

INFORME DE LOS ADMINISTRADORES DE UNION FENOSA S.A. SOBRE EL PROYECTO DE FUSIÓN POR ABSORCIÓN ENTRE GAS NATURAL SDG S.A. (COMO SOCIEDAD ABSORBENTE) Y UNIÓN FENOSA, S.A. Y UNIÓN FENOSA GENERACIÓN, S.A. (COMO SOCIEDADES ABSORBIDAS) ELABORADO EN CUMPLIMIENTO DE LO ESTABLECIDO EN EL ARTÍCULO 237 DE LA LEY DE SOCIEDADES ANONIMAS.

1. INTRODUCCIÓN

- 1.1. De conformidad con lo establecido en los artículos 234 y concordantes del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (“LSA”), los miembros del Consejo de Administración de UNION FENOSA, S.A., (“UNION FENOSA”) en sesión de 23 de abril de 2009, y los administradores solidarios de UNIÓN FENOSA GENERACIÓN, S.A. (“UF GENERACIÓN”) en la misma fecha, el Consejo de Administración de GAS NATURAL SDG, S.A. (“GAS NATURAL” o la “Sociedad Absorbente”), en reunión celebrada el 24 de abril de 2009, redactaron y suscribieron el proyecto de fusión entre dichas sociedades (el “Proyecto de Fusión”).
- 1.2. El depósito de dicho Proyecto fue efectuado en el Registro Mercantil de Barcelona en fecha 29 de abril de 2009, en cuanto a GAS NATURAL, y en el de Madrid en fecha 5 de mayo de 2009 de abril de 2009, en cuanto a UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN.
- 1.3. El hecho del depósito del Proyecto en el Registro Mercantil de Barcelona ha sido publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil con fecha 12 de mayo de 2009, y el del depósito en el Registro Mercantil de Madrid con fecha 18 de mayo de 2009
- 1.4. Con el presente Informe se da cumplimiento a lo previsto en el artículo 237 LSA, cuyo objeto es proceder a explicar y justificar detalladamente el Proyecto de Fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje de las acciones y a las especiales dificultades de valoración que pudieran existir.

2. DESCRIPCIÓN GENERAL DEL PROCESO DE FUSIÓN

- 2.1. La fusión consiste en la absorción de UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN por GAS NATURAL e implica la extinción, vía disolución sin liquidación, de UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN y la transmisión en bloque de sus respectivos patrimonios sociales a la Sociedad

Absorbente, adquiriendo esta última por sucesión universal los derechos y obligaciones de UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN.

GAS NATURAL aumentará su capital social en la cuantía que proceda (conforme a la ecuación de canje descrita en el Proyecto de Fusión y que más adelante se analiza) a fin de permitir que los accionistas de UNIÓN FENOSA participen en GAS NATURAL recibiendo un número de acciones proporcional a sus respectivas participaciones.

Dado que UNIÓN FENOSA es titular, directo o indirecto, de la totalidad de las acciones de UF GENERACIÓN, tal y como se hizo constar en el Proyecto de Fusión, no se incluyó referencia alguna al tipo de canje, ni al aumento de capital de GAS NATURAL, con respecto a UF GENERACIÓN.

- 2.2 La Fusión supone la culminación del proceso de integración iniciado a través de la adquisición por GAS NATURAL de una participación de control en UNIÓN FENOSA, mediante la adquisición de las acciones de las que era titular directo o indirecto la sociedad ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A., y la posterior Oferta Pública de Adquisición obligatoria formulada por el capital social de UNIÓN FENOSA por GAS NATURAL autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en fecha 18 de marzo de 2009 (“la Oferta”).

3. ASPECTOS JURÍDICOS DE LA FUSIÓN

3.1. General

La Fusión que aquí se describe, así como la totalidad de los trámites y actos necesarios para su ejecución, se llevará a cabo de conformidad con la LSA, así como con lo dispuesto en el Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el reglamento del Registro Mercantil (el “Reglamento del Registro Mercantil”) y en las demás disposiciones vigentes que resulten de aplicación.

3.2. Identificación de las sociedades intervinientes en la fusión

La Sociedad Absorbente es GAS NATURAL SDG, S.A., con domicilio social en Barcelona, Plaza del Gas, 1, e inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona, Folio 147, Tomo 22.147, inscripción 677ª, Hoja B-33.172, con C.I.F. A-08.015.497; y las sociedades absorbidas son (i) UNIÓN FENOSA, S.A., con domicilio social en Madrid, Avenida de San Luis, 77, e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 236, Folio 1, Sección 8, Hoja M-4770, Inscripción 1ª, con C.I.F. A-28.005.239; y (ii)

UNIÓN FENOSA GENERACIÓN, S.A., con domicilio social en Madrid, Avenida de San Luis, 77, e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 13.250, Folio 67, Sección 8ª, Hoja M-214.629, con C.I.F. A-82059833.

3.3. Menciones necesarias del Proyecto de Fusión

El Proyecto de Fusión suscrito por los administradores de GAS NATURAL, UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN, contiene todas las menciones necesarias exigidas por el artículo 235 de la LSA.

3.4. Informe de experto independiente

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 236 de la LSA, los Órganos de Administración de las sociedades intervinientes en la fusión solicitaron al Registro Mercantil de Barcelona (Registro Mercantil correspondiente al domicilio de la Sociedad Absorbente) que procediese a la designación de un único experto independiente para la elaboración de un único informe sobre el Proyecto de Fusión, y sobre los activos y pasivos aportados por UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN. Atendiendo a tal solicitud, el Registro Mercantil de Barcelona procedió a designar como experto independiente a KPMG Auditores, S.L., quien aceptó el cargo.

KPMG Auditores S. L. ha emitido su informe, con el contenido que establece el artículo 236.4 LSA, en fecha 18 de mayo de 2009.

3.5. Celebración de las Juntas Generales de Accionistas

Los Órganos de Administración de GAS NATURAL, UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN someterán a la aprobación de sus respectivas Juntas Generales de Accionistas la Fusión descrita para que se delibere y se decida sobre la misma. En el momento de publicarse la convocatoria de las respectivas Juntas Generales se pondrán a disposición de los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones, así como de los representantes de los trabajadores, para su examen en el domicilio social, y para los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones, además, tendrán derecho conforme al artículo 240 LSA a obtener la entrega o el envío gratuitos del texto íntegro de los mismos, los documentos a que se refiere el artículo 238 de la LSA, esto es:

- a) El proyecto de fusión.

