

**Bankia, S.A.**  
**Banco Mare Nostrum, S.A.**

Informe de experto independiente en relación con el nombramiento efectuado a favor de KPMG Auditores, S.L., por el Registro Mercantil de Valencia para la elaboración de un único informe sobre el Proyecto Común de Fusión relativo a la fusión por absorción de Banco Mare Nostrum, S.A. (como sociedad absorbida) por parte de Bankia, S.A. (como sociedad absorbente), así como sobre el patrimonio aportado por la sociedad absorbida

KPMG Auditores, S.L.  
*Este informe contiene 14 páginas*

A los Consejos de Administración de:  
Bankia, S.A.  
Banco Mare Nostrum, S.A.

De conformidad con lo establecido en el artículo 34 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles (en adelante “LMESM”), con fecha 3 de julio de 2017, KPMG Auditores, S.L. fue designado como experto independiente por D. José Luis Gómez Fabra Gómez, Registrador Mercantil de Valencia, correspondiente al expediente número E94/17, para la emisión de un único informe sobre el proyecto común de fusión relativo a la fusión por absorción de Banco Mare Nostrum, S.A. (en adelante “BMN” o la “Sociedad Absorbida”) por parte de Bankia, S.A. (en adelante “Bankia” o la “Sociedad Absorbente” y, conjuntamente con BMN, también las “Sociedades”), así como sobre el patrimonio aportado a la Sociedad Absorbente por parte de la Sociedad Absorbida que se extingue.

# 1 Descripción de la operación

## 1.1 Identificación de las sociedades participantes en la fusión

### Sociedad Absorbente

- Bankia, S.A.
  - Domicilio: Calle Pintor Sorolla, nº 8, 46002, Valencia.
  - Datos registrales: Inscrita en el Registro Mercantil de Valencia, al tomo 9.341, libro 6623, folio 104, hoja número V-17274A, inscripción 923ª.
  - CIF: A-14010342.

### Sociedad Absorbida

- Banco Mare Nostrum, S.A.
  - Domicilio: Paseo de Recoletos, nº 17, 28004, Madrid.
  - Datos registrales: Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 28.378, sección 8ª, folio 1, hoja número M-511037.
  - CIF: A-86104189.

## 1.2. Descripción general de la fusión y tipo de canje de las acciones

Con fecha 26 de junio de 2017, los Consejos de Administración de Bankia y BMN acordaron suscribir, en sus respectivas sesiones celebradas ese mismo día, el proyecto común de fusión de ambas compañías (en adelante el “**Proyecto de Fusión**”), de conformidad con lo dispuesto en los artículos 22 y siguientes de la LMESM.

De acuerdo con el Proyecto de Fusión, el tipo de canje de las acciones de las sociedades participantes en la fusión, que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de ambas entidades, será, sin compensación complementaria en efectivo alguna, de 1 acción ordinaria de Bankia, de un euro de valor nominal cada una de ellas, por cada 7,82987 acciones ordinarias de BMN, también de un euro de valor nominal cada una de ellas.

Morgan Stanley & Co. International plc (en adelante “**Morgan Stanley**”) y Rothschild, S.A. (en adelante “**Rothschild**”), contratados por Bankia a estos efectos (el segundo, a instancias de la Comisión de Consejeros Independientes constituida en el seno del Consejo de Administración de Bankia), emitieron con fecha 26 de junio de 2017 sendas opiniones (*fairness opinion*) para el Consejo de Administración y para la referida Comisión de Consejeros Independientes, respectivamente, concluyendo que, a dicha fecha y con base en los elementos, limitaciones y asunciones contenidas en cada opinión, el tipo de canje propuesto es equitativo (*fair*) desde un punto de vista financiero para los accionistas de Bankia.

Por su parte, Deutsche Bank S.A.E. (en adelante “**Deutsche Bank**”) y J.P. Morgan Limited (en adelante “**JP Morgan**”), contratados por BMN a estos efectos (el segundo, a instancias de la Comisión de Consejeros Independientes constituida en el seno del Consejo de Administración de BMN), emitieron con fecha 26 de junio de 2017 sendas opiniones (*fairness opinion*) para el Consejo de Administración y para la referida Comisión de Consejeros Independientes, respectivamente, concluyendo que, a dicha fecha y con base en los elementos, limitaciones y asunciones contenidas en cada opinión, el tipo de canje propuesto es equitativo (*fair*) desde un punto de vista financiero para los accionistas de BMN.

