NH Sotogrande (Apartments)	4.766	4.353	-413	100,00%	-413
Ribera del Marlin	43.403	30.787	-12.616	50,00%	-6.308
Los Alcornoques	7.999	8.104	105	50,00%	52
Beach Club " El Cucurucho"	3.016	3.985	969	92,51%	896
Other Sotogrande RE Assets	62.349	196.466	134.117	100,00%	134.117
Cap Cana - Corp. Hot. Dominicana	20.182	74.403	54.221	25,00%	13.555
Cap Cana - Corp. Hot. Oriental	18.833	51.589	32.756	25,00%	8.189
Isla Poniente	27.557	205.210	177.653	35,50%	63.067
Punta Blanca	61.770	87.868	26.099	17,75%	4.632
<b>Total</b>	<b>302.646</b>	<b>713.080</b>	<b>410.434</b>		<b>215.445</b>

As a result, Sotogrande's NAV attributed to the parent company, as of June 30, 2013, is €304.0 million, as shown in the following table (in thousands of euros):

Assets	NAV attributed to Sotogrande
<b>Beginning book value (Consolidated Statutory Accounts)</b>	<b>88.561</b>
Adjustments:	
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	-4.648
NH Almenara Hotel & Golf Course	-1.559
La Reserva Golf Course	3.864
NH Sotogrande (Apartments)	-413
Ribera del Marlin	-6.308
Los Alcornoques	52
Beach Club " El Cucurucho"	896
Other Sotogrande RE Assets	134.117
Cap Cana - Corp. Hot. Dominicana	13.555
Cap Cana - Corp. Hot. Oriental	8.189
Isla Poniente	63.067
Punta Blanca	4.632
<b>Total adjustments</b>	<b>215.445</b>
<b>Ending book value attributed to Sotogrande</b>	<b>304.006</b>

We have not independently investigated or otherwise verified the historical data provided to us. We do not express an opinion or offer any form of assurance regarding the accuracy of data or its completeness. No audit, even limited, has been carried out. We have considered the information provided as reliable and accurate. We have assumed that the information provided to us is a fair representation of the Assets as of the Valuation Date. Therefore, American Appraisal will accept no responsibility for any error or omission in the report arising from incorrect information provided by Company or in respect of the failure of forecasts to be achieved.

The financial forecasts used in the preparation of this report reflect Company management's judgment, based on present circumstances, as to the most likely set of conditions and the course of action it is most likely to take. It is usually the case that some events and circumstances do not occur as expected or are not anticipated. Therefore, actual results during the forecast period will almost always differ from the forecasts and as such differences may be material.

O.T. 09376. Conclusion

We do not assume any responsibility in relation with the condition of the Assets valued or any claims or liens that may affect the results of this study. Our opinion of value is subject to the hypotheses described in this report, as well as the limiting conditions and general service conditions detailed in Exhibit C.

## Exhibit A: Hotels Valuation

Hotels	100% Value	NH Stake
NH Brussels City Centre	29.702	29.702
NH Grand Place Arenberg	20.490	20.490
NH Stephanie	8.609	8.609
NH Brussels Airport	33.265	33.265
NH Brugge	13.666	13.666
NH Gent Belfort	28.067	28.067
NH Gent Sint Pieters	3.162	3.162
NH Mechelen	4.115	4.115
NH Conference Centre Koningshof	62.711	62.711
NH Conference Centre Leeuwenhorst	72.251	72.251
NH Schiphol Airport	50.787	50.787
NH Amsterdam Centre	74.261	74.261
NH Zoetermeer	10.058	10.058
NH Conference Centre Sparrenhorst	12.385	12.385
NH Barbizon Palace	92.792	92.792
NH Best	4.662	4.662
NH Capelle	13.252	13.252
NH Geldrop	11.038	11.038
NH Marquette	4.934	4.934
NH Naarden	11.867	11.867
NH Zandvoort	22.656	22.656
NH Eurobuilding	74.649	74.649
NH Almenara	9.605	9.319
NH Donnafugata Golf Resort & SPA	17.122	16.215
<b>Total Hotels</b>	<b>686.103</b>	<b>684.909</b>

**NH Brussels City Centre  
Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>6,804</b>	<b>3,308</b>	<b>3,277</b>	<b>6,858</b>	<b>7,134</b>	<b>7,413</b>	<b>7,696</b>	<b>7,880</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,368</b>	<b>1,284</b>	<b>1,135</b>	<b>2,577</b>	<b>2,714</b>	<b>2,853</b>	<b>2,991</b>	<b>3,063</b>
% of revenue	34.8%	38.8%	34.6%	37.6%	38.0%	38.5%	38.9%	38.9%
Depreciation	(547)	(246)	(245)	(509)	(544)	(580)	(618)	(315)
<b>EBIT</b>	<b>1,822</b>	<b>1,037</b>	<b>890</b>	<b>2,068</b>	<b>2,171</b>	<b>2,273</b>	<b>2,374</b>	<b>2,748</b>
% of revenue	26.8%	31.4%	27.2%	30.2%	30.4%	30.7%	30.8%	34.9%
Taxes (on EBIT)	(619)	(353)	(302)	(703)	(738)	(773)	(807)	(934)
<b>NOPLAT</b>	<b>1,202</b>	<b>685</b>	<b>587</b>	<b>1,365</b>	<b>1,433</b>	<b>1,500</b>	<b>1,567</b>	<b>1,814</b>
% of revenue	17.7%	20.7%	17.9%	19.9%	20.1%	20.2%	20.4%	23.0%
(+) Depreciation	547	246	245	509	544	580	618	315
<b>Operating cash flow</b>	<b>1,749</b>	<b>931</b>	<b>832</b>	<b>1,874</b>	<b>1,976</b>	<b>2,081</b>	<b>2,185</b>	<b>2,129</b>
% of revenue	25.7%	28.1%	25.4%	27.3%	27.7%	28.1%	28.4%	27.0%
(-) Total CAPEX	(272)		(263)	(274)	(285)	(297)	(308)	(315)
(+ / -) Working Capital Investment		2	1	(8)	(7)	(7)	(7)	(5)
<b>Free cash flow</b>		<b>933</b>	<b>570</b>	<b>1,592</b>	<b>1,684</b>	<b>1,777</b>	<b>1,870</b>	<b>1,809</b>
% of revenue		28.2%	17.4%	23.2%	23.6%	24.0%	24.3%	23.0%

**NPV of FCF as of 30/06/2013** **6,267**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.9%
Perpetuity growth rate (g)	2.4%
Normalized Cash Flow	1,809
Terminal value	32,657
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>24,050</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	2,654
Terminal Value	30,845
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>22,715</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **23,383**

**Correction for Tax Shield in TV** **52**

**Market Value as of 30/06/2013** **29,702**

**NH Grand Place Arenberg  
Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected 2015 2016 2017			Normalized
<b>Total Revenue</b>	<b>4,525</b>	<b>2,197</b>	<b>2,343</b>	<b>4,709</b>	<b>4,880</b>	<b>5,052</b>	<b>5,225</b>	<b>5,351</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,598</b>	<b>840</b>	<b>864</b>	<b>1,803</b>	<b>1,886</b>	<b>1,970</b>	<b>2,053</b>	<b>2,102</b>
% of revenue	35.3%	38.3%	36.9%	38.3%	38.7%	39.0%	39.3%	39.3%
Depreciation	(294)	(146)	(144)	(302)	(326)	(351)	(377)	(214)
<b>EBIT</b>	<b>1,304</b>	<b>694</b>	<b>720</b>	<b>1,501</b>	<b>1,560</b>	<b>1,619</b>	<b>1,676</b>	<b>1,888</b>
% of revenue	28.8%	31.6%	30.7%	31.9%	32.0%	32.1%	32.1%	35.3%
Taxes (on EBIT)	(443)	(236)	(245)	(510)	(530)	(550)	(570)	(642)
<b>NOPLAT</b>	<b>861</b>	<b>458</b>	<b>476</b>	<b>991</b>	<b>1,030</b>	<b>1,069</b>	<b>1,107</b>	<b>1,246</b>
% of revenue	19.0%	20.9%	20.3%	21.0%	21.1%	21.2%	21.2%	23.3%
(+) Depreciation	294	146	144	302	326	351	377	214
<b>Operating cash flow</b>	<b>1,155</b>	<b>605</b>	<b>620</b>	<b>1,293</b>	<b>1,356</b>	<b>1,420</b>	<b>1,483</b>	<b>1,460</b>
% of revenue	25.5%	27.5%	26.4%	27.5%	27.8%	28.1%	28.4%	27.3%
(-) Total CAPEX	(181)		(182)	(188)	(195)	(202)	(209)	(214)
(+ / -) Working Capital Investment		2	(4)	(1)	(4)	(4)	(4)	(3)
<b>Free cash flow</b>		<b>606</b>	<b>434</b>	<b>1,104</b>	<b>1,157</b>	<b>1,213</b>	<b>1,270</b>	<b>1,243</b>
% of revenue		27.6%	18.5%	23.4%	23.7%	24.0%	24.3%	23.2%

NPV of FCF as of 30/06/2013 **4,340**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.9%
Perpetuity growth rate (g)	2.4%
Normalized Cash Flow	1,243
Terminal value	22,440
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>16,526</b>

**Exit Multiple**

EBITDA Multiple	11.6x
Average EBITDA12-17	1,836
Terminal Value	21,339
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>15,715</b>