- b) El informe del experto independiente sobre el proyecto de fusión.
- c) Los informes de los administradores de cada una de las sociedades sobre el proyecto de fusión.
- d) Las cuentas anuales y el informe de gestión de los tres últimos ejercicios de las sociedades que participan en la fusión, con los correspondientes informes de los auditores de cuentas.
- e) El balance de fusión de cada una de las sociedades que participan en la fusión, verificado por sus auditores de cuentas. Se hace constar que de conformidad con el artículo 239 LSA, el balance de fusión que se someterá a la Junta General es el balance anual correspondiente al ejercicio 2008, que forma parte de las cuentas anuales del ejercicio 2008, las cuales se someterán a aprobación de la misma Junta General.
- f) El texto íntegro de las modificaciones que hayan de introducirse en los estatutos de la sociedad absorbente.
- g) Los estatutos sociales vigentes de las sociedades participantes en la fusión.
- h) La relación de nombres, apellidos y edad -en el caso de personas físicas- o la denominación o razón social -en el caso de personas jurídicas- y, en ambos casos, la nacionalidad y domicilio de los administradores de las sociedades que participan en la fusión, y las fechas desde la que desempeñan sus cargos, y en su caso, las mismas indicaciones de quienes vayan a ser propuestos como administradores como consecuencia de la fusión.

Dicha documentación será igualmente accesible por vía telemática a través de la página web de UNIÓN FENOSA (www.unionfenosa.es) y GAS NATURAL (www.gasnatural.com).

3.6 Anuncios y derecho de oposición

Una vez adoptado, en su caso, el acuerdo de Fusión por las referidas Juntas Generales de Accionistas éste será publicado tres (3) veces en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y una vez en dos (2) periódicos de gran circulación en la provincia de Madrid y Barcelona.

Durante el plazo de un (1) mes a contar desde la fecha del último de dichos anuncios, los acreedores de las sociedades participantes en la Fusión podrán oponerse a la misma en los términos establecidos en los artículos 243 y 166 de la LSA. Transcurrido el plazo legal sin que ningún acreedor haya ejercitado su derecho de oposición o, en su caso, habiéndose garantizado debidamente conforme establece la ley los créditos de los acreedores que se hubieran opuesto, se otorgará la

correspondiente escritura de fusión, presentándose la misma, seguidamente, en los Registros Mercantiles de Madrid y Barcelona.

3.7 Derechos de las nuevas acciones

Las nuevas acciones que, como se indica posteriormente, GAS NATURAL emitirá para atender a la relación de canje, tendrán plenos derechos políticos desde la fecha de inscripción de la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Barcelona y otorgarán a sus titulares, igualmente desde esa fecha, los mismos derechos económicos, incluido el derecho a participar en las ganancias sociales, que las acciones de GAS NATURAL actualmente existentes.

3.8 Derechos que van a otorgarse en la Sociedad Absorbente a los titulares de acciones o derechos especiales

No existiendo titulares de acciones de clases especiales, se hace constar, a efectos de lo previsto en el apartado e) del artículo 235 de la LSA, que no se otorgarán en la Sociedad Absorbente derechos ni se ofrecerán opciones como consecuencia de la Fusión.

No obstante, al ser UNIÓN FENOSA garante de dos emisiones de Participaciones Preferentes, tras la Fusión, los titulares de dichas Participaciones tendrán derechos equivalentes a los que se les reconocen actualmente, pasando GAS NATURAL, como consecuencia de la Fusión, a subrogarse en los derechos y obligaciones que corresponden a UNIÓN FENOSA.

3.9 Ventajas a favor de los expertos independientes y administradores

No se atribuirán ventajas de ningún tipo en la Sociedad Absorbente a los expertos independientes que han intervenido en el Proyecto, ni a los administradores de las sociedades que se fusionan.

3.10 Régimen fiscal

De conformidad con el artículo 96 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, Texto Refundido aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, la fusión se acoge expresamente al régimen tributario establecido en el Capítulo VIII del Título VII de la citada Ley. A tales efectos, la opción de acogerse a dicho régimen tributario se comunicará al Ministerio de Economía y Hacienda, Agencia Estatal de Administración Tributaria, en la forma y plazos reglamentariamente determinados.

4. ASPECTOS ECONÓMICOS DE LA FUSIÓN: MOTIVACIÓN Y FINALIDAD

- 4.1. En el Folleto Explicativo de la Oferta, GAS NATURAL manifestó que la finalidad perseguida con la adquisición del control de UNIÓN FENOSA y la consiguiente formulación de la Oferta era la creación de un grupo energético internacional, con una presencia relevante en toda la cadena de valor del gas y la electricidad. El crecimiento orgánico y la integración y aprovechamiento de sinergias operativas a partir de la integración de los activos de GAS NATURAL y UNIÓN FENOSA, una gestión del riesgo de ejecución de la estrategia de crecimiento del grupo resultante de la adquisición del control de UNIÓN FENOSA por parte de GAS NATURAL debería generar valor para los accionistas de ambas compañías. En este contexto, GAS NATURAL también indicó en el citado Folleto Explicativo que buscaba la integración del grupo UNIÓN FENOSA en el grupo GAS NATURAL desde una perspectiva operativa.
- 4.2. El interés de GAS NATURAL por UNIÓN FENOSA se apoya en cuatro pilares fundamentales: ejecución de su plan estratégico, negocio internacional de gas de alta calidad, mix de generación diversificado y competitivo y un negocio de distribución renovado. La ejecución del plan estratégico, denominado Bigger, ha reforzado, además, la actividad internacional y ha confirmado el posicionamiento de UNIÓN FENOSA como un operador eléctrico integrado en gas y electricidad.
- 4.3. En el negocio gasista, UNIÓN FENOSA ha logrado consolidar su posición como operador de GNL en el Mediterráneo, presente en toda la cadena de valor del gas. Unión Fenosa cuenta con alianzas estratégicas en países productores que permiten el desarrollo de la compañía mediante una combinación de crecimiento orgánico, de adquisiciones y de impulso de alianzas.
- 4.4. En el negocio eléctrico, UNIÓN FENOSA dispone de un mix de generación diversificado y competitivo, con un fuerte impulso a la actividad en energías renovables y una amplia cartera de ciclos combinados en España. Con respecto a la actividad de distribución eléctrica, cabe destacar, por una parte, el aumento de la retribución a través de la actualización de los ingresos reconocidos en la tarifa y, por otra, los excelentes resultados que UNIÓN FENOSA ha alcanzado en relación con la calidad de suministro.
- 4.5. Los Órganos de Administración de las tres sociedades han llegado a la conclusión de que la fusión propuesta es la fórmula más adecuada para optimizar la gestión de las mismas, adecuando la estructura del grupo UNIÓN FENOSA a la del grupo GAS NATURAL.