De acuerdo con el Proyecto de Fusión, la operación consistirá en la absorción de BMN por Bankia, en los términos previstos en los artículos 22 y siguientes de la LMESM, con extinción, vía disolución sin liquidación, de la primera y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la segunda, que adquirirá, por sucesión universal, la totalidad del patrimonio y de los derechos y obligaciones de BMN, en los términos y condiciones previstos en el Proyecto de Fusión.

El Proyecto de Fusión establece que Bankia atenderá íntegramente el canje de las acciones de BMN con acciones ordinarias de nueva emisión. A estos efectos, Bankia realizará una ampliación de capital en la cantidad necesaria para hacer frente al canje de las acciones de BMN mediante la emisión y puesta en circulación del número necesario de nuevas acciones ordinarias de un euro de valor nominal cada una de ellas, de la misma y única clase y serie que las actualmente en circulación, representadas mediante anotaciones en cuenta, cuya suscripción estará reservada a los titulares de acciones de BMN, sin que exista, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 304.2 de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante “**LSC**”) derecho de suscripción preferente.

## **1.3 Métodos para atender el canje de fusión por parte de Bankia**

### **1.3.1 Procedimiento de canje**

Tras (i) la aprobación de la fusión por parte de las Juntas Generales de Accionistas de Bankia y BMN; (ii) la presentación de la documentación equivalente a que se refieren los artículos 26.1.d) y 41.1.c) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; (iii) el cumplimiento de las condiciones suspensivas referidas en el Proyecto de Fusión; (iv) el otorgamiento ante notario de la escritura pública de fusión y del correspondiente aumento de capital de Bankia; y (v) la inscripción de la referida escritura de fusión en el Registro Mercantil de Valencia; se procederá al canje de las acciones de BMN por acciones de Bankia, a partir de la fecha que se indique en los anuncios que corresponda publicar de conformidad con la normativa aplicable.

### **1.3.2 Acciones que acudirán al canje**

De acuerdo con la información indicada en el Proyecto de Fusión, el número de acciones que Bankia deberá entregar a los actuales accionistas de BMN en contraprestación por el patrimonio absorbido de esta a consecuencia de la fusión se estimará teniendo en cuenta la ecuación de canje mencionada en el apartado 1.2 anterior, además de lo siguiente:

- el capital social de BMN está integrado por un total de mil seiscientos trece millones seiscientos cincuenta y tres mil ciento cuatro (1.613.653.104) acciones (asumiendo que no se modificará hasta la inscripción registral de la fusión); y
- en aplicación de lo dispuesto en el artículo 26 de la LMESM, no se canjearán las acciones de BMN de las que Bankia sea titular ni las acciones que, en su caso, BMN tenga en autocartera, procediéndose a su amortización. A la fecha del Proyecto de Fusión, Bankia no es titular de acciones de BMN. Asimismo, a esta misma fecha, BMN mantiene tres millones ciento setenta y un mil doscientas cinco (3.171.205) acciones en autocartera

Por tanto, dado que el número de acciones de BMN que se estima acudirán al canje será de mil seiscientos diez millones cuatrocientas ochenta y un mil ochocientos noventa y nueve (1.610.481.899) acciones, y considerando la ecuación de canje indicada anteriormente, Bankia debería entregar a los actuales accionistas de BMN un total de doscientos cinco millones seiscientos ochenta y cuatro mil trescientas setenta y tres (205.684.373) acciones para atender el canje. El importe de la ampliación de capital podría variar en función de la autocartera de BMN o de la participación de Bankia en BMN al momento de ejecutarse la Fusión.

Los titulares de un número de acciones de BMN que, conforme a la relación de canje acordada, no les permita recibir un número entero de acciones de Bankia podrán adquirir o transmitir acciones para proceder a canjearlas según dicho tipo de canje.