Weighted NPV of TV as of 30/06/2013 **16,120**

Correction for Tax Shield in TV **30**

Market Value as of 30/06/2013 **20,490**

**NH Stephanie**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected 2015 2016 2017			Normalized
<b>Total Revenue</b>	<b>1,975</b>	<b>920</b>	<b>1,014</b>	<b>2,014</b>	<b>2,096</b>	<b>2,179</b>	<b>2,265</b>	<b>2,319</b>
<b>EBITDA</b>	<b>637</b>	<b>324</b>	<b>343</b>	<b>725</b>	<b>778</b>	<b>833</b>	<b>889</b>	<b>910</b>
% of revenue	32.3%	35.2%	33.8%	36.0%	37.1%	38.2%	39.2%	39.2%
Depreciation	(121)	(59)	(57)	(121)	(131)	(142)	(153)	(93)
<b>EBIT</b>	<b>516</b>	<b>265</b>	<b>286</b>	<b>604</b>	<b>647</b>	<b>691</b>	<b>736</b>	<b>817</b>
% of revenue	26.1%	28.8%	28.2%	30.0%	30.9%	31.7%	32.5%	35.2%
Taxes (on EBIT)	(175)	(90)	(97)	(205)	(220)	(235)	(250)	(278)
<b>NOPLAT</b>	<b>341</b>	<b>175</b>	<b>189</b>	<b>399</b>	<b>427</b>	<b>456</b>	<b>486</b>	<b>540</b>
% of revenue	17.2%	19.0%	18.6%	19.8%	20.4%	20.9%	21.4%	23.3%
(+) Depreciation	121	59	57	121	131	142	153	93
<b>Operating cash flow</b>	<b>462</b>	<b>233</b>	<b>246</b>	<b>520</b>	<b>558</b>	<b>598</b>	<b>639</b>	<b>632</b>
% of revenue	23.4%	25.4%	24.3%	25.8%	26.6%	27.4%	28.2%	27.3%
(-) Total CAPEX	(79)		(77)	(81)	(84)	(87)	(91)	(93)
(+ / -) Working Capital Investment		2	(2)	0	(2)	(2)	(2)	(1)
<b>Free cash flow</b>		<b>235</b>	<b>166</b>	<b>440</b>	<b>473</b>	<b>509</b>	<b>546</b>	<b>538</b>
% of revenue		25.6%	16.4%	21.8%	22.5%	23.4%	24.1%	23.2%

NPV of FCF as of 30/06/2013 1,782

Terminal value calculations

Gordon-Shapiro

WACC Terminal Value	7.9%
Perpetuity growth rate (g)	2.4%
Normalized Cash Flow	538
Terminal value	9,714
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>7,153</b>

Exit Multiple

EBITDA Multiple	11.6x
Average EBITDA12-17	755
Terminal Value	8,774
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>6,461</b>

Weighted NPV of TV as of 30/06/2013 6,807

Correction for Tax Shield in TV 19

**Market Value as of 30/06/2013 8,609**

**NH Brussels Airport  
Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>6,938</b>	<b>3,682</b>	<b>3,351</b>	<b>7,317</b>	<b>7,598</b>	<b>7,880</b>	<b>8,164</b>	<b>8,360</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,578</b>	<b>1,447</b>	<b>1,215</b>	<b>2,823</b>	<b>2,961</b>	<b>3,098</b>	<b>3,233</b>	<b>3,311</b>
% of revenue	37.2%	39.3%	36.3%	38.6%	39.0%	39.3%	39.6%	39.6%
Depreciation	(7,637)	(391)	(390)	(799)	(837)	(875)	(915)	(334)
<b>EBIT</b>	<b>(5,059)</b>	<b>1,057</b>	<b>825</b>	<b>2,024</b>	<b>2,124</b>	<b>2,223</b>	<b>2,318</b>	<b>2,976</b>
% of revenue	-72.9%	28.7%	24.6%	27.7%	28.0%	28.2%	28.4%	35.6%
Taxes (on EBIT)	0	(359)	(280)	(688)	(722)	(755)	(788)	(1,012)
<b>NOPLAT</b>	<b>(5,059)</b>	<b>697</b>	<b>545</b>	<b>1,336</b>	<b>1,402</b>	<b>1,467</b>	<b>1,530</b>	<b>1,965</b>
% of revenue	-72.9%	18.9%	16.3%	18.3%	18.5%	18.6%	18.7%	23.5%
(+) Depreciation	7,637	391	390	799	837	875	915	334
<b>Operating cash flow</b>	<b>2,578</b>	<b>1,088</b>	<b>935</b>	<b>2,135</b>	<b>2,239</b>	<b>2,343</b>	<b>2,445</b>	<b>2,299</b>
% of revenue	37.2%	29.6%	27.9%	29.2%	29.5%	29.7%	30.0%	27.5%
(-) Total CAPEX	(278)		(281)	(293)	(304)	(315)	(327)	(334)
(+ / -) Working Capital Investment		(5)	8	(16)	(7)	(7)	(7)	(5)
<b>Free cash flow</b>		<b>1,083</b>	<b>662</b>	<b>1,827</b>	<b>1,928</b>	<b>2,020</b>	<b>2,112</b>	<b>1,960</b>
% of revenue		29.4%	19.7%	25.0%	25.4%	25.6%	25.9%	23.4%

NPV of FCF as of 30/06/2013 7,156

Terminal value calculations

Gordon-Shapiro

WACC Terminal Value	7.9%
Perpetuity growth rate (g)	2.4%
Normalized Cash Flow	1,960
Terminal value	35,374
<b>NPV of TV(Gordon-Shapiro)</b>	<b>26,051</b>

Exit Multiple

EBIT DAMultiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	2,893
Terminal Value	33,622
<b>NPV of TV(Exit Multiple)</b>	<b>24,760</b>

Weighted NPV of TV as of 30/06/2013 25,405

Correction for Tax Shield in TV 703

Market Value as of 30/06/2013 33,265

**NH Brugge**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>4,577</b>	<b>2,212</b>	<b>2,557</b>	<b>5,016</b>	<b>5,268</b>	<b>5,520</b>	<b>5,772</b>	<b>5,911</b>
<b>EBITDA</b>	<b>843</b>	<b>398</b>	<b>626</b>	<b>1,156</b>	<b>1,269</b>	<b>1,381</b>	<b>1,490</b>	<b>1,526</b>
% of revenue	18.4%	18.0%	24.5%	23.1%	24.1%	25.0%	25.8%	25.8%
Depreciation	(386)	(143)	(123)	(279)	(305)	(332)	(360)	(236)
<b>EBIT</b>	<b>457</b>	<b>255</b>	<b>502</b>	<b>878</b>	<b>964</b>	<b>1,049</b>	<b>1,131</b>	<b>1,290</b>
% of revenue	10.0%	11.5%	19.6%	17.5%	18.3%	19.0%	19.6%	21.8%
Taxes (on EBIT)	(155)	(87)	(171)	(298)	(328)	(357)	(384)	(438)
<b>NOPLAT</b>	<b>301</b>	<b>168</b>	<b>332</b>	<b>579</b>	<b>637</b>	<b>693</b>	<b>746</b>	<b>851</b>
% of revenue	6.6%	7.6%	13.0%	11.5%	12.1%	12.6%	12.9%	14.4%
(+) Depreciation	386	143	123	279	305	332	360	236
<b>Operating cash flow</b>	<b>687</b>	<b>311</b>	<b>455</b>	<b>858</b>	<b>941</b>	<b>1,024</b>	<b>1,106</b>	<b>1,088</b>
% of revenue	15.0%	14.1%	17.8%	17.1%	17.9%	18.6%	19.2%	18.4%
(-) Total CAPEX	(183)		(191)	(201)	(211)	(221)	(231)	(236)
(+ / -) Working Capital Investment		2	(9)	2	(6)	(6)	(6)	(4)
<b>Free cash flow</b>		<b>313</b>	<b>256</b>	<b>660</b>	<b>724</b>	<b>797</b>	<b>869</b>	<b>848</b>
% of revenue		14.2%	10.0%	13.2%	13.7%	14.4%	15.0%	14.3%

NPV of FCF as of 30/06/2013 **2,757**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.9%
Perpetuity growth rate (g)	2.4%
Normalized Cash Flow	848
Terminal value	15,303
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>11,270</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	1,194
Terminal Value	13,876
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>10,219</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **10,744**

**Correction for Tax Shield in TV** **165**

**Market Value as of 30/06/2013** **13,666**

**NH Gent Belfort**  
**Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>7,825</b>	<b>3,686</b>	<b>3,774</b>	<b>7,824</b>	<b>8,195</b>	<b>8,571</b>	<b>8,952</b>	<b>9,166</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,356</b>	<b>1,093</b>	<b>1,049</b>	<b>2,347</b>	<b>2,525</b>	<b>2,705</b>	<b>2,884</b>	<b>2,953</b>
% of revenue	30.1%	29.7%	27.8%	30.0%	30.8%	31.6%	32.2%	32.2%
Depreciation	(631)	(271)	(271)	(562)	(602)	(644)	(688)	(367)
<b>EBIT</b>	<b>1,725</b>	<b>822</b>	<b>778</b>	<b>1,785</b>	<b>1,923</b>	<b>2,061</b>	<b>2,196</b>	<b>2,586</b>
% of revenue	22.0%	22.3%	20.6%	22.8%	23.5%	24.0%	24.5%	28.2%
Taxes (on EBIT)	(586)	(279)	(264)	(607)	(654)	(701)	(746)	(879)
<b>NOPLAT</b>	<b>1,139</b>	<b>543</b>	<b>514</b>	<b>1,178</b>	<b>1,269</b>	<b>1,361</b>	<b>1,450</b>	<b>1,707</b>
% of revenue	14.6%	14.7%	13.6%	15.1%	15.5%	15.9%	16.2%	18.6%
(+) Depreciation	631	271	271	562	602	644	688	367
<b>Operating cash flow</b>	<b>1,770</b>	<b>814</b>	<b>785</b>	<b>1,740</b>	<b>1,871</b>	<b>2,004</b>	<b>2,137</b>	<b>2,074</b>
% of revenue	22.6%	22.1%	20.8%	22.2%	22.8%	23.4%	23.9%	22.6%
(-) Total CAPEX	(313)		(298)	(313)	(328)	(343)	(358)	(367)
(+ / -) Working Capital Investment		6	(2)	(7)	(9)	(10)	(10)	(5)
<b>Free cash flow</b>		<b>820</b>	<b>484</b>	<b>1,420</b>	<b>1,534</b>	<b>1,652</b>	<b>1,769</b>	<b>1,702</b>
% of revenue		22.2%	12.8%	18.2%	18.7%	19.3%	19.8%	18.6%