- 4.6. La fusión persigue concentrar en GAS NATURAL de una parte, las actividades de generación eléctrica, de manera compatible con el desarrollo de la actividad liberalizada de generación de electricidad y, de otra, la propia actividad de la gestión del grupo empresarial mediante la tenencia de participaciones que tienen las sociedades absorbidas, en tanto que estas actividades son ejercidas en seno del grupo GAS NATURAL por la sociedad cabecera GAS NATURAL.

Asimismo, permitirá optimizar de forma conjunta los activos de generación del grupo UNIÓN FENOSA y del grupo GAS NATURAL, proporcionando importantes sinergias operativas, como son la unificación del control de generación, esquemas homogéneos de operación y mantenimiento del parque de generación y diseño de procesos comunes tendentes a mejorar la optimización de manera global.

Por último, se pretende racionalizar y optimizar el desempeño de estas actividades y simplificar la estructura societaria del grupo, eliminar las duplicidades, reducir los costes y aprovechar las sinergias entre las diversas compañías y economías de escala a través de una asignación más eficiente de recursos y sistemas y de un aprovechamiento más eficaz de los recursos humanos y profesionales de los grupos integrados.

5. TIPO DE CANJE

- 5.1. De acuerdo con el Proyecto de Fusión, el tipo de canje a aplicar respecto de la fusión por absorción de UNIÓN FENOSA por parte de GAS NATURAL, determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales, es el siguiente: tres (3) acciones de GAS NATURAL de un (1) euro de valor nominal cada una, por cada cinco (5) acciones de UNIÓN FENOSA, de un (1) euro de valor nominal cada una.
- 5.2. Valoración de UNION FENOSA y GAS NATURAL y criterios de valoración utilizados.

La ecuación de canje se ha determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de las Sociedades Absorbidas y Absorbente, tomando en consideración métodos y criterios de valoración generalmente aceptados que los Órganos de Administración han considerado adecuados, así como los respectivos estados financieros

anuales consolidados, cerrados a 31 de diciembre de 2008, de las compañías.

La metodología de valoración empleada incluye la valoración intrínseca de las sociedades con arreglo al método de descuento de flujos de caja, así como una valoración en base a múltiplos y precios de mercado, calculados homogéneamente a los que cotizaban las acciones de GAS NATURAL y UNION FENOSA u otras comparables.

La valoración intrínseca se ha realizado en base al método de Descuento de Flujos de Caja Libres (DFC), que permite obtener una valoración de cada compañía en función de las proyecciones futuras de flujos de caja, antes de gastos e ingresos financieros y después de aplicar la tasa de impuesto sobre sociedades y de considerar las inversiones materiales y variaciones del fondo de maniobra. El período de proyección utilizado ha sido, en general, hasta el 31 de diciembre de 2020. La tasa de descuento empleada es el coste de capital medio ponderado estimado teniendo en cuenta el perfil de riesgo de los negocios analizados. En su caso, la valoración incorpora un valor terminal del negocio.

Por su parte para la determinación de la valoración de mercado se ha recurrido al método de múltiplos en transacciones comparables. Esta metodología permite obtener una referencia de valor sobre la base de los múltiplos a los que las compañías comparables del sector han sido adquiridas. Los múltiplos EV/EBITDA resultantes se han aplicado a UNION FENOSA y GAS NATURAL.

Como contraste se han realizado, adicionalmente, comparativas del precio de las acciones de UNION FENOSA y GAS NATURAL cotizado en periodos previos al anuncio de la operación (precios de 1, 3 y 6 meses y un año de anterioridad a que la cotización de ambas compañías se viera afectada por el anuncio de la adquisición) y los múltiplos implícitos en la Oferta sobre las acciones de UNION FENOSA.

En base a lo anterior, los Órganos de Administración de las Sociedades acordaron la ecuación de Canje recogida en el Proyecto de Fusión.

La ecuación de Canje supone el intercambio de tres (3) acciones de GAS NATURAL por cada cinco (5) acciones de UNION FENOSA, que se encuentra dentro del rango de relaciones de canje calculado bajo todas las metodologías mencionadas en los párrafos anteriores.

- 5.3. Para la fijación de esta ecuación de canje, tal y como se manifiesta en el Proyecto de Fusión, los órganos de administración han tenido en cuenta las propuestas de pago por GAS NATURAL de un dividendo complementario ordinario por importe de 0,40 euros brutos por acción y de un dividendo extraordinario con cargo a reservas por importe de 0,10 euros brutos por acción, así como la propuesta de pago por UNIÓN FENOSA de un dividendo complementario por importe de 0,37 brutos euros por acción. Se presenta a la Junta General de Accionistas de UNION FENOSA, en el primer punto del Orden del día, la propuesta de pago de dicho dividendo complementario a partir del día 2 de julio de 2009. En lo referente a GAS NATURAL, se presenta a su Junta General de Accionistas una propuesta de pago de los mencionados dividendos a partir del día 3 de julio de 2009.
- 5.4. Santander Investment, S.A., como asesor financiero de GAS NATURAL para esta operación, ha expresado al Consejo de Administración de esta sociedad su opinión (*fairness opinion*) de que la relación de canje acordada es equitativa (*fair*) desde un punto de vista financiero para los accionistas de GAS NATURAL. Por su parte, Lazard Asesores Financieros, S.A., asesor de UNIÓN FENOSA para esta operación, ha expresado al Consejo de Administración de esta sociedad su opinión (*fairness opinion*) de que la relación de canje acordada es equitativa (*fair*) desde un punto de vista financiero para los accionistas de UNIÓN FENOSA distintos de GAS NATURAL.
- 5.5. Tal y como se ha indicado anteriormente, el Registro Mercantil designó a KPMG Auditores, S.L. como experto independiente, quien con fecha 18 de mayo de 2009 emitió el correspondiente informe sobre el Proyecto de Fusión, el cual se pondrá a disposición de los Sres. Accionistas de las sociedades participantes en el momento de la convocatoria de las Juntas Generales de Accionistas de las sociedades intervinientes en la fusión. Dicho informe incluye las siguientes conclusiones:

“Las metodologías de valoración utilizadas en la determinación del valor real de las Sociedades son adecuadas en el contexto y las circunstancias de la operación planteada, estando justificado el tipo de canje previsto en el Proyecto de Fusión.