Sin perjuicio de lo anterior, las Sociedades podrán establecer mecanismos orientados a facilitar la realización del canje de las acciones de BMN por acciones de Bankia, mediante la designación de un agente de picos que actuará como contrapartida para la compra de restos o picos. De esta forma, todo accionista de BMN que, de acuerdo con el tipo de canje establecido y teniendo en cuenta el número de acciones de BMN de las que sea titular, no tenga derecho a recibir una acción entera de Bankia o tenga derecho a recibir un número entero de acciones de Bankia y le sobre un número de acciones de BMN que no sea suficiente para tener derecho a recibir una acción adicional de Bankia, podrá transmitir dichas acciones sobrantes de BMN al agente de picos, que le abonará su valor en efectivo.

### **1.3.3 Aumento de capital de Bankia**

De acuerdo con la información incluida en los borradores de los Informes de Administradores de las Sociedades sobre el Proyecto de Fusión, Bankia ampliará su capital social mediante la emisión de nuevas acciones de un euro (1 euro) de valor nominal cada una de ellas, pertenecientes a la misma y única clase y serie que las actuales acciones de Bankia, representadas mediante anotaciones en cuenta, sin que exista, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 304.2 de la LSC, derecho de suscripción preferente para sus accionistas. Por tanto, teniendo en cuenta que el número de acciones de Bankia precisas para atender a la ecuación de canje será de doscientos cinco millones seiscientos ochenta y cuatro mil trescientas setenta y tres (205.684.373) acciones, el número máximo de acciones nuevas que, en su caso, sería preciso emitir por parte de la Sociedad Absorbente para atender totalmente la ecuación de canje mencionada ascendería a dicha cantidad.

Asimismo, conforme se indica en el Proyecto de Fusión, la diferencia entre el valor razonable del patrimonio de BMN recibido por Bankia en virtud de la fusión y el valor nominal de las nuevas acciones emitidas por Bankia, se considerará prima de emisión. Tanto el valor nominal de dichas acciones como la correspondiente prima de emisión quedarán enteramente desembolsados como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio de BMN a Bankia. El aumento comportará una modificación de la cifra del capital social de Bankia y del número de acciones en que está dividido.

### **1.4 Derechos que vayan a otorgarse en la Sociedad Absorbente a quienes tengan derechos especiales o prestaciones accesorias**

No existen en ninguna de las Sociedades acciones especiales ni titulares de derechos especiales distintos de la simple titularidad de las acciones, ni van a otorgarse derechos especiales ni opciones a los tenedores de títulos distintos de los representativos del capital. En consecuencia, no procede el otorgamiento de ningún derecho especial ni el ofrecimiento de ningún tipo de opciones.

### **1.5 Patrimonio de la Sociedad Absorbida que se transmite a la Sociedad Absorbente**

De acuerdo con el Proyecto de Fusión, como consecuencia de la fusión por absorción de BMN por Bankia, aquella se disolverá sin liquidación y verá todos sus activos y pasivos transmitidos en bloque al patrimonio de Bankia.

A efectos de lo dispuesto en el artículo 31.9ª de la LMESM las magnitudes del activo y pasivo de BMN son las que se reflejan en los balances individual y consolidado de dicha entidad cerrados a 31 de diciembre de 2016.

Asimismo, conforme a la normativa contable de aplicación, los activos identificables, los pasivos asumidos y cualquier participación no dominante en la Sociedad Absorbida se registrarán en Bankia a sus valores razonables en la fecha de adquisición (fecha de efectos contables de la fusión conforme a lo indicado en el apartado siguiente) y de forma separada del fondo de comercio.

A estos efectos, y con independencia de la fecha de inscripción de la fusión en el Registro Mercantil (y, por lo tanto, de la extinción de la Sociedad Absorbida), según se indica en el Proyecto de Fusión los administradores de BMN han asumido el compromiso expreso de formular un balance de la Sociedad Absorbida cerrado el último día del mes más próximo anterior a la fecha de adquisición (fecha de efectos contables de la Fusión), que serán auditados por el actual auditor de cuentas de BMN.

## **1.6 Fecha de efectos contables y de participación en las ganancias sociales de las nuevas acciones**

### **1.6.1 Fecha de efectos contables**

La fecha a partir de la cual las operaciones de la Sociedad Absorbida se considerarán realizadas a efectos contables por cuenta de la Sociedad Absorbente será aquella que resulte de la aplicación del Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre y, en particular de su norma 19ª, así como de la Norma Internacional de Información Financiera 3, y, en particular, de sus párrafos 8 y 9, con la que aquella es coherente. En todo caso, si existiesen discrepancias entre las mencionadas normas, prevalecerá esta última.

