

Banco Popular Español, S.A.

Informe de experto independiente
sobre aportación no dineraria, conforme al Artículo 38 del
Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas

24 de abril de 2003

INFORME DE EXPERTO INDEPENDIENTE SOBRE APORTACIONES NO DINERARIAS

24 de abril de 2003

BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.
José Ortega y Gasset, 29
28006 Madrid

Muy señores nuestros:

En cumplimiento del nombramiento efectuado el 12 de marzo de 2003 por el Registrador Mercantil número XVII de los de Madrid, D. Alfonso Presa, aceptado por Deloitte & Touche España, S.L. el mismo día 12 de marzo de 2003, y de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 38 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, emitimos el presente informe, en relación con la aportación no dineraria a realizar a Banco Popular Español, S.A. (en adelante, BPE) como contrapartida de la ampliación de capital a realizar por este banco, en relación con el expediente número 138/03 del Registro Mercantil de Madrid relativo a esta operación.

1. Descripción de la operación y objeto de este informe

De acuerdo con la información que se nos ha facilitado, el propósito de la operación es la adquisición por parte de BPE de una participación del 75,119% en el capital social de Banco Nacional de Crédito Inmobiliario, S.A. (en adelante, BNC) a través de una ampliación de capital a realizar por el BPE, que será suscrita mediante la aportación no dineraria de las acciones constitutivas de dicha participación en el capital social del BNC más un pago en efectivo a realizar por el BPE.

Este informe de experto independiente se refiere a la valoración de la aportación no dineraria antes indicada y, en particular, sobre si el valor de las acciones que componen dicha aportación, cuya propiedad se transmite, cumple lo estipulado en el Artículo 38 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y en el Artículo 133 apartado 2 del Reglamento del Registro Mercantil.

2. Identificación de las sociedades participantes en la operación

Banco Nacional de Crédito Imobiliário, S.A. es una sociedad portuguesa anónima abierta ("Sociedade Anónima – Sociedade Aberta") conforme a la legislación portuguesa, constituida el 2 de julio de 1991, previa autorización concedida mediante Resolución del Ministerio de Finanzas nº 155/91, de 26 de abril, domiciliada en Lisboa, Rua de Comércio, 85, con C.I.F. nº 502.607.084 e inscrita en el Registro Mercantil de Lisboa con fecha de inscripción el 18 de agosto de 1991 y número de registro 2396.

Banco Popular Español, S.A. es una sociedad constituida el 14 de julio de 1926, con domicilio social en Madrid, calle Velázquez, 34, con C.I.F. nº A28000727 e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 174, folio 44, hoja 5.458, inscripción 1ª.

3. Descripción de la aportación no dineraria

La aportación no dineraria objeto del presente informe de experto independiente, según se desprende de los acuerdos del Consejo de Administración del BPE de fechas 30 de enero de 2003 y 23 de abril de 2003, está constituida por 131.458.165 acciones, de 1 euro de valor nominal de cada acción, representativas del 75,119% del capital social y de los derechos de voto del BNC.

De acuerdo con lo que figura en el "Relatorio e Contas de 2002" (auditado por Pricewaterhouse Coopers –PwC-) del BNC al 31 de diciembre de 2002, la totalidad de las acciones constitutivas de la aportación no dineraria será aportada íntegramente por la sociedad Topbreach Holding B.V., accionista mayoritario del BNC. Dichas acciones representan el 75,119% de su capital social a la fecha de este informe, y están totalmente suscritas y desembolsadas.

A la fecha del presente informe, y tomando como base los estados financieros consolidados de BNC a 31 de marzo de 2003 (no auditados) el importe a satisfacer por BPE por las 131.458.165 acciones de BNC ascendería a 428.228.450 euros, del que resultaría un precio aproximado por acción de 3,2575 euros.

No obstante, el importe indicado podrá ser revisado en función de la evolución de los resultados consolidados, netos de impuestos, del BNC entre 31 de marzo de 2003 y la fecha efectiva de ejecución de la transmisión.