El valor del patrimonio aportado por las Sociedades Absorbidas es igual, por lo menos, al importe del aumento de capital que la Sociedad

Absorbente tiene previsto efectuar con arreglo al tipo de canje previsto en el Proyecto de Fusión.”

6. AMPLIACIÓN DE CAPITAL DE GAS NATURAL Y MODIFICACIÓN ESTATUTARIA

- 6.1. No se presentan a la Junta General de Accionistas de UNION FENOSA modificaciones estatutarias como consecuencia de la fusión. No obstante lo anterior, sin perjuicio de que al tiempo de la convocatoria de la Junta General de Accionistas de GAS NATURAL que vaya a deliberar sobre la aprobación del proyecto de fusión puedan someterse a la aprobación de dicha Junta General las modificaciones estatutarias que sean convenientes o coherentes con vistas al mejor gobierno de la sociedad resultante de la fusión, y tal y como se prevé en el Proyecto de Fusión, GAS NATURAL realizará una ampliación de capital en la cantidad necesaria para hacer frente al canje de las acciones de UNIÓN FENOSA de acuerdo con la ecuación de canje establecida. El aumento se realizará por importe nominal de veintiséis millones doscientos cuatro mil ochocientos noventa y cinco (26.204.895) Euros, mediante la emisión y puesta en circulación de 26.204.895 acciones ordinarias de un (1) euro de valor nominal cada una, de la misma clase y serie que las actualmente en circulación, representadas mediante anotaciones en cuenta.

Tras la ejecución de la fusión, el capital social de GAS NATURAL ascenderá a novecientos veintiún mil setecientos cincuenta y seis mil novecientos cincuenta y un (921.756.951) euros, dividido en 921.756.951 acciones ordinarias, de un (1) euro de valor nominal cada una, y representadas mediante anotaciones en cuenta, modificándose en consecuencia los artículos 5 y 6 de sus Estatutos Sociales. Igualmente, el Consejo de Administración de GAS NATURAL someterá a su Junta General de Accionistas la modificación del artículo 2 de sus estatutos sociales relativo al objeto social así como otras modificaciones estatutarias que se pondrán a disposición de los accionistas de UNION FENOSA al tiempo de la convocatoria de la Junta General de Accionistas.

- 6.2. El aumento de capital quedará enteramente desembolsado como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio social de UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN a GAS NATURAL, que adquirirá por sucesión universal los derechos y obligaciones de UNIÓN FENOSA y de UF GENERACIÓN. De conformidad con lo previsto en los artículos 159.4 y 247 de la LSA, las nuevas acciones a emitir por GAS NATURAL

estarán dirigidas exclusivamente a atender el canje resultante de la fusión, no darán lugar a derecho de suscripción preferente y serán adjudicadas íntegramente a los accionistas de UNIÓN FENOSA, en proporción a su respectiva participación en UNIÓN FENOSA.

- 6.3. Se solicitará la admisión a negociación de las nuevas acciones en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao, así como su incorporación en el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo).

7. PROCEDIMIENTO DE CANJE

- 7.1. El procedimiento de canje de las acciones de UNIÓN FENOSA por acciones de GAS NATURAL será el siguiente:

- 7.1.1. Acordada la Fusión por las Juntas Generales de Accionistas de las sociedades que se fusionan, presentada ante la CNMV y verificada en su caso por ésta la documentación necesaria para la admisión a cotización de las nuevas acciones de GAS NATURAL e inscrita la escritura de fusión en el Registro Mercantil, se procederá al canje de las acciones de UNIÓN FENOSA por acciones de GAS NATURAL.

- 7.1.2. El canje se realizará a partir de la fecha que se indique en los anuncios que se publicarán en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, en al menos uno de los diarios de mayor circulación de las provincias de Barcelona y Madrid y, en su caso, en los Boletines de cotización de las Bolsas españolas. A tal efecto, las entidades participantes en la fusión han designado una entidad financiera, que se identificará en los anuncios correspondientes, para actuar como encargada de todas las funciones de agencia relacionadas con el canje (“Entidad Agente” y “Agente de Picos”).

- 7.1.3. El canje de las acciones de UNIÓN FENOSA por acciones de GAS NATURAL será efectuado a través de las entidades participantes en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear) que sean depositarias de las acciones de UNIÓN FENOSA, de conformidad con los procedimientos establecidos a estos efectos en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, y con aplicación de lo previsto en el artículo 59 de la LSA en lo que proceda.

- 7.1.4. Los accionistas que sean poseedores de acciones que representen una fracción del número de acciones de UNIÓN FENOSA fijado como tipo de canje, podrán adquirir o transmitir acciones para proceder a canjearlas según dicho tipo de canje. Las decisiones oportunas a estos efectos, bien de compra o bien de venta en el mercado de acciones de UNIÓN FENOSA, al objeto de alcanzar un número de acciones de UNIÓN FENOSA que sea múltiplo de cinco (5), deberán ser tomadas por cada accionista individualmente.
- 7.1.5. Sin perjuicio de lo anterior, y al amparo de lo previsto en el Proyecto de Fusión, se propone a la Junta General establecer un mecanismo orientado a facilitar la realización del canje a aquellos accionistas de UNIÓN FENOSA que sean titulares de un número de acciones que no sea múltiplo de cinco (5). Los términos y condiciones fundamentales de dicho mecanismo son los siguientes:
- a) Habida cuenta de que la relación de canje de la fusión es de tres (3) acciones de GAS NATURAL por cada cinco (5) acciones de UNIÓN FENOSA, al término de la última sesión bursátil de UNIÓN FENOSA en las Bolsas españolas, a partir de la fecha que se indique en los anuncios anteriormente referidos, cada accionista de UNIÓN FENOSA que, por aplicación de la mencionada relación de canje, al no tener un número de acciones de UNIÓN FENOSA que sea cinco (5) o múltiplo de cinco (5), le sobren fracciones o picos de acciones de UNIÓN FENOSA, podrá transmitir dichas acciones al Agente de Picos, todo ello en el bien entendido de que para el cálculo del pico correspondiente a cada posición de accionista se computarán la totalidad de las acciones de UNIÓN FENOSA que formen esa posición. Se entenderá que cada accionista de UNIÓN FENOSA se acoge al sistema de adquisición de picos aquí previsto, sin que sea necesario que remita instrucciones a la entidad depositaria de sus acciones de UNION FENOSA participante en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear) correspondiente, la cual le informará del resultado de la operación una vez concluida ésta.