De acuerdo con dicha normativa vigente a la fecha del Proyecto de Fusión, la fecha de efectos contables de la fusión será aquella en la que, una vez aprobada la fusión por las Juntas Generales de Accionistas de Bankia y BMN, se obtenga la última de las autorizaciones administrativas a las que queda sujeta la eficacia de la misma conforme a lo dispuesto en el Proyecto de Fusión, por ser este el momento en que se considera que la Sociedad Absorbente adquirirá el control de la Sociedad Absorbida en los términos referidos en la mencionada normativa.

### **1.6.2 Fecha de participación en las ganancias sociales de las nuevas acciones**

De acuerdo con lo indicado en el Proyecto de Fusión, las acciones que sean entregadas para atender el canje darán derecho a sus titulares, desde la fecha de inscripción de la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Valencia, a participar en las ganancias sociales en los mismos términos que el resto de titulares de acciones de Bankia en circulación en esa fecha.

## **1.7 Balances de fusión**

De acuerdo con el Proyecto de Fusión, y a los efectos previstos en el artículo 36 de la LMESM, se considerará como balance de fusión de Bankia el balance anual cerrado a 31 de diciembre de 2016 que forma parte de sus cuentas anuales del ejercicio 2016, debidamente auditadas por el auditor de cuentas de Bankia y aprobadas por su Junta General Ordinaria de Accionistas celebrada el 24 de marzo de 2017.

Por su parte, se considerará como balance de fusión de BMN el balance anual cerrado a 31 de diciembre de 2016 que forma parte de sus cuentas anuales del ejercicio 2016, debidamente auditadas por el auditor de cuentas de BMN y aprobadas por su Junta General Ordinaria de Accionistas celebrada el 5 de mayo de 2017.

Adicionalmente, a los efectos previstos en el artículo 31.10ª de la LMESM, y también de acuerdo con el Proyecto de Fusión, para establecer las condiciones en las que se realiza la fusión se han tomado en consideración las referidas cuentas anuales de las Sociedades correspondientes al ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2016.

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

### **2.1 Métodos de valoración empleados por los Administradores de Bankia y BMN**

Los Consejos de Administración de Bankia (asesorado por Morgan Stanley, como asesor financiero), y BMN (asesorado por Alantra Corporate Finance, S.A. como asesor financiero), realizaron diversos análisis de valoración de las Sociedades basándose principalmente en un estudio de la valoración intrínseca de las mismas.

#### **2.1.1 Métodos de valoración empleados por los Administradores de Bankia**

El tipo de canje propuesto se ha determinado por parte de los Administradores de Bankia sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Bankia y de BMN. De cara a determinar dichos patrimonios reales han utilizado diferentes metodologías de valoración para cada una de las entidades.

En el caso de Bankia, al tratarse de una sociedad cotizada, con un capital cotizado flotante y una liquidez adecuada, y tomando en consideración que el canje de la Fusión conlleva la entrega de acciones ordinarias de Bankia a los accionistas de BMN, se ha considerado que la mejor metodología de valoración es la de tomar en consideración su capitalización bursátil. A efectos de mitigar el impacto que la volatilidad de las acciones pueda tener en la capitalización bursátil de referencia, se ha tomado en consideración diferentes cortes temporales para determinar la misma (día bursátil inmediatamente anterior al acuerdo sobre la operación, últimos cinco días hábiles, último mes, últimos tres meses, etc.), concluyéndose que el precio de cierre del día bursátil inmediatamente anterior al de formulación del Proyecto de Fusión por los Consejos de Administración de ambas entidades era un precio que reflejaba adecuadamente el valor del patrimonio real de Bankia y se encontraba dentro del rango de variación de los diferentes periodos tomados en consideración. Dicho precio de cotización era de 4,011 euros por acción e implicaba una valoración de 11.549 millones de euros.

La valoración con referencia a la cotización es el método que se suele considerar como preferente para determinar el valor real en el caso de valores cotizados; a título de ejemplo, el artículo 504.2 de la Ley de Sociedades de Capital, a efectos de determinar el valor razonable de las acciones a emitir en aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, presume que aquel es el que resulte de la cotización bursátil, salvo que se justifique lo contrario.

Se han analizado también los precios objetivos publicados por los analistas financieros independientes que cubren la acción de Bankia.