4. Contrapartida de la aportación no dineraria

La contrapartida a realizar por el Banco Popular Español, S.A. por las acciones del BNC descritas en el apartado anterior, de acuerdo con lo acordado por el Consejo de Administración del BPE en sus reuniones de 30 de enero y 23 de abril de 2003 y el escrito de Aportación no Dineraria presentado en el Registro Mercantil de Madrid por el BPE, de fecha 6 de marzo de 2003, asciende a 428.228.450 euros, que es la suma de:

- a) Un importe de 412.672.369 euros, a través de la realización de una ampliación de capital del BPE de 10.232.392 acciones nominativas (de 0,50 euros de valor nominal por acción, de la misma clase y serie que las actualmente en circulación, representadas mediante anotaciones en cuenta, con una prima de emisión de 39,83 euros por acción) por importe total de 40,33 euros por acción (precio ajustable a las reducciones de fondos propios o pago de dividendos realizados por el BPE hasta la fecha de ejecución). La participación resultante a adquirir por la vendedora en el capital social del BPE no excederá en ningún caso del 4,5% de su capital social (una vez realizado, en su caso, el correspondiente aumento de capital).
- b) El resto de la contraprestación, por un importe de 15.556.081 euros, como consecuencia del límite de participación de la vendedora de acciones de BNC en el capital social del BPE antes indicado, se efectuará mediante un pago complementario a realizar en efectivo por BPE a Topbreach Holding B.V. No obstante, de acuerdo con lo indicado en el apartado 3 anterior, este importe de 15.556.081 euros podrá ser revisado en función de la evolución de los resultados consolidados netos de impuestos de BNC entre el 31 de marzo de 2003 y la fecha de ejecución de la transmisión.

5. Descripción de la valoración efectuada por el BPE

El valor total de las acciones de BNC objeto de la aportación no dineraria (por acción del BNC) contemplado en los acuerdos adoptados, con fecha 23 de abril de 2003, por el Consejo de Administración del BPE, asciende a 428.228.450 euros tomando como base los estados financieros de BNC indicados en el apartado 3; lo que supone un valor aproximado de 3,2575 euros por acción.

No obstante, este importe podrá ser revisado de acuerdo con lo indicado en los apartados 3 y 4 anteriores, en función de la evolución de los resultados consolidados netos de impuestos de BNC entre el 31 de marzo de 2003 y la fecha de ejecución de la transmisión.

6. Alcance de las comprobaciones realizadas en nuestro carácter de experto independiente

Los análisis y comprobaciones efectuados han tenido como objeto exclusivamente cumplir con lo establecido en el Artículo 38 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y el Artículo 133 apartado 2 del Reglamento del Registro Mercantil, y se han realizado en el contexto del alcance acordado con ustedes en nuestra propuesta de servicios profesionales de fecha 17 de marzo de 2003.

Los procedimientos aplicados en la realización de nuestro trabajo han sido los siguientes:

- a) Análisis de la naturaleza y de la razonabilidad económica global de la operación.
- b) Revisión de los papeles de trabajo de los auditores externos (PwC) del BNC correspondientes a las auditorías efectuadas sobre las cuentas anuales individuales y

consolidadas de los ejercicios 2002 y 2001 de dicho banco, cuyos informes se emitieron por PwC con fecha 6 de marzo de 2003.

- c) Revisión de los papeles de trabajo de los auditores externos (PwC) de BNC International, Ltd. (entidad subsidiaria del BNC, domiciliada en las Islas Cayman) correspondientes a las auditorías efectuadas sobre las cuentas anuales de los ejercicios 2002 y 2001 de dicha entidad.
- d) Revisión de las conclusiones del informe de “due diligence” de fecha 20 de septiembre de 2002, efectuada por PwC para el vendedor, a petición del BPE, enfocada en especial a las siguientes áreas:
 - o Inversión crediticia
 - o Tesorería
 - o Sistemas de información (plataforma, aplicaciones, seguridad informática, etc.)
 - o Situación fiscal
 - o Control de gestión y sistemas de control interno
 - o Compromisos por pensiones
 - o Situación laboral
 - o Contratos relevantes, contingencias y compromisos con terceros
 - o Operaciones fuera de balance
- e) Obtención de los estados financieros consolidados del BNC proyectados de los próximos cinco ejercicios, preparados por la Dirección del BNC y análisis de las tendencias de masas de balance, márgenes y resultados contempladas (considerando los correspondientes a los ejercicios 2001 y 2002), así como los estados financieros proyectados elaborados por la Dirección del BPE y por los expertos independientes que ha elaborado la “due diligence” antes indicada.
- f) Obtención de los estados financieros consolidados (no auditados) del BNC al 31 de marzo de 2003, elaborados por la Dirección del BNC, y comentarios de la Dirección del banco sobre las principales variaciones.
- g) Reuniones con el presidente y otros responsables de diferentes áreas de la Dirección del BNC y con la Dirección del BPE con el objeto de comentar y contrastar:
 - o Las proyecciones de resultados incluidas en estados financieros proyectados analizados conforme al punto anterior.
 - o Las hipótesis (y su coherencia interna) y los aspectos estratégicos y de negocio considerados para la realización de las mencionadas proyecciones.
- h) Revisión del “Informe sobre el trabajo de auditoría de riesgos de crédito” del BNC al 30 de septiembre de 2002 preparado por los auditores externos del BPE y emitido con fecha 27 de enero de 2003, y revisión, en bases selectivas, de los papeles de trabajo de los auditores relativos al referido análisis de riesgos, adicional al incluido en la “due diligence”.