- b) Atendiendo a la ecuación de canje acordada, se deja constancia de que, con independencia del número de acciones que conforme cada posición de accionista, los supuestos de adquisición de picos que pueden producirse son por ejemplo los siguientes:

Número de acciones de UNIÓN FENOSA	ACCIONES DE GAS NATURAL que corresponden en virtud del canje	Pico de acciones de UNIÓN FENOSA sujeto al régimen de adquisición de picos
1	0	1
2	1	0,33
3	1	1,33
4	2	0,66
5	3	0

Por consiguiente, en toda posición global de accionista, en caso de que exista un pico, éste oscilará entre un mínimo de 0,33 picos de acciones de UNIÓN FENOSA y un máximo de 1,33 picos de acciones de UNIÓN FENOSA.

- c) El precio de adquisición de los picos se determinará en función de la media aritmética del cambio medio ponderado de las acciones de UNIÓN FENOSA en el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo) durante las tres últimas sesiones bursátiles de UNIÓN FENOSA en las Bolsas españolas.
- d) El Agente de Picos, actuando en nombre y por cuenta propia, adquirirá los picos de acción que sobren en las posiciones que existan al término de la última sesión bursátil de cotización de las acciones de UNIÓN FENOSA. Las acciones o picos de acciones de UNIÓN FENOSA adquiridas por el Agente de Picos serán canjeadas por las acciones de GAS NATURAL.

7.1.6. Como consecuencia de la Fusión, las acciones de UNIÓN FENOSA quedarán extinguidas.

- 7.1.7. Por imperativo de lo previsto en el artículo 249 de la LSA y en la normativa sobre acciones propias, todas las acciones de UNIÓN FENOSA que estén en poder de GAS NATURAL o en poder de otras personas que actuasen en su propio nombre, pero por cuenta de esta, no serán canjeadas por acciones de GAS NATURAL y deberán ser amortizadas.
- 7.1.8. Debido a que UNIÓN FENOSA es titular, directo o indirecto, de la totalidad de las acciones de UF GENERACIÓN, no procede incluir referencia alguna al tipo y procedimiento de canje, ni al aumento de capital de GAS NATURAL, con respecto a UF GENERACIÓN.

8. BALANCES DE FUSIÓN

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 239.1 de la LSA, serán considerados como balances de fusión los balances individuales de GAS NATURAL, UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN cerrados a 31 de diciembre de 2008 (en adelante, los “Balances de Fusión”), los cuales han sido formulados por los Consejos de Administración de UNION FENOSA de 28 de enero de 2009 y de GAS NATURAL de 30 de enero de 2009, y por los Administradores solidarios de UF GENERACIÓN el 28 de enero de 2009, han sido verificados por los respectivos auditores de cuentas de UNIÓN FENOSA, GAS NATURAL y UF GENERACIÓN, y serán sometidos a la aprobación de las Juntas Generales de Accionistas de cada una de las sociedades que hayan de decidir sobre la aprobación de la fusión.

9. FECHAS RELEVANTES PREVISTAS EN EL PROYECTO DE FUSIÓN

9.1. Fecha a partir de la cual las nuevas acciones darán derecho a participar en las ganancias sociales de la Sociedad Absorbente

Las nuevas acciones que emita GAS NATURAL darán derecho a sus titulares a participar en las ganancias sociales de GAS NATURAL obtenidas a partir de la fecha en que se haya inscrito la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Barcelona.

9.2. Fecha de efectividad de la fusión a efectos contables

A efectos de lo previsto en el artículo 235.d) de la LSA, todas las operaciones llevadas a cabo por UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN se entenderán realizadas por la Sociedad Absorbente con efectos contables a partir del 1 de mayo de 2009.

10. AUTORIZACIONES ADMINISTRATIVAS

La efectividad de la Fusión, tal y como se advierte en el Proyecto de Fusión, queda sujeta, en su caso, a la realización de las notificaciones y a la obtención de las autorizaciones y registros que resulten pertinentes de acuerdo con la legislación aplicable tanto en España como en las demás jurisdicciones en que estén presentes GAS NATURAL, UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN y las sociedades de sus grupos.

Y en base a las consideraciones expuestas y reiterando en lo menester el contenido del Proyecto de Fusión, en cumplimiento de lo establecido en el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas, el Consejo de Administración de UNION FENOSA S.A. suscribe, a los efectos legales oportunos, el presente Informe sobre el Proyecto de Fusión por absorción de UNIÓN FENOSA y UF GENERACIÓN por GAS NATURAL.

En Barcelona, a 19 de mayo de 2009.

**Informe de experto independiente en relación
con el proyecto de fusión por absorción de
Unión Fenosa, S.A. y Unión Fenosa Generación, S.A.
por Gas Natural SDG, S.A.**

KPMG Auditores, S.L.
Este informe contiene 9 páginas



KPMG Auditores S.L.
Edificio Torre Europa
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

A los Administradores de
Gas Natural SDG, S.A.,
Unión Fenosa, S.A. y
Unión Fenosa Generación, S.A.

Conforme a lo previsto en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, el Registrador Mercantil de Barcelona y su Provincia, nombró a KPMG Auditores, S.L. como experto independiente para la elaboración del presente y único informe sobre el proyecto de fusión por absorción de Unión Fenosa, S.A. y Unión Fenosa Generación, S.A. por Gas Natural SDG, S.A. (en adelante, también referidas conjuntamente como las Sociedades).