En el caso de BMN, al tratarse de una sociedad no cotizada, se han utilizado las metodologías comúnmente empleadas en operaciones de esta naturaleza, destacando la utilización de múltiplos comparables, el descuento de dividendos (*DDM* o *Dividend Discount Model*) y el “*WEV*” o “*warranted equity valuation*” consistente en el cálculo de un múltiplo de valoración intrínseca teórico calculado de manera simplificada relacionando el retorno sobre el capital con el coste del capital.

- **Descuento de dividendos:** esta metodología permite obtener una valoración teórica intrínseca basada en el descuento de los dividendos futuros de la entidad analizada.

Se basa en un plan de negocio a futuro que tenga en cuenta la rentabilidad, evolución del balance y capacidad de distribución de dividendos de la entidad.

Dicha proyección permite identificar un exceso de capital que sería distribuable año a año en forma de dividendo. Estos flujos estimados se descuentan al coste de capital de la entidad, arrojando una valoración.

- **Múltiplos de compañías cotizadas comparables:** Esta metodología permite obtener una referencia de valor sobre la base de los múltiplos a los que las compañías comparables del sector están cotizando. En el caso particular de las Sociedades se ha realizado el análisis a partir de las compañías cotizadas en el sector bancario español.

En particular, se han analizado los siguientes múltiplos:

- *Price to Earnings* (“*PER*” por sus siglas en inglés), o precio sobre beneficio neto esperado por acción para los años 2017, 2018 y 2019.
- *Price to Book Value* (“*P/BV*” por sus siglas en inglés), o precio sobre patrimonio neto reportado.

Adicionalmente, se ha realizado un análisis de regresión en base a la relación de los múltiplos *P/BV* y el retorno sobre el patrimonio neto (“*RoE*” por sus siglas en inglés) esperado para los años 2017, 2018 y 2019.

- **WEV o “warranted equity valuation”:** Múltiplo de valoración intrínseca teórico calculado de manera simplificada relacionando el retorno sobre el capital con el coste de capital. Su fórmula de cálculo es la siguiente:  $(ROE - g) / (CoE - g) = P/BV$ .
  - *RoE*: Retorno sobre el patrimonio neto
  - *g*: Crecimiento a perpetuidad (“*g*” por sus siglas en inglés)
  - *CoE*: Coste del capital (“*CoE*” por sus siglas en inglés).



Esta metodología de valoración no difiere en gran manera de la de descuento de dividendos en la medida en que se puede considerar un modelo de retorno de excesos al comparar la rentabilidad de la entidad con el coste de capital de la misma.

La aplicación de estas metodologías arrojó una valoración para BMN de 825 millones de euros.

Asimismo, los Administradores de Bankia han realizado un estudio conjunto de las potenciales eficiencias derivadas de la fusión, estimándose que podrían generarse sinergias significativas entre el período 2018 y 2020, relacionadas fundamentalmente con ahorros de costes.

### **2.1.2 Métodos de valoración empleados por los Administradores de BMN**

Los Administradores de BMN han utilizado como principal metodología para la determinación de la ecuación de canje la Valoración por ROIC (Return On Invested Capital), o contraste de la razonabilidad de la rentabilidad obtenida por Bankia sobre el capital consumido por la operación.

Este método se basa en poner en relación el beneficio incremental para Bankia generado por la operación con el capital máximo empleable para obtener un nivel de rentabilidad que se entienda razonable. El cálculo se efectúa del siguiente modo, obtenido el beneficio neto incremental se divide por la rentabilidad esperada y se obtiene el referido capital máximo empleable. De este capital máximo empleable se deducen (i) el capital necesario para llevar a cabo la integración operativa (generadora de sinergias); y (ii) las necesidades de capital para mantener un nivel de solvencia alineado con el exigido por el Marco de Apetito al Riesgo tras aplicar los ajustes de valoración resultado del Due Diligence. El importe resultante tras ambas deducciones determina el valor a pagar por las acciones de BMN.

El beneficio neto incremental referido en el párrafo anterior viene compuesto por el resultado generado por BMN por sí misma más el procedente de las sinergias en costes y financiación, principalmente.