NPV of FCF as of 30/06/2013 5,723

Terminal value calculations

Gordon-Shapiro

WACC Terminal Value	7.9%
Perpetuity growth rate (g)	2.4%
Normalized Cash Flow	1,702
Terminal value	30,715
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>22,620</b>

Exit Multiple

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	2,493
Terminal Value	28,979
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>21,341</b>

Weighted NPV of TV as of 30/06/2013 21,981

Correction for Tax Shield in TV 364

Market Value as of 30/06/2013 28,067

**NH Gent Sint Pieters**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>1,312</b>	<b>609</b>	<b>693</b>	<b>1,347</b>	<b>1,392</b>	<b>1,437</b>	<b>1,483</b>	<b>1,519</b>
<b>EBITDA</b>	<b>177</b>	<b>51</b>	<b>133</b>	<b>226</b>	<b>263</b>	<b>301</b>	<b>338</b>	<b>346</b>
% of revenue	13.5%	8.3%	19.2%	16.8%	18.9%	20.9%	22.8%	22.8%
Depreciation	(163)	(81)	(80)	(165)	(171)	(179)	(186)	(61)
<b>EBIT</b>	<b>13</b>	<b>(30)</b>	<b>53</b>	<b>62</b>	<b>92</b>	<b>122</b>	<b>152</b>	<b>285</b>
% of revenue	1.0%	-5.0%	7.7%	4.6%	6.6%	8.5%	10.3%	18.8%
Taxes (on EBIT)	(5)	0	(18)	(21)	(31)	(42)	(52)	(97)
<b>NOPLAT</b>	<b>9</b>	<b>(30)</b>	<b>35</b>	<b>41</b>	<b>61</b>	<b>81</b>	<b>100</b>	<b>188</b>
% of revenue	0.7%	-5.0%	5.1%	3.0%	4.4%	5.6%	6.8%	12.4%
(+) Depreciation	163	81	80	165	171	179	186	61
<b>Operating cash flow</b>	<b>172</b>	<b>51</b>	<b>115</b>	<b>205</b>	<b>232</b>	<b>259</b>	<b>286</b>	<b>249</b>
% of revenue	13.1%	8.3%	16.6%	15.3%	16.7%	18.0%	19.3%	16.4%
(-) Total CAPEX	(52)		(52)	(54)	(56)	(57)	(59)	(61)
(+ / -) Working Capital Investment		1	(2)	1	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>Free cash flow</b>		<b>52</b>	<b>61</b>	<b>153</b>	<b>175</b>	<b>201</b>	<b>226</b>	<b>188</b>
% of revenue		8.5%	8.8%	11.3%	12.6%	14.0%	15.2%	12.3%

NPV of FCF as of 30/06/2013 **677**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.9%
Perpetuity growth rate (g)	2.4%
Normalized Cash Flow	188
Terminal value	3,385
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>2,492</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	248
Terminal Value	2,885
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>2,124</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **2,308**

**Correction for Tax Shield in TV** **176**

**Market Value as of 30/06/2013** **3,162**

**NH Mechelen**  
**Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>1,008</b>	<b>610</b>	<b>568</b>	<b>1,205</b>	<b>1,232</b>	<b>1,259</b>	<b>1,287</b>	<b>1,317</b>
<b>EBITDA</b>	<b>242</b>	<b>195</b>	<b>178</b>	<b>387</b>	<b>395</b>	<b>404</b>	<b>411</b>	<b>421</b>
% of revenue	24.0%	32.0%	31.4%	32.1%	32.1%	32.1%	32.0%	32.0%
Depreciation	(108)	(51)	(51)	(105)	(112)	(118)	(124)	(53)
<b>EBIT</b>	<b>134</b>	<b>144</b>	<b>127</b>	<b>281</b>	<b>284</b>	<b>286</b>	<b>287</b>	<b>369</b>
% of revenue	13.3%	23.6%	22.4%	23.4%	23.0%	22.7%	22.3%	28.0%
Taxes (on EBIT)	(46)	(49)	(43)	(96)	(96)	(97)	(98)	(125)
<b>NOPLAT</b>	<b>88</b>	<b>95</b>	<b>84</b>	<b>186</b>	<b>187</b>	<b>189</b>	<b>190</b>	<b>243</b>
% of revenue	8.8%	15.6%	14.8%	15.4%	15.2%	15.0%	14.7%	18.5%
(+) Depreciation	108	51	51	105	112	118	124	53
<b>Operating cash flow</b>	<b>197</b>	<b>146</b>	<b>135</b>	<b>291</b>	<b>299</b>	<b>307</b>	<b>314</b>	<b>296</b>
% of revenue	19.5%	24.0%	23.8%	24.2%	24.3%	24.3%	24.4%	22.5%
(-) Total CAPEX	(40)		(47)	(48)	(49)	(50)	(51)	(53)
(+ / -) Working Capital Investment		(3)	1	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>Free cash flow</b>		<b>143</b>	<b>89</b>	<b>241</b>	<b>249</b>	<b>255</b>	<b>262</b>	<b>242</b>
% of revenue		23.5%	15.7%	20.0%	20.2%	20.3%	20.3%	18.4%

**NPV of FCF as of 30/06/2013** **920**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7,9%
Perpetuity growth rate (g)	2,4%
Normalized Cash Flow	242
Terminal value	4.377
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>3.223</b>

**Exit Multiple**

EBITDA Multiple	11,6x
Normalized EBITDA	369
Terminal Value	4.287
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>3.157</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **3.190**

**Correction for Tax Shield in TV** **4**

**Market Value as of 30/06/2013** **4.115**

**NH Conference Centre Koningshof**

**Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected 2015 2016 2017			Normalized
<b>Total Revenue</b>	<b>14,860</b>	<b>7,946</b>	<b>7,035</b>	<b>16,153</b>	<b>17,356</b>	<b>18,601</b>	<b>19,887</b>	<b>20,285</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,144</b>	<b>2,182</b>	<b>1,884</b>	<b>4,658</b>	<b>5,322</b>	<b>5,976</b>	<b>6,665</b>	<b>6,798</b>
% of revenue	27.9%	27.5%	26.8%	28.8%	30.7%	32.1%	33.5%	33.5%
Depreciation	(1,340)	(643)	(617)	(1,320)	(1,446)	(1,581)	(1,725)	(1,217)
<b>EBIT</b>	<b>2,804</b>	<b>1,540</b>	<b>1,267</b>	<b>3,338</b>	<b>3,876</b>	<b>4,395</b>	<b>4,940</b>	<b>5,581</b>
% of revenue	18.9%	19.4%	18.0%	20.7%	22.3%	23.6%	24.8%	27.5%
Taxes (on EBIT)	(701)	(385)	(317)	(835)	(969)	(1,099)	(1,235)	(1,395)
<b>NOPLAT</b>	<b>2,103</b>	<b>1,155</b>	<b>950</b>	<b>2,504</b>	<b>2,907</b>	<b>3,297</b>	<b>3,705</b>	<b>4,186</b>
% of revenue	14.2%	14.5%	13.5%	15.5%	16.7%	17.7%	18.6%	20.6%
(+) Depreciation	1,340	643	617	1,320	1,446	1,581	1,725	1,217
<b>Operating cash flow</b>	<b>3,443</b>	<b>1,797</b>	<b>1,568</b>	<b>3,824</b>	<b>4,353</b>	<b>4,877</b>	<b>5,430</b>	<b>5,403</b>
% of revenue	23.2%	22.6%	22.3%	23.7%	25.1%	26.2%	27.3%	26.6%
(-) Total CAPEX	(892)		(899)	(969)	(1,041)	(1,116)	(1,193)	(1,217)
(+ / -) Working Capital Investment		(13)	23	(53)	(31)	(32)	(33)	(10)
<b>Free cash flow</b>		<b>1,784</b>	<b>692</b>	<b>2,802</b>	<b>3,281</b>	<b>3,730</b>	<b>4,204</b>	<b>4,176</b>
% of revenue		22.5%	9.8%	17.3%	18.9%	20.1%	21.1%	20.6%

**NPV of FCF as of 30/06/2013** **12,227**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	4,176
Terminal value	73,767
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>54,890</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	5,139
Terminal Value	59,731
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>44,446</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **49,668**