1 Descripción de la operación

1.1 Identificación de las entidades participantes en la fusión

- Gas Natural SDG, S.A. (en adelante también Gas Natural o la Sociedad Absorbente) es una sociedad de nacionalidad española domiciliada en Barcelona, Plaça del Gas, número 1, con CIF número A-08015497 e inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona al folio 147, Tomo 22.147, inscripción 677ª, Hoja B-33.172.
- Unión Fenosa, S.A. (en adelante también Unión Fenosa) es una sociedad de nacionalidad española domiciliada en Madrid, Avenida de San Luis, número 77, con CIF número A-28005239 e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, Hoja M-4770, Tomo 236, Sección 8, Folio 1, Inscripción 1ª.
- Unión Fenosa Generación, S.A. (en adelante también Unión Fenosa Generación) es una sociedad de nacionalidad española domiciliada en Madrid, Avenida de San Luis, número 77, con CIF número A-82059833 e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al tomo 13.250, folio 67, sección 8ª, hoja M-214629.

En adelante, Unión Fenosa y Unión Fenosa Generación serán también referidas conjuntamente como las Sociedades Absorbidas.

1.2 Antecedentes de la operación

En julio de 2008, Gas Natural alcanzó un acuerdo vinculante con ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A. (en adelante ACS) para la compra de su participación del 45,3% en el capital de Unión Fenosa. Tras la compra inicial de una participación del 9,9% y una vez obtenidas las autorizaciones pertinentes de las autoridades de la competencia, Gas Natural adquirió en marzo de 2009 el 35,3% restante de la participación de ACS en Unión Fenosa.

Asimismo, y conforme a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, Gas Natural, al ostentar una participación superior al 30% del capital social de Unión Fenosa, realizó una Oferta Pública de Adquisición obligatoria sobre el resto de las acciones de Unión Fenosa.

De acuerdo con la información recibida, la fusión proyectada supone la culminación del proceso de integración descrito anteriormente para la creación de un grupo energético internacional, con una presencia relevante en toda la cadena de valor del gas y la electricidad.

1.3 Estructura de la operación

La estructura jurídica elegida para llevar a cabo la integración de los negocios es una fusión por absorción de Unión Fenosa y Unión Fenosa Generación por Gas Natural.

La fusión proyectada implica la extinción, vía disolución sin liquidación, de las Sociedades Absorbidas y la transmisión en bloque de sus respectivos patrimonios sociales a la Sociedad Absorbente, adquiriendo ésta última, a título de sucesión universal, la totalidad de los derechos y obligaciones de las Sociedades Absorbidas.

1.4 Tipo de canje de la fusión

De acuerdo con el Proyecto de Fusión formulado por los órganos de Administración de Gas Natural, Unión Fenosa y Unión Fenosa Generación (en adelante el Proyecto o el Proyecto de Fusión) aprobado el 24 y 23 de abril de 2009 respectivamente, el tipo de canje de las acciones de las entidades que participan en la fusión, que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Gas Natural y Unión Fenosa será el siguiente:

- Tres (3) acciones de nueva emisión de un euro (€1) de valor nominal cada una de ellas de Gas Natural, por cada cinco (5) acciones de un euro (€1) de valor nominal cada una de ellas de Unión Fenosa.

Según se indica en el Proyecto de Fusión, el Consejo de Administración de Gas Natural, en su sesión de fecha 24 de abril de 2009, en la cual se aprobó dicho Proyecto y el tipo de canje anteriormente mencionado, recibió una opinión (“fairness opinion”) emitida por Santander Investment, S.A. de fecha 22 de abril de 2009, en la cual se señala que a dicha fecha la relación de canje acordada es equitativa (“fair”) desde un punto de vista financiero para los accionistas de Gas Natural.

Asimismo, según se indica en el Proyecto de Fusión, el Consejo de Administración de Unión Fenosa, en su sesión de fecha 23 de abril de 2009, en la cual se aprobó dicho Proyecto y el tipo de canje anteriormente mencionado, recibió una opinión (“fairness opinion”) emitida por Lazard Asesores Financieros, S.A. de fecha 22 de abril de 2009, en la cual se señala que a dicha fecha la relación de canje acordada es equitativa (“fair”) desde un punto de vista financiero para los accionistas de Unión Fenosa distintos de Gas Natural.

De acuerdo con el Proyecto de Fusión, dado que Unión Fenosa Generación está cien por cien participada por Unión Fenosa, no se requiere incluir referencia alguna al tipo y procedimiento de canje, ni al aumento de capital de Gas Natural, con respecto a Unión Fenosa Generación.

1.5 Balances de fusión

De acuerdo con el Proyecto de Fusión, se considerarán como balances de fusión, a los efectos previstos en el artículo 239 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, los balances individuales cerrados por Gas Natural, Unión Fenosa y Unión Fenosa Generación a 31 de diciembre de 2008. Dichos balances han sido formulados por los órganos de Administración de Gas Natural el día 30 de enero de 2009 y de Unión Fenosa y Unión Fenosa Generación el día 28 de enero de 2009, y serán sometidos a la aprobación de las Juntas Generales de Accionistas de cada una de las sociedades que hayan de resolver sobre la fusión.

Los balances de fusión de Gas Natural, Unión Fenosa y Unión Fenosa Generación se corresponden con los balances anuales incluidos en las cuentas anuales individuales de sendas sociedades cerradas a 31 de diciembre de 2008. Dichas cuentas anuales han sido auditadas por PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L. en Gas Natural y Deloitte, S.L. en Unión Fenosa y Unión Fenosa Generación habiendo presentado en todos los casos una opinión favorable.

1.6 Importe de la ampliación de capital a efectuar por Gas Natural

De acuerdo con el Proyecto de Fusión, Gas Natural ampliará su capital en el importe preciso para hacer frente al canje de las acciones de Unión Fenosa con arreglo a la ecuación de canje establecida en el mismo. El aumento se realizará mediante la emisión del número preciso de acciones de un (1) euro de valor nominal cada una, pertenecientes a la misma y única clase y serie que las actuales acciones de Gas Natural, representadas mediante anotaciones en cuenta, con aplicación, en todo caso, de lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas. En particular, no se canjearán las acciones de Unión Fenosa en poder de Gas Natural, ni las de Unión Fenosa Generación en poder de Unión Fenosa, que serán amortizadas.