Una vez determinado el valor de BMN (equivalente a los 825 millones de euros en nuevas acciones entregadas a los accionistas de ésta entidad) se debe completar la ecuación de canje, para lo que se ha considerado el valor de Bankia, como valor estático para canjear las acciones de BMN. A estos efectos, en la metodología que se ha aplicado se ha partido de tomar como referencia el mercado; y, por ello, el valor de cotización, en la medida en que del resultado de la Due Diligence de Bankia no se ha advertido contingencia alguna no conocida por el mercado que tenga carácter significativo.

Igualmente se han utilizado metodologías de contraste, por comparables y fundamentales tanto por descuento de dividendos distribuibles (DDM) partiendo de los planes de negocio homogeneizados de las dos entidades, como por el método Gordon Growth.

## **2.2 Ecuación de canje resultante**

La ecuación de canje que los Consejos de Administración de las Sociedades han acordado, resultante del valor real de los patrimonios sociales de Bankia y BMN, es de una acción de Bankia, de un (1) euro de valor nominal cada una de ellas, por cada siete coma ocho dos nueve ocho siete (7,82987) acciones de BMN, de un (1) euro de valor nominal cada una de ellas.

### **3 Alcance y procedimientos empleados en nuestro trabajo**

Los análisis y comprobaciones efectuados han tenido como objeto exclusivamente cumplir con los requisitos mencionados en el artículo 34 de la LMESM, siendo los procedimientos empleados en la realización de nuestro trabajo los siguientes:

#### **3.1 Obtención y análisis de la siguiente información:**

- Nombramiento de KPMG Auditores, S.L. como experto independiente con fecha 3 de julio de 2017 por D. José Luis Gómez Fabra Gómez, Registrador Mercantil de Valencia.
- Proyecto de Fusión formulado y suscrito por los Consejos de Administración de las Sociedades de fecha 26 de junio de 2017.
- Borradores de los informes redactados por los Administradores de Bankia y BMN explicando y justificando detalladamente el Proyecto de Fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas y a las dificultades especiales de valoración que pudieran existir, así como las implicaciones de la fusión para los socios, los acreedores y los trabajadores de las Sociedades.
- Explicación de los métodos de valoración de las Sociedades empleados por los Administradores de Bankia y BMN, junto con los valores a los que conducen dichos métodos, que han servido de base para la evaluación y determinación de la ecuación de canje por los respectivos Consejos de Administración, así como su documentación soporte.
- Número de acciones de BMN que acudirán al canje, así como número de acciones de Bankia necesarias para atender el mismo, con detalle de su tipo de emisión, importe de la ampliación de capital a efectuar por Bankia (detallando capital social y prima de emisión, en su caso) y detalle del patrimonio a aportar por la Sociedad Absorbida.
- Presentaciones internas de las Sociedades realizadas a sus respectivos Consejos de Administración en relación con la operación de fusión prevista, de fechas 26 de junio de 2017.
- Informes de Due Diligence Financiera, Fiscal, Legal y Laboral elaborados por Ernst & Young Servicios Corporativos S.L. (en adelante, “EY”) como asesor de Bankia, y Due Diligence Financiera, Fiscal, Legal y Laboral elaborados por PricewaterhouseCoopers, S.L. (en adelante, “PwC”) como asesores de BMN.
- Informes de Valoración de experto independiente de la Joint Venture y el acuerdo de distribución de BMN con Caser y el Informe de Valoración de experto independiente de las Joint Ventures con AVIVA, ambos elaborados por Deloitte Advisory, S.L (en adelante “Deloitte”) como asesores de BMN.
- Informe que contiene la revisión de la valoración del negocio de seguros generales de BMN y el informe que contiene la revisión de la valoración del negocio de seguros de vida y pensiones de BMN, ambos elaborados por Towers Watson de España, S.A (en adelante “Willis Towers Watson”) como asesores de Bankia.