**Correction for Tax Shield in TV** **815**

**Market Value as of 30/06/2013** **62,711**

**NH Conference Centre Leeuwenhorst**

**Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected 2015 2016 2017			Normalized
<b>Total Revenue</b>	17,877	7,873	9,023	18,023	19,181	20,374	21,602	22,034
<b>EBITDA</b>	5,449	1,955	2,555	5,209	5,999	6,787	7,621	7,774
% of revenue	30.5%	24.8%	28.3%	28.9%	31.3%	33.3%	35.3%	35.3%
Depreciation	(1,334)	(665)	(666)	(1,398)	(1,538)	(1,686)	(1,844)	(1,322)
<b>EBIT</b>	4,115	1,290	1,889	3,811	4,461	5,100	5,778	6,452
% of revenue	23.0%	16.4%	20.9%	21.1%	23.3%	25.0%	26.7%	29.3%
Taxes (on EBIT)	(1,029)	(322)	(472)	(953)	(1,115)	(1,275)	(1,444)	(1,613)
<b>NOPLAT</b>	3,086	967	1,417	2,858	3,345	3,825	4,333	4,839
% of revenue	17.3%	12.3%	15.7%	15.9%	17.4%	18.8%	20.1%	22.0%
(+) Depreciation	1,334	665	666	1,398	1,538	1,686	1,844	1,322
<b>Operating cash flow</b>	4,420	1,632	2,083	4,257	4,883	5,512	6,177	6,161
% of revenue	24.7%	20.7%	23.1%	23.6%	25.5%	27.1%	28.6%	28.0%
(-) Total CAPEX	(1,073)		(1,014)	(1,081)	(1,151)	(1,222)	(1,296)	(1,322)
(+ / -) Working Capital Investment		27	(29)	1	(29)	(30)	(31)	(11)
<b>Free cash flow</b>		1,659	1,040	3,176	3,703	4,259	4,849	4,828
% of revenue		21.1%	11.5%	17.6%	19.3%	20.9%	22.4%	21.9%

NPV of FCF as of 30/06/2013 14,184

Terminal value calculations

Gordon-Shapiro

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	4,828
Terminal value	85,280
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	63,457

Exit Multiple

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	5,929
Terminal Value	68,917
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	51,281

Weighted NPV of TV as of 30/06/2013 57,369

Correction for Tax Shield in TV 697

Market Value as of 30/06/2013 72,251

**NH Schiphol Airport  
Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>10,545</b>	<b>4,981</b>	<b>4,766</b>	<b>10,811</b>	<b>11,928</b>	<b>13,100</b>	<b>14,327</b>	<b>14,613</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,495</b>	<b>1,475</b>	<b>1,305</b>	<b>3,345</b>	<b>3,974</b>	<b>4,615</b>	<b>5,294</b>	<b>5,400</b>
% of revenue	33.1%	29.6%	27.4%	30.9%	33.3%	35.2%	37.0%	37.0%
Depreciation	(356)	(174)	(166)	(367)	(424)	(486)	(555)	(585)
<b>EBIT</b>	<b>3,139</b>	<b>1,301</b>	<b>1,139</b>	<b>2,978</b>	<b>3,550</b>	<b>4,128</b>	<b>4,739</b>	<b>4,815</b>
% of revenue	29.8%	26.1%	23.9%	27.5%	29.8%	31.5%	33.1%	33.0%
Taxes (on EBIT)	(785)	(325)	(285)	(745)	(887)	(1,032)	(1,185)	(1,204)
<b>NOPLAT</b>	<b>2,354</b>	<b>976</b>	<b>854</b>	<b>2,234</b>	<b>2,662</b>	<b>3,096</b>	<b>3,554</b>	<b>3,612</b>
% of revenue	22.3%	19.6%	17.9%	20.7%	22.3%	23.6%	24.8%	24.7%
(+) Depreciation	356	174	166	367	424	486	555	585
<b>Operating cash flow</b>	<b>2,710</b>	<b>1,150</b>	<b>1,021</b>	<b>2,601</b>	<b>3,086</b>	<b>3,583</b>	<b>4,109</b>	<b>4,196</b>
% of revenue	25.7%	23.1%	21.4%	24.1%	25.9%	27.3%	28.7%	28.7%
(-) Total CAPEX	(422)		(390)	(432)	(477)	(524)	(573)	(585)
(+ / -) Working Capital Investment		7	5	(32)	(28)	(30)	(31)	(7)
<b>Free cash flow</b>		<b>1,157</b>	<b>636</b>	<b>2,136</b>	<b>2,581</b>	<b>3,029</b>	<b>3,505</b>	<b>3,604</b>
% of revenue		23.2%	13.3%	19.8%	21.6%	23.1%	24.5%	24.7%

**NPV of FCF as of 30/06/2013** **9,868**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	3,604
Terminal value	63,669
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>47,376</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	3,917
Terminal Value	45,530
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>33,879</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **40,628**

**Correction for Tax Shield in TV** **291**

**Market Value as of 30/06/2013** **50,787**

**NH Amsterdam Centre**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>10,589</b>	<b>5,137</b>	<b>5,818</b>	<b>11,600</b>	<b>12,258</b>	<b>12,923</b>	<b>13,594</b>	<b>13,866</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5,179</b>	<b>2,417</b>	<b>2,783</b>	<b>5,623</b>	<b>6,083</b>	<b>6,532</b>	<b>6,991</b>	<b>7,131</b>
% of revenue	48.9%	47.0%	47.8%	48.5%	49.6%	50.5%	51.4%	51.4%
Depreciation	(302)	(150)	(147)	(326)	(385)	(448)	(514)	(555)
<b>EBIT</b>	<b>4,877</b>	<b>2,267</b>	<b>2,636</b>	<b>5,298</b>	<b>5,698</b>	<b>6,084</b>	<b>6,477</b>	<b>6,577</b>
% of revenue	46.1%	44.1%	45.3%	45.7%	46.5%	47.1%	47.6%	47.4%
Taxes (on EBIT)	(1,219)	(567)	(659)	(1,324)	(1,424)	(1,521)	(1,619)	(1,644)
<b>NOPLAT</b>	<b>3,658</b>	<b>1,700</b>	<b>1,977</b>	<b>3,973</b>	<b>4,273</b>	<b>4,563</b>	<b>4,858</b>	<b>4,933</b>
% of revenue	34.5%	33.1%	34.0%	34.3%	34.9%	35.3%	35.7%	35.6%
(+) Depreciation	302	150	147	326	385	448	514	555
<b>Operating cash flow</b>	<b>3,960</b>	<b>1,850</b>	<b>2,124</b>	<b>4,299</b>	<b>4,658</b>	<b>5,011</b>	<b>5,372</b>	<b>5,487</b>
% of revenue	37.4%	36.0%	36.5%	37.1%	38.0%	38.8%	39.5%	39.6%
(-) Total CAPEX	(424)		(438)	(464)	(490)	(517)	(544)	(555)
(+ / -) Working Capital Investment		4	(17)	1	(17)	(17)	(17)	(7)
<b>Free cash flow</b>		<b>1,854</b>	<b>1,668</b>	<b>3,836</b>	<b>4,151</b>	<b>4,477</b>	<b>4,811</b>	<b>4,926</b>
% of revenue		36.1%	28.7%	33.1%	33.9%	34.6%	35.4%	35.5%

**NPV of FCF as of 30/06/2013** **15,946**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	4,926
Terminal value	87,009
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>64,744</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	5,935
Terminal Value	68,982
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>51,330</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **58,037**

**Correction for Tax Shield in TV** **278**

**Market Value as of 30/06/2013** **74,261**

**NH Zoetermeer**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>2,417</b>	<b>1,337</b>	<b>1,215</b>	<b>2,761</b>	<b>2,969</b>	<b>3,178</b>	<b>3,387</b>	<b>3,455</b>
<b>EBITDA</b>	<b>580</b>	<b>302</b>	<b>297</b>	<b>706</b>	<b>823</b>	<b>935</b>	<b>1,049</b>	<b>1,070</b>
% of revenue	24.0%	22.6%	24.5%	25.6%	27.7%	29.4%	31.0%	31.0%
Depreciation	(142)	(68)	(64)	(140)	(154)	(169)	(186)	(138)
<b>EBIT</b>	<b>438</b>	<b>233</b>	<b>233</b>	<b>566</b>	<b>669</b>	<b>765</b>	<b>863</b>	<b>932</b>
% of revenue	18.1%	17.4%	19.2%	20.5%	22.5%	24.1%	25.5%	27.0%
Taxes (on EBIT)	(110)	(58)	(58)	(142)	(167)	(191)	(216)	(233)
<b>NOPLAT</b>	<b>329</b>	<b>175</b>	<b>175</b>	<b>425</b>	<b>502</b>	<b>574</b>	<b>648</b>	<b>699</b>
% of revenue	13.6%	13.1%	14.4%	15.4%	16.9%	18.1%	19.1%	20.2%
(+) Depreciation	142	68	64	140	154	169	186	138
<b>Operating cash flow</b>	<b>471</b>	<b>243</b>	<b>239</b>	<b>564</b>	<b>656</b>	<b>744</b>	<b>833</b>	<b>837</b>
% of revenue	19.5%	18.2%	19.7%	20.4%	22.1%	23.4%	24.6%	24.2%
(-) Total CAPEX	(97)		(102)	(110)	(119)	(127)	(135)	(138)
(+ / -) Working Capital Investment		(3)	3	(8)	(5)	(5)	(5)	(2)
<b>Free cash flow</b>		<b>240</b>	<b>140</b>	<b>446</b>	<b>532</b>	<b>611</b>	<b>693</b>	<b>697</b>
% of revenue		17.9%	11.5%	16.1%	17.9%	19.2%	20.4%	20.2%