De conformidad con lo previsto en los artículos 159.4 y 247 de la Ley de Sociedades Anónimas, las nuevas acciones a emitir por Gas Natural estarán dirigidas exclusivamente a atender el canje resultante de la fusión, no darán lugar a derecho de suscripción preferente y serán adjudicadas íntegramente a los accionistas de Unión Fenosa, en proporción a su respectiva participación en Unión Fenosa.

Se solicitará la admisión a cotización de las nuevas acciones de Gas Natural en las Bolsas de valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao, así como su negociación a través del Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo).

1.7 Fecha de efectos contables y de participación en las ganancias sociales de las nuevas acciones

Las operaciones de las Sociedades Absorbidas habrán de considerarse realizadas a efectos contables por cuenta de Gas Natural a partir del 1 de mayo de 2009.

Las nuevas acciones a emitir por Gas Natural como consecuencia de la fusión darán derecho a participar en las ganancias sociales desde la inscripción de la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Barcelona.

1.8 Dividendos

De acuerdo con la información indicada en el Proyecto de Fusión, para la fijación de la ecuación de canje, los órganos de administración han tenido en cuenta las propuestas de pago por Gas Natural de un dividendo complementario ordinario por importe de 0,40 euros por acción y de un dividendo extraordinario con cargo a reservas por importe de 0,10 euros por acción así como la propuesta de pago por Unión Fenosa de un dividendo complementario por importe de 0,37 euros por acción.

2 Métodos de valoración seguidos para la determinación del tipo de canje

Los Administradores de las Sociedades han llevado a cabo la valoración de Gas Natural y Unión Fenosa para la determinación de sus patrimonios reales aplicando metodologías de valoración de general aceptación en el mercado. Los métodos utilizados han consistido en:

- El método de suma de partes aplicando el descuento de flujos libres de caja
- El método de múltiplos implícitos en transacciones comparables
- El método de múltiplos implícitos en la Oferta Pública de Adquisición realizada en marzo de 2009 sobre Unión Fenosa
- La cotización de las acciones de Gas Natural y Unión Fenosa antes del primer anuncio de la operación

Los valores finales a los que conducen la aplicación de las metodologías de valoración mencionadas, utilizando como base el múltiplo implícito en la Oferta Pública de Adquisición, a los efectos de la relación de canje y ampliación de capital, son los siguientes:

Valor asignado al 100% de las acciones de Gas Natural (millones de euros)	26.381
Valor asignado a cada acción de Gas Natural (euros)	29,46
Valor asignado al 100% de las acciones de Unión Fenosa (millones de euros)	16.160
Valor asignado a cada acción de Unión Fenosa (euros)	17,68

3 Alcance y procedimientos empleados en nuestro trabajo

Los análisis y comprobaciones que hemos efectuado han tenido como objeto, exclusivamente, el cumplimiento de los requisitos contenidos en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Los procedimientos empleados en la realización de nuestro trabajo han sido los siguientes:

3.1 Obtención y análisis de la siguiente información:

- Proyecto de Fusión formulado y aprobado por los órganos de Administración de Gas Natural, Unión Fenosa y Unión Fenosa Generación, con fecha 24 y 23 de abril de 2009, respectivamente.
- Borrador de los informes de los Administradores de Gas Natural y Unión Fenosa sobre el Proyecto de Fusión.
- Opiniones “fairness opinion” emitidas por Santander Investment, S.A. y Lazard Asesores Financieros, S.A., asesores financieros de Gas Natural y Unión Fenosa, respectivamente, de fecha 22 de abril de 2009.
- Valoraciones de Gas Natural y Unión Fenosa preparadas por las Sociedades que han servido de base para la determinación de la ecuación de canje realizada por los respectivos Consejos de Administración, incluyendo, entre otros, los planes de negocio y proyecciones financieras de Gas Natural y Unión Fenosa para el periodo 2009-2020 así como las principales hipótesis empleadas en la preparación de las mencionadas hipótesis financieras.

- Análisis de sensibilidad por línea de negocio a las principales variables e hipótesis prospectivas consideradas en la preparación de las proyecciones financieras de Gas Natural y Unión Fenosa.
 - Cuentas anuales auditadas individuales y consolidadas de Gas Natural correspondientes a los ejercicios terminados en 31 de diciembre de 2007 y 2008.
 - Cuentas anuales auditadas individuales y consolidadas de Unión Fenosa y Unión Fenosa Generación correspondientes a los ejercicios terminados en 31 de diciembre de 2007 y 2008.
 - Folleto explicativo de la Oferta Pública de Adquisición de acciones de Unión Fenosa formulada por Gas Natural de fecha marzo de 2009.
 - Folleto informativo del Aumento de Capital con derecho de suscripción preferente de 447.776.028 acciones ordinarias de Gas Natural de fecha 10 de marzo de 2009.
 - Información proporcionada por la Dirección de Gas Natural y Unión Fenosa sobre el valor actual de las deducciones fiscales estimadas.
 - Información bursátil relativa a la cotización de las acciones de Gas Natural y Unión Fenosa.
 - Información bursátil relativa a la cotización de compañías comparables a Gas Natural y Unión Fenosa.
 - Información pública, en su caso, relativa a transacciones de acciones de compañías similares a Gas Natural y Unión Fenosa o a alguno de sus negocios.
 - Informes de analistas relativos a Gas Natural y Unión Fenosa.
 - Otra información disponible que ha sido considerada relevante para la realización de nuestro trabajo.
- 3.2** Revisión de las metodologías de valoración empleadas por los Administradores de Gas Natural y Unión Fenosa para la determinación de la ecuación de canje de la operación de fusión prevista con la documentación soporte existente.
- 3.3** Contraste de las valoraciones de las Sociedades efectuadas por la Dirección de dichas sociedades con otros métodos alternativos de general aceptación.
- 3.4** Realización de análisis de sensibilidad sobre los parámetros de valoración y las variables más significativas que pudieran afectar a los negocios de Gas Natural y Unión Fenosa y por lo tanto a los valores estimados de las Sociedades y la correspondiente ecuación de canje.
- 3.5** Análisis del patrimonio aportado por Unión Fenosa como contraprestación a la ampliación de capital a efectuar por Gas Natural.