- Informe para el Consejo de Administración de BMN emitido por Alantra Corporate Finance, S.A. (en adelante, “Alantra”) emitido el 26 de junio de 2017.
- Opiniones de razonabilidad (“*fairness opinions*”) emitidas por Morgan Stanley y Rothschild, asesores financieros de Bankia, ambas de fecha 26 de junio de 2017.
- Opiniones de razonabilidad (“*fairness opinions*”) emitidas por Deutsche Bank y JP Morgan, asesores financieros de BMN, ambas de fecha 26 de junio de 2017.
- Proyecciones financieras consolidadas de Bankia para el periodo comprendido entre 1 de enero de 2017 y 31 de diciembre de 2020 (antes de las posibles sinergias derivadas de la fusión), preparadas por la Dirección de Bankia junto con las principales hipótesis utilizadas en su determinación. Dichas proyecciones financieras constan de balances de situación y cuentas de pérdidas y ganancias para cada uno de los ejercicios proyectados.
- Proyecciones financieras consolidadas de BMN para el periodo comprendido entre 1 de enero de 2017 y 31 de diciembre de 2019 (antes de las posibles sinergias derivadas de la fusión), preparadas por la Dirección de BMN junto con las principales hipótesis utilizadas en su determinación. Dichas proyecciones financieras constan de balances de situación y cuentas de pérdidas y ganancias para cada uno de los ejercicios proyectados.
- Potenciales sinergias derivadas de la fusión, con calendario estimado de implementación y potenciales costes de reestructuración necesarios.
- Actas de los Consejos de Administración y Juntas Generales de Accionistas de las Sociedades en los ejercicios 2015, 2016 y 2017 relacionadas con la potencial fusión de ambas Sociedades.
- Cuentas anuales auditadas, individuales y consolidadas, en su caso, de Bankia y BMN correspondientes a los ejercicios cerrados a 31 de diciembre de 2014 y 2016.
- Otra información financiera y de gestión de Bankia y BMN a 31 de diciembre de 2016.
- Número de acciones propias de BMN en autocartera a la fecha del Proyecto de Fusión.
- Información, oral y/o escrita, obtenida de los asesores de las Sociedades (incluyendo Morgan Stanley, Rothschild, JP Morgan, Deutsche Bank y Alantra) relativa al alcance y resultados de su trabajo, incluyendo los informes de Due Diligence Financiera, Legal, Laboral y Fiscal de BMN y Bankia realizados por EY y PwC, respectivamente.
- Informes de analistas bursátiles relativos a Bankia.
- Otra información considerada de utilidad para la realización de nuestro trabajo.

**3.2** Análisis, con la información disponible, de cada uno de los documentos y/o presentaciones de valoración facilitados por las Sociedades.

**3.3** Análisis y contraste de las metodologías de valoración empleadas por los Consejos de Administración de Bankia y BMN (con el asesoramiento financiero de Morgan Stanley y Rothschild en el caso de Bankia y de Alantra, Deutsche Bank y JP Morgan en el caso de BMN), así como de la ecuación de canje propuesta en el Proyecto de Fusión.

- 3.4** Análisis de si el patrimonio aportado por BMN es, por lo menos, igual al aumento de capital más la prima de emisión, en su caso, que se prevé realizar por Bankia.
- 3.5** Mantenimiento de conversaciones y reuniones con la Dirección de las Sociedades, así como con sus asesores, con el propósito de recabar otra información que se ha considerado de utilidad para la realización de nuestro trabajo.
- 3.6** Otros procedimientos que, en su caso, se hayan considerado razonables.
- 3.7** Obtención de una carta firmada por los Administradores o Directivos con facultades representativas suficientes para representar a cada una de las Sociedades en las gestiones relacionadas con el proceso de fusión de las mismas confirmando que según su leal saber y entender se nos ha facilitado toda la información considerada relevante para la elaboración de nuestro informe de experto independiente, así como que, no se han producido acontecimientos importantes que pudieran modificar de forma sustancial el tipo de canje acordado, ocurridos entre la fecha del Proyecto de Fusión y la fecha de este informe, y que por lo tanto pudieran afectar a nuestras conclusiones.

La información necesaria para la realización de nuestro trabajo nos ha sido facilitada por la Dirección de las Sociedades, directamente o, en algunos casos, a través de sus asesores o bien ha sido obtenida de fuentes públicas. 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, aspectos que nos han sido confirmados por escrito por los Administradores o Directivos de ambas compañías.

Es importante mencionar que no hemos realizado ninguna verificación independiente, auditoría, due diligence, revisión o evaluación de la situación contable, fiscal, legal, laboral o medioambiental de las Sociedades. Por lo tanto, el alcance de nuestro trabajo no constituye una opinión de auditoría ni cualquier otro tipo de opinión o confirmación en lo que se refiere a los estados financieros de las Sociedades.

En relación con la información obtenida de fuentes 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 obtenidos durante el transcurso de nuestro trabajo.