**NPV of FCF as of 30/06/2013** **2,015**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	697
Terminal value	12,319
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>9,166</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	782
Terminal Value	9,090
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>6,764</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **7,965**

**Correction for Tax Shield in TV** **77**

**Market Value as of 30/06/2013** **10,058**

**NH Conference Centre Sparrenhorst**

**Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>3,634</b>	<b>1,861</b>	<b>1,786</b>	<b>3,957</b>	<b>4,269</b>	<b>4,582</b>	<b>4,896</b>	<b>4,994</b>
<b>EBITDA</b>	<b>876</b>	<b>429</b>	<b>322</b>	<b>899</b>	<b>1,061</b>	<b>1,215</b>	<b>1,372</b>	<b>1,399</b>
% of revenue	24.1%	23.1%	18.1%	22.7%	24.9%	26.5%	28.0%	28.0%
Depreciation	(394)	(193)	(189)	(397)	(428)	(461)	(497)	(300)
<b>EBIT</b>	<b>482</b>	<b>236</b>	<b>133</b>	<b>502</b>	<b>633</b>	<b>754</b>	<b>875</b>	<b>1,099</b>
% of revenue	13.3%	12.7%	7.4%	12.7%	14.8%	16.4%	17.9%	22.0%
Taxes (on EBIT)	(120)	(59)	(33)	(125)	(158)	(188)	(219)	(275)
<b>NOPLAT</b>	<b>361</b>	<b>177</b>	<b>100</b>	<b>376</b>	<b>475</b>	<b>565</b>	<b>656</b>	<b>825</b>
% of revenue	9.9%	9.5%	5.6%	9.5%	11.1%	12.3%	13.4%	16.5%
(+) Depreciation	394	193	189	397	428	461	497	300
<b>Operating cash flow</b>	<b>755</b>	<b>370</b>	<b>289</b>	<b>774</b>	<b>903</b>	<b>1,027</b>	<b>1,153</b>	<b>1,124</b>
% of revenue	20.8%	19.9%	16.2%	19.5%	21.2%	22.4%	23.5%	22.5%
(-) Total CAPEX	(218)		(219)	(237)	(256)	(275)	(294)	(300)
(+ / -) Working Capital Investment		(1)	2	(10)	(8)	(8)	(8)	(2)
<b>Free cash flow</b>		<b>369</b>	<b>72</b>	<b>526</b>	<b>639</b>	<b>744</b>	<b>851</b>	<b>822</b>
% of revenue		19.8%	4.0%	13.3%	15.0%	16.2%	17.4%	16.5%

**NPV of FCF as of 30/06/2013** **2,340**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	822
Terminal value	14,522
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>10,806</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	1,029
Terminal Value	11,961
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>8,901</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **9,853**

**Correction for Tax Shield in TV** **192**

**Market Value as of 30/06/2013** **12,385**

**NH Barbizon Palace**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>14,046</b>	<b>7,411</b>	<b>8,014</b>	<b>16,171</b>	<b>16,929</b>	<b>17,689</b>	<b>18,451</b>	<b>18,820</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,079</b>	<b>3,264</b>	<b>3,676</b>	<b>7,354</b>	<b>7,812</b>	<b>8,246</b>	<b>8,687</b>	<b>8,861</b>
% of revenue	43.3%	44.0%	45.9%	45.5%	46.1%	46.6%	47.1%	47.1%
Depreciation	(302)	(144)	(143)	(327)	(410)	(497)	(587)	(753)
<b>EBIT</b>	<b>5,778</b>	<b>3,120</b>	<b>3,534</b>	<b>7,027</b>	<b>7,402</b>	<b>7,749</b>	<b>8,100</b>	<b>8,108</b>
% of revenue	41.1%	42.1%	44.1%	43.5%	43.7%	43.8%	43.9%	43.1%
Taxes (on EBIT)	(1,444)	(780)	(883)	(1,757)	(1,850)	(1,937)	(2,025)	(2,027)
<b>NOPLAT</b>	<b>4,333</b>	<b>2,340</b>	<b>2,650</b>	<b>5,270</b>	<b>5,551</b>	<b>5,812</b>	<b>6,075</b>	<b>6,081</b>
% of revenue	30.9%	31.6%	33.1%	32.6%	32.8%	32.9%	32.9%	32.3%
(+) Depreciation	302	144	143	327	410	497	587	753
<b>Operating cash flow</b>	<b>4,635</b>	<b>2,484</b>	<b>2,793</b>	<b>5,598</b>	<b>5,961</b>	<b>6,308</b>	<b>6,662</b>	<b>6,834</b>
% of revenue	33.0%	33.5%	34.8%	34.6%	35.2%	35.7%	36.1%	36.3%
(-) Total CAPEX	(562)		(617)	(647)	(677)	(708)	(738)	(753)
(+ / -) Working Capital Investment		(10)	(15)	(4)	(19)	(19)	(19)	(9)
<b>Free cash flow</b>		<b>2,475</b>	<b>2,161</b>	<b>4,947</b>	<b>5,265</b>	<b>5,582</b>	<b>5,905</b>	<b>6,072</b>
% of revenue		33.4%	27.0%	30.6%	31.1%	31.6%	32.0%	32.3%

NPV of FCF as of 30/06/2013 **20,120**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	6,072
Terminal value	107,252
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>79,807</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	7,520
Terminal Value	87,406
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>65,039</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **72,423**

**Correction for Tax Shield in TV** **249**

**Market Value as of 30/06/2013** **92,792**

**NH Best**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>1,740</b>	<b>784</b>	<b>715</b>	<b>1,715</b>	<b>1,944</b>	<b>2,189</b>	<b>2,447</b>	<b>2,496</b>
<b>EBITDA</b>	<b>322</b>	<b>64</b>	<b>32</b>	<b>205</b>	<b>330</b>	<b>459</b>	<b>597</b>	<b>609</b>
% of revenue	18.5%	8.1%	4.5%	12.0%	17.0%	21.0%	24.4%	24.4%
Depreciation	(38)	(19)	(16)	(39)	(48)	(59)	(70)	(100)
<b>EBIT</b>	<b>284</b>	<b>45</b>	<b>16</b>	<b>166</b>	<b>282</b>	<b>400</b>	<b>527</b>	<b>509</b>
% of revenue	16.3%	5.8%	2.2%	9.7%	14.5%	18.3%	21.5%	20.4%
Taxes (on EBIT)	(71)	(11)	(4)	(41)	(70)	(100)	(132)	(127)
<b>NOPLAT</b>	<b>213</b>	<b>34</b>	<b>12</b>	<b>124</b>	<b>211</b>	<b>300</b>	<b>395</b>	<b>382</b>
% of revenue	12.2%	4.3%	1.6%	7.3%	10.9%	13.7%	16.2%	15.3%
(+) Depreciation	38	19	16	39	48	59	70	100
<b>Operating cash flow</b>	<b>251</b>	<b>52</b>	<b>28</b>	<b>163</b>	<b>260</b>	<b>359</b>	<b>466</b>	<b>482</b>
% of revenue	14.4%	6.7%	3.9%	9.5%	13.4%	16.4%	19.0%	19.3%
(-) Total CAPEX	(70)		(60)	(69)	(78)	(88)	(98)	(100)
(+ / -) Working Capital Investment		2	2	(7)	(6)	(6)	(7)	(1)
<b>Free cash flow</b>		<b>55</b>	<b>(30)</b>	<b>88</b>	<b>176</b>	<b>265</b>	<b>361</b>	<b>381</b>
% of revenue		7.0%	-4.2%	5.1%	9.1%	12.1%	14.8%	15.3%

NPV of FCF as of 30/06/2013 **685**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	381
Terminal value	6,727
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>5,006</b>

**Exit Multiple**

EBIT DAMultiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	335
Terminal Value	3,892
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>2,896</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **3,951**

**Correction for Tax Shield in TV** **26**

**Market Value as of 30/06/2013** **4,662**

**NH Capelle**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>2,851</b>	<b>1,441</b>	<b>1,158</b>	<b>2,872</b>	<b>3,155</b>	<b>3,451</b>	<b>3,760</b>	<b>3,835</b>
<b>EBITDA</b>	<b>915</b>	<b>441</b>	<b>282</b>	<b>874</b>	<b>1,042</b>	<b>1,211</b>	<b>1,390</b>	<b>1,418</b>
% of revenue	32.1%	30.6%	24.3%	30.4%	33.0%	35.1%	37.0%	37.0%
Depreciation	(129)	(57)	(51)	(115)	(130)	(147)	(165)	(153)
<b>EBIT</b>	<b>786</b>	<b>384</b>	<b>231</b>	<b>759</b>	<b>911</b>	<b>1,064</b>	<b>1,225</b>	<b>1,265</b>
% of revenue	27.6%	26.6%	19.9%	26.4%	28.9%	30.8%	32.6%	33.0%
Taxes (on EBIT)	(196)	(96)	(58)	(190)	(228)	(266)	(306)	(316)
<b>NOPLAT</b>	<b>589</b>	<b>288</b>	<b>173</b>	<b>569</b>	<b>684</b>	<b>798</b>	<b>919</b>	<b>949</b>
% of revenue	20.7%	20.0%	14.9%	19.8%	21.7%	23.1%	24.4%	24.7%
(+) Depreciation	129	57	51	115	130	147	165	153
<b>Operating cash flow</b>	<b>719</b>	<b>345</b>	<b>224</b>	<b>685</b>	<b>814</b>	<b>945</b>	<b>1,084</b>	<b>1,102</b>
% of revenue	25.2%	23.9%	19.4%	23.8%	25.8%	27.4%	28.8%	28.7%
(-) Total CAPEX	(114)		(104)	(115)	(126)	(138)	(150)	(153)
(+ / -) Working Capital Investment		(0)	7	(14)	(7)	(8)	(8)	(2)
<b>Free cash flow</b>		<b>345</b>	<b>128</b>	<b>556</b>	<b>681</b>	<b>800</b>	<b>926</b>	<b>947</b>
% of revenue		23.9%	11.0%	19.3%	21.6%	23.2%	24.6%	24.7%