- 3.6** Mantenimiento de reuniones con la Dirección de cada una de las Sociedades, así como con sus asesores financieros, con el propósito de recabar otra información y aclaraciones consideradas necesarias para la realización de nuestro trabajo.
- 3.7** Obtención de una carta firmada por la Dirección de cada una de las Sociedades confirmando su conformidad con las proyecciones financieras de ambas compañías utilizadas en las valoraciones realizadas para la determinación de la ecuación de canje, así como que se nos ha facilitado toda la información necesaria para la elaboración de nuestro informe de experto independiente, y que no se han producido acontecimientos posteriores entre la fecha de la firma de los informes de auditoría de los balances de fusión de Gas Natural, Unión Fenosa y Unión Fenosa Generación y la fecha de nuestro Informe, que no hayan sido puestos en nuestro conocimiento y que pudieran modificar de forma sustancial la imagen fiel del patrimonio y/o la situación financiera de las Sociedades que se muestra en dicha fecha, y que por lo tanto pudieran afectar a la ecuación de canje.

Nuestro trabajo se ha basado en información auditada y/o no auditada proporcionada por la Dirección de las Sociedades. En la realización de nuestro trabajo hemos asumido la integridad y exactitud de dicha información, así como que la misma refleja las mejores estimaciones de la Dirección de las Sociedades acerca de las perspectivas de sus negocios desde el punto de vista operativo y financiero.

Adicionalmente, nuestro trabajo se ha basado, entre otras, en fuentes de información públicas. No ha constituido parte de nuestro trabajo el contraste de dicha información con evidencias externas a las Sociedades, sin perjuicio de que, en la medida de lo posible, hemos comprobado que la información presentada es consistente con otros datos proporcionados durante el curso de nuestro trabajo.

El alcance de nuestro trabajo no ha consistido en comprobar la veracidad de la información recibida de las Sociedades, por lo que el mismo no ha constituido una auditoría de dicha información.

4 Dificultades especiales de la valoración

- 4.1** Todo trabajo de valoración lleva implícitos, además de factores objetivos, otros factores subjetivos que implican juicio y, por lo tanto, el “valor” obtenido constituye únicamente un punto de referencia para las partes interesadas en llevar a cabo una transacción, por lo que no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones del mismo. Asimismo, en el contexto de un mercado abierto, pueden existir precios diferentes para un negocio en particular debido a factores subjetivos como el poder de negociación entre las partes o a distintas percepciones de las perspectivas futuras del negocio.

- 4.2** Nuestro trabajo es de naturaleza independiente y por tanto no supone ninguna recomendación a la Dirección de las Sociedades, a los accionistas de las mismas o a terceros en relación con la posición que deberían tomar en relación con la operación de fusión prevista u otras transacciones de acciones de Gas Natural y/o de Unión Fenosa.
- 4.3** Debe tenerse en consideración que en un trabajo de esta naturaleza, el alcance de nuestras comprobaciones en relación a la ecuación de canje se refiere al análisis del valor relativo de las Sociedades y de las acciones correspondientes y por lo tanto no constituye ni debe entenderse como una opinión de valor referida a los valores absolutos de las mismas.
- 4.4** En la realización de nuestro trabajo, hemos asumido que todas las autorizaciones y registros que, en su caso, resulten pertinentes en España y en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas Sociedades para la efectividad de la fusión proyectada y que afecten de forma significativa a nuestro análisis, se obtendrán sin ningún efecto adverso para las Sociedades o para los beneficios esperados de la fusión.
- 4.5** En relación con el método del descuento de flujos libres de caja que ha sido utilizado, entre otros, por las Sociedades para la valoración de Gas Natural y Unión Fenosa, éste se ha basado en las proyecciones financieras de las Sociedades preparadas conforme a las hipótesis determinadas por la Dirección de cada una ellas, que recogen su mejor estimación y juicio basándose en las presentes circunstancias y su esperado desarrollo y que son coherentes y consistentes entre sí. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como inicialmente han sido definidas, y podrían ocurrir acontecimientos no previstos. En atención a dichas circunstancias, los resultados y los flujos de caja libres estimados podrían no resultar en el futuro tal y como se han previsto, pudiendo verse afectados, en consecuencia, los valores obtenidos.
- 4.6** Asimismo, en relación con el método de múltiplos de transacciones de compañías comparables, es importante considerar que la muestra de transacciones comparables puede mantener diferencias importantes con las Sociedades objeto de valoración, dado que las compañías seleccionadas pueden operar en áreas de actividad no equivalentes a los negocios en los que están presentes las Sociedades objeto de valoración, sin que exista ninguna transacción con un conjunto de actividades que pueda ser considerado como completamente comparable a la sociedad a valorar. Asimismo, dichas compañías pueden presentar diferencias significativas con las Sociedades objeto de valoración en términos de crecimiento esperado de sus actividades, tamaño, rentabilidad, apalancamiento financiero y otros factores. Finalmente, los precios de las transacciones de compañías comparables pueden incluir determinados factores, tales como posibles primas de control, sinergias y otros factores estratégicos.

5 Conclusiones

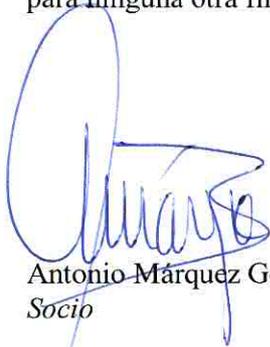
De acuerdo con el trabajo realizado, con el objeto exclusivo de cumplir con lo establecido en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y considerando lo descrito en el apartado 4 anterior, consideramos que:

- Las metodologías de valoración utilizadas en la determinación del valor real de las Sociedades son adecuadas en el contexto y las circunstancias de la operación planteada, estando justificado el tipo de canje previsto en el Proyecto de Fusión.
- El valor del patrimonio aportado por las Sociedades Absorbidas es igual, por lo menos, al importe del aumento de capital que la Sociedad Absorbente tiene previsto efectuar con arreglo al tipo de canje previsto en el Proyecto de Fusión.

* * * * *

Nuestra conclusión debe interpretarse en el contexto del alcance y procedimientos empleados en nuestro trabajo, sin que de la misma pueda derivarse ninguna responsabilidad adicional a la relacionada con la razonabilidad del tipo de canje propuesto, y el valor asignado a la aportación no dineraria.

Este informe ha sido preparado exclusivamente para cumplir con lo establecido en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, por lo que no debe ser utilizado para ninguna otra finalidad.



Antonio Márquez González
Socio

18 de mayo de 2009