No tenemos la obligación de actualizar nuestro informe por causa de hechos que pudieran ocurrir con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

El alcance de nuestro trabajo no ha incluido la revisión de la operación propuesta ni del Proyecto de Fusión desde un punto de vista legal.

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 las Sociedades para la efectividad de la fusión proyectada y que afecten de forma significativa a nuestro análisis se obtendrán sin ningún efecto adverso para dichas Sociedades o para los beneficios esperados de la fusión.

El alcance de nuestro trabajo no deberá considerarse, en el contexto de esta transacción ni en ningún otro, como una “*fairness opinion*” ni como una opinión sobre el valor actual o futuro, o recomendación de inversión en cualquiera de las Sociedades.

## **4 Dificultades especiales de valoración**

- 4.1** 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 o cualesquiera otras transacciones de acciones de dichas compañías.
- 4.2** Debemos mencionar que todo trabajo de valoración lleva implícitos, además de factores objetivos, otros factores subjetivos que implican juicio y que, por lo tanto, los valores resultantes constituyen, principalmente, un punto de referencia para las partes implicadas en una transacción, por lo que no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones de nuestro trabajo. Además, debe tenerse en consideración que en el contexto de un mercado abierto, pueden existir precios diferentes para un negocio en particular debido a, entre otros, factores subjetivos como el poder de negociación entre las partes o a distintas percepciones de las perspectivas futuras del negocio.
- 4.3** En trabajos de esta naturaleza, el alcance de nuestro análisis sobre la ecuación de canje se basa fundamentalmente en el análisis del valor relativo de las Sociedades y de sus acciones. Por lo tanto, dicho trabajo no constituye necesariamente una opinión sobre los valores absolutos utilizados para determinar la ecuación de canje mencionada anteriormente, ni debe considerarse como tal. Los valores de Bankia y BMN han sido calculados aplicando los diversos métodos de valoración anteriormente resumidos con el fin de evaluar y/o determinar dicha ecuación de canje, por lo que podrían variar, ya que dependen de los métodos específicos considerados y de su aplicación por parte de los Administradores de las Sociedades.
- 4.4** Nuestro trabajo no tiene por objeto analizar la conveniencia de las estrategias de negocio actuales o pasadas de las Sociedades ni las razones de la operación en relación con otras estrategias de negocio o transacciones por las que hubieran podido optar aquellas, así como tampoco analizar la decisión de negocio de las Sociedades para proceder con la mencionada operación de fusión.
- 4.5** Algunos de los métodos de valoración mencionados en el apartado 2 anterior más, en su caso, otros que hubieran podido utilizarse como contraste de los anteriores, se basan total o parcialmente en información financiera a futuro. Generalmente, podría haber discrepancias entre los resultados proyectados y los que se produzcan realmente y tales diferencias podrían ser materiales.

## **5 Conclusión**

De acuerdo con las bases de información utilizadas y los procedimientos aplicados y sujeto a los aspectos relevantes y las dificultades especiales de valoración sobre las conclusiones de nuestro trabajo, todo ello descrito en los apartados anteriores, y con el objetivo exclusivo de cumplir con lo requerido en el nombramiento de experto independiente, consideramos que:

- El tipo de canje propuesto (7,82987 acciones de BMN por cada acción de Bankia) por los Consejos de Administración de las sociedades participantes en la fusión está justificado, los métodos de valoración utilizados por dichos Consejos de Administración son adecuados y los rangos de valores a los que conducen son razonables.
- El patrimonio aportado por la sociedad absorbida es igual, por lo menos, al importe máximo del aumento de capital de la sociedad absorbente previsto en el Proyecto Común 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 los criterios de valoración del patrimonio a aportar propuestos por las sociedades intervinientes en la fusión, así como sobre la aportación del patrimonio de la Sociedad Absorbida en relación con el importe de aumento de capital y prima de emisión de la Sociedad Absorbente.

Este informe y la información en él contenida han sido preparados estrictamente para dar cumplimiento a lo requerido en el nombramiento de experto independiente relativo a los requisitos establecidos en el artículo 34 de la LMESM, por lo que no debe ser utilizado para ninguna otra finalidad.



Fernando Maldonado  
*Director General Responsable de CF Sector Financiero,*

KPMG Auditores, S.L.

14 de julio de 2017