NPV of FCF as of 30/06/2013 **2,558**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	947
Terminal value	16,724
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>12,444</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	1,026
Terminal Value	11,926
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>8,874</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **10,659**

**Correction for Tax Shield in TV** **35**

**Market Value as of 30/06/2013** **13,252**

**NH Geldrop**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected 2015 2016 2017			Normalized
<b>Total Revenue</b>	<b>2,920</b>	<b>1,257</b>	<b>1,157</b>	<b>2,732</b>	<b>3,072</b>	<b>3,438</b>	<b>3,830</b>	<b>3,907</b>
<b>EBITDA</b>	<b>694</b>	<b>107</b>	<b>57</b>	<b>358</b>	<b>586</b>	<b>830</b>	<b>1,100</b>	<b>1,122</b>
% of revenue	23.8%	8.5%	4.9%	13.1%	19.1%	24.1%	28.7%	28.7%
Depreciation	(125)	(52)	(51)	(110)	(124)	(140)	(159)	(156)
<b>EBIT</b>	<b>568</b>	<b>55</b>	<b>6</b>	<b>248</b>	<b>462</b>	<b>689</b>	<b>942</b>	<b>966</b>
% of revenue	19.5%	4.4%	0.5%	9.1%	15.0%	20.0%	24.6%	24.7%
Taxes (on EBIT)	(142)	(14)	(2)	(62)	(115)	(172)	(235)	(242)
<b>NOPLAT</b>	<b>426</b>	<b>41</b>	<b>5</b>	<b>186</b>	<b>346</b>	<b>517</b>	<b>706</b>	<b>725</b>
% of revenue	14.6%	3.3%	0.4%	6.8%	11.3%	15.0%	18.4%	18.5%
(+) Depreciation	125	52	51	110	124	140	159	156
<b>Operating cash flow</b>	<b>552</b>	<b>93</b>	<b>55</b>	<b>296</b>	<b>471</b>	<b>657</b>	<b>865</b>	<b>881</b>
% of revenue	18.9%	7.4%	4.8%	10.8%	15.3%	19.1%	22.6%	22.5%
(-) Total CAPEX	(117)		(97)	(109)	(123)	(138)	(153)	(156)
(+ / -) Working Capital Investment		5	3	(11)	(9)	(9)	(10)	(2)
<b>Free cash flow</b>		<b>99</b>	<b>(39)</b>	<b>176</b>	<b>339</b>	<b>511</b>	<b>702</b>	<b>723</b>
% of revenue		7.8%	-3.4%	6.4%	11.0%	14.9%	18.3%	18.5%

NPV of FCF as of 30/06/2013 **1,349**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	723
Terminal value	12,765
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>9,498</b>

**Exit Multiple**

EBITDA Multiple	11.6x
Normalized EBITDA	1,122
Terminal Value	13,045
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>9,707</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **9,603**

**Correction for Tax Shield in TV** **86**

**Market Value as of 30/06/2013** **11,038**

**NH Marquette  
Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>1,809</b>	<b>852</b>	<b>1,008</b>	<b>2,006</b>	<b>2,156</b>	<b>2,311</b>	<b>2,470</b>	<b>2,519</b>
<b>EBITDA</b>	<b>171</b>	<b>50</b>	<b>222</b>	<b>338</b>	<b>416</b>	<b>491</b>	<b>570</b>	<b>582</b>
% of revenue	9.5%	5.9%	22.0%	16.9%	19.3%	21.3%	23.1%	23.1%
Depreciation	(35)	(18)	(17)	(22)	(33)	(44)	(56)	(101)
<b>EBIT</b>	<b>136</b>	<b>33</b>	<b>204</b>	<b>316</b>	<b>383</b>	<b>447</b>	<b>514</b>	<b>481</b>
% of revenue	7.5%	3.8%	20.3%	15.8%	17.8%	19.4%	20.8%	19.1%
Taxes (on EBIT)	(34)	(8)	(51)	(79)	(96)	(112)	(129)	(120)
<b>NOPLAT</b>	<b>102</b>	<b>24</b>	<b>153</b>	<b>237</b>	<b>288</b>	<b>335</b>	<b>386</b>	<b>361</b>
% of revenue	5.6%	2.9%	15.2%	11.8%	13.3%	14.5%	15.6%	14.3%
(+) Depreciation	35	18	17	22	33	44	56	101
<b>Operating cash flow</b>	<b>137</b>	<b>42</b>	<b>171</b>	<b>259</b>	<b>320</b>	<b>379</b>	<b>442</b>	<b>461</b>
% of revenue	7.6%	4.9%	16.9%	12.9%	14.9%	16.4%	17.9%	18.3%
(-) Total CAPEX	(72)		(74)	(80)	(86)	(92)	(99)	(101)
(+ / -) Working Capital Investment		1	(4)	0	(4)	(4)	(4)	(1)
<b>Free cash flow</b>		<b>43</b>	<b>92</b>	<b>179</b>	<b>230</b>	<b>283</b>	<b>339</b>	<b>359</b>
% of revenue		5.1%	9.2%	8.9%	10.7%	12.2%	13.7%	14.3%

NPV of FCF as of 30/06/2013 935

Terminal value calculations

Gordon-Shapiro

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	359
Terminal value	6,348
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>4,724</b>

Exit Multiple

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	377
Terminal Value	4,377
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>3,257</b>

Weighted NPV of TV as of 30/06/2013 3,990

Correction for Tax Shield in TV 9

**Market Value as of 30/06/2013 4,934**

**NH Naarden**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>2,624</b>	<b>1,261</b>	<b>1,254</b>	<b>2,865</b>	<b>3,237</b>	<b>3,630</b>	<b>4,044</b>	<b>4,124</b>
<b>EBITDA</b>	<b>626</b>	<b>242</b>	<b>256</b>	<b>684</b>	<b>894</b>	<b>1,109</b>	<b>1,339</b>	<b>1,366</b>
% of revenue	23.8%	19.2%	20.4%	23.9%	27.6%	30.6%	33.1%	33.1%
Depreciation	(91)	(42)	(45)	(95)	(110)	(127)	(146)	(165)
<b>EBIT</b>	<b>535</b>	<b>200</b>	<b>210</b>	<b>589</b>	<b>783</b>	<b>982</b>	<b>1,192</b>	<b>1,201</b>
% of revenue	20.4%	15.9%	16.8%	20.6%	24.2%	27.0%	29.5%	29.1%
Taxes (on EBIT)	(134)	(50)	(53)	(147)	(196)	(245)	(298)	(300)
<b>NOPLAT</b>	<b>401</b>	<b>150</b>	<b>158</b>	<b>442</b>	<b>588</b>	<b>736</b>	<b>894</b>	<b>901</b>
% of revenue	15.3%	11.9%	12.6%	15.4%	18.2%	20.3%	22.1%	21.8%
(+) Depreciation	91	42	45	95	110	127	146	165
<b>Operating cash flow</b>	<b>492</b>	<b>192</b>	<b>203</b>	<b>537</b>	<b>698</b>	<b>864</b>	<b>1,041</b>	<b>1,066</b>
% of revenue	18.7%	15.3%	16.2%	18.7%	21.6%	23.8%	25.7%	25.8%
(-) Total CAPEX	(105)		(101)	(115)	(129)	(145)	(162)	(165)
(+ / -) Working Capital Investment		1	0	(9)	(9)	(10)	(11)	(2)
<b>Free cash flow</b>		<b>194</b>	<b>103</b>	<b>413</b>	<b>559</b>	<b>708</b>	<b>869</b>	<b>898</b>
% of revenue		15.4%	8.2%	14.4%	17.3%	19.5%	21.5%	21.8%

NPV of FCF as of 30/06/2013 **2,180**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	898
Terminal value	15,871
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>11,810</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	858
Terminal Value	9,975
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>7,422</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **9,616**

**Correction for Tax Shield in TV** **71**

**Market Value as of 30/06/2013** **11,867**

**NH Zandvoort**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>5,411</b>	<b>2,487</b>	<b>3,047</b>	<b>5,921</b>	<b>6,328</b>	<b>6,747</b>	<b>7,179</b>	<b>7,323</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,310</b>	<b>501</b>	<b>945</b>	<b>1,634</b>	<b>1,852</b>	<b>2,064</b>	<b>2,288</b>	<b>2,333</b>
% of revenue	24.2%	20.2%	31.0%	27.6%	29.3%	30.6%	31.9%	31.9%
Depreciation	(337)	(155)	(150)	(319)	(350)	(382)	(417)	(293)
<b>EBIT</b>	<b>973</b>	<b>347</b>	<b>796</b>	<b>1,315</b>	<b>1,502</b>	<b>1,682</b>	<b>1,870</b>	<b>2,040</b>
% of revenue	18.0%	14.0%	26.1%	22.2%	23.7%	24.9%	26.1%	27.9%
Taxes (on EBIT)	(243)	(87)	(199)	(329)	(376)	(420)	(468)	(510)
<b>NOPLAT</b>	<b>730</b>	<b>260</b>	<b>597</b>	<b>986</b>	<b>1,127</b>	<b>1,261</b>	<b>1,403</b>	<b>1,530</b>
% of revenue	13.5%	10.5%	19.6%	16.7%	17.8%	18.7%	19.5%	20.9%
(+) Depreciation	337	155	150	319	350	382	417	293
<b>Operating cash flow</b>	<b>1,067</b>	<b>415</b>	<b>747</b>	<b>1,305</b>	<b>1,476</b>	<b>1,644</b>	<b>1,820</b>	<b>1,823</b>
% of revenue	19.7%	16.7%	24.5%	22.0%	23.3%	24.4%	25.4%	24.9%
(-) Total CAPEX	(216)		(221)	(237)	(253)	(270)	(287)	(293)
(+ / -) Working Capital Investment		6	(14)	4	(10)	(11)	(11)	(4)
<b>Free cash flow</b>		<b>420</b>	<b>511</b>	<b>1,073</b>	<b>1,213</b>	<b>1,363</b>	<b>1,522</b>	<b>1,527</b>
% of revenue		16.9%	16.8%	18.1%	19.2%	20.2%	21.2%	20.8%

Note: EBITDA reflects rental expense for rooms owned by third parties

<b>NPV of FCF as of 30/06/2013</b>	<b>4,768</b>
<b>Terminal value calculations</b>	
<b>Gordon-Shapiro</b>	
WACC Terminal Value	7.7%
Perpetuity growth rate (g)	2.0%
Normalized Cash Flow	1,527
Terminal value	26,968
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>20,067</b>
<b>Exit Multiple</b>	
EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	1,766
Terminal Value	20,525
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>15,273</b>
<b>Weighted NPV of TV as of 30/06/2013</b>	<b>17,670</b>
<b>Correction for Tax Shield in TV</b>	<b>218</b>
<b>Market Value as of 30/06/2013</b>	<b>22,656</b>

**NH Eurobuilding**  
**Profit and Loss Account**  
 €'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected			Normalized
					2015	2016	2017	
<b>Total Revenue</b>	<b>18,608</b>	<b>10,443</b>	<b>9,123</b>	<b>17,049</b>	<b>27,958</b>	<b>31,252</b>	<b>33,086</b>	<b>33,781</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,171</b>	<b>1,923</b>	<b>2,247</b>	<b>3,479</b>	<b>10,374</b>	<b>12,557</b>	<b>13,614</b>	<b>13,900</b>
% of revenue	17.0%	18.4%	24.6%	20.4%	37.1%	40.2%	41.1%	41.1%
Depreciation	(802)	(414)	(399)	(1,213)	(1,628)	(1,628)	(1,704)	(1,250)
<b>EBIT</b>	<b>2,369</b>	<b>1,509</b>	<b>1,849</b>	<b>2,266</b>	<b>8,746</b>	<b>10,929</b>	<b>11,910</b>	<b>12,650</b>
% of revenue	12.7%	14.4%	20.3%	13.3%	31.3%	35.0%	36.0%	37.4%
Taxes (on EBIT)	(711)	(453)	(555)	(680)	(2,624)	(3,279)	(3,573)	(3,795)
<b>NOPLAT</b>	<b>1,658</b>	<b>1,056</b>	<b>1,294</b>	<b>1,586</b>	<b>6,122</b>	<b>7,650</b>	<b>8,337</b>	<b>8,855</b>
% of revenue	8.9%	10.1%	14.2%	9.3%	21.9%	24.5%	25.2%	26.2%
(+) Depreciation	802	414	399	1,213	1,628	1,628	1,704	1,250
<b>Operating cash flow</b>	<b>2,460</b>	<b>1,470</b>	<b>1,693</b>	<b>2,799</b>	<b>7,750</b>	<b>9,278</b>	<b>10,041</b>	<b>10,105</b>
% of revenue	13.2%	14.1%	18.6%	16.4%	27.7%	29.7%	30.3%	29.9%
(-) Total CAPEX	(2,300)		(1,125)	(16,600)	0	0	(1,224)	(1,250)
(+ / -) Working Capital Investment		(29)	34	30	(277)	(84)	(47)	(18)
<b>Free cash flow</b>		<b>1,441</b>	<b>602</b>	<b>(13,770)</b>	<b>7,473</b>	<b>9,194</b>	<b>8,770</b>	<b>8,838</b>
% of revenue		13.8%	6.6%	-80.8%	26.7%	29.4%	26.5%	26.2%

**NPV of FCF as of 30/06/2013** **6,973**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	10.4%
Perpetuity growth rate (g)	2.1%
Normalized Cash Flow	8,838
Terminal value	106,249
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>71,448</b>

**Exit Multiple**

EBIT DA Multiple	11.6x
Average EBIT DA12-17	7,894
Terminal Value	91,760
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>61,705</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **66,577**

**Correction for Tax Shield in TV** **1,099**

**Market Value as of 30/06/2013** **74,649**

**NH Donnafugata Golf Resort & SPA**

**Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected 2015 2016 2017			Normalized
<b>Total Revenue</b>	<b>5,446</b>	<b>2,605</b>	<b>3,219</b>	<b>6,471</b>	<b>8,632</b>	<b>10,642</b>	<b>13,349</b>	<b>13,629</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(3,112)</b>	<b>(1,186)</b>	<b>(1,466)</b>	<b>(1,996)</b>	<b>(436)</b>	<b>778</b>	<b>2,747</b>	<b>2,805</b>
% of revenue	-57.1%	-45.5%	-45.5%	-30.9%	-5.0%	7.3%	20.6%	20.6%
Depreciation	(3,067)	(1,534)	(1,534)	(3,083)	(3,121)	(2,739)	(2,435)	(545)
<b>EBIT</b>	<b>(6,179)</b>	<b>(2,720)</b>	<b>(2,999)</b>	<b>(5,080)</b>	<b>(3,557)</b>	<b>(1,961)</b>	<b>312</b>	<b>2,259</b>
% of revenue	-113.5%	-104.4%	-93.2%	-78.5%	-41.2%	-18.4%	2.3%	16.6%
Taxes (on EBIT)	0	0	0	0	0	0	(98)	(709)
<b>NOPLAT</b>	<b>(6,179)</b>	<b>(2,720)</b>	<b>(2,999)</b>	<b>(5,080)</b>	<b>(3,557)</b>	<b>(1,961)</b>	<b>214</b>	<b>1,550</b>
% of revenue	-113.5%	-104.4%	-93.2%	-78.5%	-41.2%	-18.4%	1.6%	11.4%
(+) Depreciation	3,067	1,534	1,534	3,083	3,121	2,739	2,435	545
<b>Operating cash flow</b>	<b>(3,112)</b>	<b>(1,186)</b>	<b>(1,466)</b>	<b>(1,996)</b>	<b>(436)</b>	<b>778</b>	<b>2,649</b>	<b>2,095</b>
% of revenue	-57.1%	-45.5%	-45.5%	-30.9%	-5.0%	7.3%	19.8%	15.4%
(-) Total CAPEX	(218)		(233)	(259)	(345)	(426)	(534)	(545)
(+ / -) Working Capital Investment		3	(16)	(1)	(55)	(51)	(69)	(7)
<b>Free cash flow</b>		<b>(1,183)</b>	<b>(1,715)</b>	<b>(2,256)</b>	<b>(836)</b>	<b>301</b>	<b>2,046</b>	<b>1,543</b>
% of revenue		-45.4%	-53.3%	-34.9%	-9.7%	2.8%	15.3%	11.3%

NPV of FCF as of 30/06/2013 (2,790)

Terminal value calculations

Gordon-Shapiro

WACC Terminal Value	10.0%
Perpetuity growth rate (g)	2.1%
Normalized Cash Flow	1,543
Terminal value	19,643
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>13,434</b>

Exit Multiple

EBITDA Multiple	11.6x
Normalized EBITDA	2,805
Terminal Value	32,599
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>22,294</b>

Weighted NPV of TV as of 30/06/2013 17,864

Correction for Tax Shield in TV 2,049

Market Value as of 30/06/2013 17,122

**NH Almenara**  
**Profit and Loss Account**

€'000

	Historical 2012	jan-jun 2013	jul-dec 2013	2014	Projected 2015 2016 2017			Normalized
<b>Total Revenue</b>	<b>5,335</b>	<b>3,053</b>	<b>2,734</b>	<b>6,786</b>	<b>7,763</b>	<b>8,744</b>	<b>9,728</b>	<b>9,932</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(207)</b>	<b>(213)</b>	<b>112</b>	<b>254</b>	<b>631</b>	<b>994</b>	<b>1,343</b>	<b>1,371</b>
% of revenue	-3.9%	-7.0%	4.1%	3.7%	8.1%	11.4%	13.8%	13.8%
Depreciation	(779)	(360)	(360)	(698)	(707)	(659)	(862)	(397)
<b>EBIT</b>	<b>(986)</b>	<b>(573)</b>	<b>(248)</b>	<b>(445)</b>	<b>(76)</b>	<b>335</b>	<b>481</b>	<b>974</b>
% of revenue	-18.5%	-18.8%	-9.1%	-6.6%	-1.0%	3.8%	4.9%	9.8%
Taxes (on EBIT)	0	0	0	0	0	(101)	(144)	(292)
<b>NOPLAT</b>	<b>(986)</b>	<b>(573)</b>	<b>(248)</b>	<b>(445)</b>	<b>(76)</b>	<b>235</b>	<b>336</b>	<b>682</b>
% of revenue	-18.5%	-18.8%	-9.1%	-6.6%	-1.0%	2.7%	3.5%	6.9%
(+) Depreciation	779	360	360	698	707	659	862	397
<b>Operating cash flow</b>	<b>(207)</b>	<b>(213)</b>	<b>112</b>	<b>254</b>	<b>631</b>	<b>894</b>	<b>1,199</b>	<b>1,079</b>
% of revenue	-3.9%	-7.0%	4.1%	3.7%	8.1%	10.2%	12.3%	10.9%
(-) Total CAPEX	(213)		(231)	(271)	(311)	(350)	(389)	(397)
(+ / -) Working Capital Investment		(10)	8	(34)	(25)	(25)	(25)	(5)
<b>Free cash flow</b>		<b>(223)</b>	<b>(112)</b>	<b>(51)</b>	<b>296</b>	<b>519</b>	<b>784</b>	<b>676</b>
% of revenue		-7.3%	-4.1%	-0.8%	3.8%	5.9%	8.1%	6.8%

**NPV of FCF as of 30/06/2013** **1,000**

**Terminal value calculations**

**Gordon-Shapiro**

WACC Terminal Value	10.4%
Perpetuity growth rate (g)	2.1%
Normalized Cash Flow	676
Terminal value	8,132
<b>NPV of TV (Gordon-Shapiro)</b>	<b>5,468</b>

**Exit Multiple**

EBITDA Multiple	11.6x
Normalized EBITDA	1,371
Terminal Value	15,935
<b>NPV of TV (Exit Multiple)</b>	<b>10,716</b>

**Weighted NPV of TV as of 30/06/2013** **8,092**

**Correction for Tax Shield in TV** **513**

**Market Value as of 30/06/2013** **9,605**

## Exhibit B: Multiples

■ Historical Analysis of EV/EBITDA Ratios of Guideline Companies

Compañía	30/06/2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Accor, S.A.	6,4 x	7,4 x	4,8 x	8,0 x	12,7 x	6,5 x	9,4 x	10,6 x	10,0 x	8,7 x	9,5 x
Stanwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc.	11,3 x	10,9 x	13,0 x	17,3 x	13,2 x	6,7 x	9,4 x	12,8 x	14,5 x	14,2 x	12,3 x
Millennium & Copthorne Hotels, Plc.	11,5 x	10,1 x	7,3 x	13,7 x	9,9 x	4,7 x	7,6 x	11,8 x	9,8 x	9,5 x	n/a
Marriott International, Inc.	12,8 x	13,6 x	12,5 x	17,6 x	17,8 x	7,9 x	10,3 x	16,4 x	22,0 x	22,2 x	28,7 x
NH Hoteles, S.A.	n/a	10,5 x	9,9 x	13,8 x	25,0 x	7,7 x	10,1 x	13,9 x	12,8 x	9,4 x	10,0 x
Intercontinental Hotels Group, Plc.	11,7 x	11,5 x	9,3 x	11,4 x	10,7 x	5,7 x	10,6 x	18,4 x	n/a	18,9 x	n/a
The Hongkong Shangai Hotels	17,2 x	13,5 x	13,5 x	18,5 x	19,6 x	7,1 x	10,7 x	15,5 x	14,0 x	13,1 x	15,8 x
Astir Palace Hotels Sa	n/a	n/a	n/a	234,5 x	316,7 x	211,4 x	n/a	196,4 x	n/a	n/a	n/a
Choice Hotels Internacional, Inc.	15,1 x	13,5 x	14,2 x	14,3 x	13,0 x	12,2 x	11,2 x	15,8 x	20,5 x	15,1 x	10,7 x
Melia Hotels International	8,3 x	9,6 x	7,9 x	9,4 x	7,4 x	6,9 x	8,0 x	10,9 x	10,0 x	9,9 x	9,7 x
Average	11,8 x	11,2 x	10,3 x	35,8 x	44,6 x	27,7 x	9,7 x	32,2 x	14,2 x	13,4 x	13,8 x
Adjusted Average	11,8 x	11,4 x	10,5 x	14,5 x	15,2 x	7,6 x	9,8 x	14,4 x	13,6 x	12,9 x	11,7 x
Median	11,6 x	10,9 x	9,9 x	14,1 x	13,1 x	7,0 x	10,1 x	14,7 x	13,4 x	13,1 x	10,7 x

Source: Bloomberg

■ Market Transactions Ratios

Hotel Transactions

Year	Target	Bidder	Seller	Area	EV/ Sales	EV/ EBITDA
2012	The Hoxton Hotel	Ennismore Capital	Bridges Ventures LLP <sup>1</sup>	EU	7.0x	12.9x
2012	Accor SA	Blackstone Real Estate Partners VII, LP	Accor SA	USA	3.6x	11.6x
2012	Kobe Seashin Oriental Hotel	Takagawa Group	J Will Partners	Asia	1.1x	n/d
2012	Thakral Holdings Limited	Brookfield Asset Management Inc.	n/a	Australia	3.9x	11.5x
2011	Granvita Hotels & Resorts Co., Ltd.	Enterprise Turnaround Initiative Corporation of Ja	Mitsui & Co. Ltd	Asia	0.9x	8.7x
2011	Karakami Kankoh Co., Ltd.	KKT Co.	n/a	Asia	1.2x	11.3x
2011	Marriott Vacations Worldwide Corporat	Marriott International, Inc. (Shareholders)	Marriott International, Inc.	USA	1.1x	8.1x
2010	B&B Hotels SAS	The Carlyle Group, LLC	Eurazeo SA Montefiore Investment SAS	EU	2.7x	12.7x
2010	Kingdom Hotel Investments	Kingdom Holding Company	n/a	Asia	4.1x	14.3x
2010	Furama Ltd	Samita Hotels Pte Ltd	Samita Investment Pte Ltd	Asia	2.9x	5.9x
2009	Merchant Quay Pte Ltd	TA Enterprise Berhad	LaSalle Asia Opportunity II SARL	Asia	5.8x	14.4x
2009	Sunstar Holding AG	Peter Grogg (Private investor)	Fritz Buser (Private investor)	UE	1.4x	4.3x
2008	Sagamore Resort	Sagbolt LLC	Green Island Associates	USA	2.9x	n/d
2008	Gullin Lijiang Waterfall Hotel	Gullin Tourism Corporation Limited	Gullin Tourism Development Corporation	Asia	4.3x	9.0x
2008	Christina Lake Enterprises Ltd	PTI Group Inc.	n/a	USA	1.6x	n/a

Average	3.0x	10.4x
Adjusted Average	2.8x	10.6x
Median	2.9x	11.4x

## Exhibit C: Assumptions and Limiting Conditions

## General Limitations

Unless otherwise stated in the report, the following assumptions and limiting conditions apply to the service performed:

### Information Relied Upon from Others

To the best of our knowledge, all information, including historical and projected financial data, estimates, and market data relied on in developing the opinions and conclusions in this report, was gathered from reliable sources and is true and accurate. However, no guarantee is made of, nor liability assumed for, the accuracy of information provided by others.

#### ▪ Valid Title

No investigation was made of the title to or any liabilities against the properties identified in the report. We assumed that all property rights are valid and marketable and that no encumbrances exist that cannot be cleared through normal processes.

#### ▪ Report Purpose and Use

This report and the associated opinions or conclusions are only for the specific purpose and use stated in the report, and they are invalid for any other purpose and use.

#### ▪ Effective Date

The opinions or conclusions stated in this report are based on the status of the market and the purchasing power of the currency as of the specific effective date stated in this report and are valid only as of that date.

#### ▪ No Publication and No Third-Party Rights

No portion of this report may be published or given to any third parties without the prior written consent of American Appraisal. No third party shall have the right of reliance on this report, and neither receipt nor possession of this report by any third party shall create any express or implied third-party beneficiary rights.

Notwithstanding the foregoing, we understand that this report will be attached to the offering memorandum, provided to potential investors, in connection with the Company's offering of Senior Secured Notes due 2019.

#### ▪ Property Descriptions

Any property areas, sizes, dimensions, or descriptions in this report are included for identification purposes only and should not be used in a conveyance or other legal document. We did not verify the property areas, sizes, dimensions, or descriptions used in this analysis. Any plat in this report is intended only as a visual aid regarding the properties and their environments and should not be considered a survey or scaled to size.

#### ▪ Regulation Compliance

We assumed that the properties have been responsibly managed; all applicable governmental regulations, including zoning and use regulations and restrictions, have been complied with; and all required licenses and permits have been or can be obtained or renewed for the use

that is relevant to this analysis. Further, we assumed that the improvements, as well as the utilization of the land and improvements, are within the boundaries of the properties described and that no encroachment or trespass exists.

▪ **Environmental and Structural Conditions**

We assumed that all applicable environmental laws have been complied with. We made no environmental impact study, and the opinions or conclusions contained in this report exclude the impact of any potentially hazardous substances such as asbestos, urea-formaldehyde foam insulation, and environmental contamination.

We do not opine on, and are not responsible for, the structural integrity of the properties, including conformity to specific code requirements, such as fire, building and safety, earthquake, and occupancy, or any physical defects not readily apparent during an inspection.

We recommend the reader of this report consult a qualified structural engineer or industrial hygienist to evaluate any possible structural or environmental defects, if the existence of such defects is relevant and could have a material impact on the results of the analysis expressed in the report.

▪ **Subsurface Rights and Conditions**

No soil analysis or geological studies were ordered or made in conjunction with the service performed, nor were any water, oil, gas, or other subsurface mineral and use rights or conditions investigated.