- i) Contraste, para una muestra selectiva de riesgos incluidos en dicho análisis, de la evolución posterior y situación actual de los acreditados, mediante entrevistas mantenidas con los responsables de la Dirección de inversión crediticia y riesgos del BNC en Lisboa.
- j) Revisión de la razonabilidad de la valoración efectuada de las acciones aportadas mediante la aplicación de diferentes métodos alternativos de valoración de entre los reconocidos por la literatura técnica, conforme se detalla en el apartado “Aspectos relevantes de la valoración” más adelante en este informe.
- k) Análisis de sensibilidad para determinar la razonabilidad de la valoración anteriormente comentada, con el objeto de determinar si la misma cubre el valor nominal y la prima de emisión de las acciones que se emitirán como contrapartida más la contraprestación adicional en efectivo.
- l) Contraste de las hipótesis actuariales (entre las cuentas anuales auditadas y en el informe de “due diligence”) aplicadas en la elaboración de los últimos estudios actuariales referidos al 31 de diciembre de 2002 disponibles y correspondientes a compromisos por pensiones asumidos con la totalidad del personal del banco.
- m) Lectura de actas correspondientes a reuniones mantenidas hasta la fecha actual por el Consejo de Administración y la Junta General de Accionistas del BNC.
- n) Obtención de una “Carta de Manifestaciones de la Dirección” tanto del BNC como del BPE, en la que nos confirman que se nos ha facilitado toda la información relevante y necesaria para la elaboración de nuestro informe de experto independiente, así como que han puesto en nuestro conocimiento todos los datos e información que, en su caso, pudieran tener un efecto significativo sobre la operación objeto de este informe de experto independiente.
- o) Obtención de una “Carta de Actas” del BNC, en las que se nos confirma que han sido puestas a nuestra disposición para su lectura todas las actas correspondientes a reuniones mantenidas desde el 1 de enero de 2002 hasta la fecha actual por el Consejo de Administración y la Junta General de Accionistas de dicho banco.

7. Aspectos relevantes de la valoración

Tanto en la distinta bibliografía profesional existente como en la práctica del mercado se definen numerosos métodos y fórmulas de valoración de acciones y negocios, existiendo métodos basados en la situación patrimonial de la entidad, métodos basados en el valor asignado por el mercado en transacciones recientes correspondientes a entidades comparables y metodologías basadas en el potencial de rentabilidad futura de la entidad.

Debemos mencionar que toda valoración lleva implícitos, además de valores 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.

Considerando las circunstancias específicas del contexto de nuestro trabajo, hemos realizado un contraste de la razonabilidad de la valoración efectuada por el BPE, con base en la cual se

realizará la operación, mediante la aplicación de diferentes métodos de valoración de entre los generalmente admitidos por la literatura técnica:

➤ Descuento de flujos de caja

Este método, que es el habitualmente más aceptado, consiste en calcular el valor de una entidad con base en el valor actual de los flujos de caja libres para el accionista estimados que se generarán en un futuro según las proyecciones financieras realizadas en un período previamente determinado, más el valor residual al final del mismo, descontando ambos importes utilizando una tasa de actualización o descuento estimada. Estas proyecciones deben estar soportadas por las cifras y tendencias de años anteriores que, en este caso particular, se han contrastado con la entidad adquirente.

En la aplicación de este método se han considerado la siguiente información de partida:

- a) Proyecciones financieras del BNC elaboradas por el BPE, considerando un horizonte temporal de cuatro años correspondiente al período comprendido entre 2003 y 2006, y considerando tres escenarios de crecimiento (expansivo, normal y restrictivo). Dichas proyecciones, considerando la experiencia real de los dos últimos años, incorporan una serie de hipótesis de crecimiento de masas del balance e ingresos y gastos de la cuenta de resultados para cada uno de los escenarios que se han contrastado con el BPE y se han analizado, fundamentalmente en lo que respecta tanto a la congruencia de las hipótesis utilizadas como a aquellos aspectos de negocio que se han considerado más significativos y con mayor influencia en las proyecciones financieras, realizándose adicionalmente un análisis de sensibilidad de las mismas.
- b) Proyecciones financieras del BNC elaboradas por el propio banco, considerando un horizonte temporal de cinco años correspondiente al período comprendido entre 2003 y 2007. Asimismo, las hipótesis contempladas en estas proyecciones se han contrastado con el BNC y se han analizado, fundamentalmente en relación con las cifras y tendencias del banco de los últimos años anteriores.
- c) Proyección de la cuenta de resultados consolidada del BNC elaborada por un tercero, experto independiente, e incluida en el informe de “due diligence”, considerando un horizonte temporal de cuatro años correspondientes al período comprendido entre 2003 y 2006, y considerando dos escenarios de crecimiento.

Asimismo, para el cálculo de las tasas de descuento utilizadas para descontar los flujos de caja, se han considerado los siguientes aspectos:

- a) La rentabilidad requerida por el mercado para inversiones similares se ha obtenido mediante la suma de una tasa libre de riesgo calculada a partir de la curva de tipos cupón cero de emisión de Deuda Pública a largo plazo (con el mismo horizonte temporal que las proyecciones financieras) más una prima de riesgo del negocio existente, considerando tanto aspectos implícitos de la actividad como aspectos externos.
- b) A dicha prima de riesgo se ha aplicado una beta, entendida como la relación existente entre el riesgo de la inversión respecto al riesgo de mercado.

Finalmente, se ha considerado el valor residual a partir del último año proyectado.

En la aplicación de dicho método, además de considerar las diferentes proyecciones y escenarios más arriba indicados, hemos aplicado un análisis de sensibilidad a determinadas hipótesis consideradas en las proyecciones.

➤ Valor patrimonial ajustado

Este método se basa en la realidad actual de la entidad, y consiste en el valor patrimonial que se desprende de sus estados financieros auditados referidos al 31 de diciembre de 2002 y corregidos por potenciales minusvalías que se deducen del informe de “due diligence” elaborado por expertos independientes, netas de su efecto fiscal.

Dicho valor patrimonial corregido se multiplica por un factor, cuya determinación debe basarse en la relación entre precio de mercado y el valor teórico contable aplicada en transacciones similares y recientes realizadas para entidades comparables y en el mismo contexto de mercado; es decir, se tiene en cuenta el valor otorgable a la prima de control de la entidad, al estarse adquiriendo el 75,119% de las acciones.

En la aplicación de este método se ha considerado la siguiente información de partida:

- a) Valor teórico contable del BNC obtenido de los estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2002, auditados, y considerando la evolución de resultados ordinarios y extraordinarios del primer trimestre de 2003, obtenida del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias resumidos al 31 de marzo de 2003, no auditados.
- b) Resultados del informe de “due diligence” y trabajo adicional de análisis de riesgos de la cartera de inversión del BNC, realizados ambos por expertos independientes.

Asimismo, se han considerado, entre otros, los siguientes aspectos:

- a) Múltiplos del valor teórico contable aplicados en ofertas públicas de adquisición de acciones de entidades financieras habidas en los últimos tres años en el mercado portugués.
- b) Ratio precio / valor contable en bancos cotizados en bolsa con una cuota de mercado similar en el contexto de España y Portugal.

➤ Comparación con PER (Price Earning Ratio) en entidades financieras

Hemos considerado que los dos primeros métodos analizados son los más adecuados a las características de la entidad y de la transacción y, por tanto, han constituido los elementos de mayor relevancia para la obtención de nuestras conclusiones. No obstante hemos aplicado también este método a efectos puramente de contraste.

De acuerdo con este método, el valor razonable estimado de un negocio se obtiene aplicando un multiplicador – Price Earning Ratio (“PER”) – a los beneficios contables de la entidad. En términos generales, el Price Earning Ratio (“PER”) aplicable es el de entidades de naturaleza similar.

8. Dificultades especiales de la valoración:

Las principales dificultades que hemos encontrado en el contraste de la valoración efectuado son aquellas que se encuentran implícitas en cualquier tipo de estimaciones sobre el

comportamiento futuro de variables económicas. En este sentido, cualquier supuesto de proyección está basado en hipótesis y estimaciones de hechos futuros, con una inherente incertidumbre de consecución, así como no considerar hechos imprevisibles en este momento pero que, en el futuro, pueden dar lugar a cambios importantes en el negocio y, por tanto, en las estimaciones realizadas.

Este aspecto adquiere una gran importancia en momentos de crisis e inestabilidad económica tan importantes como los actuales, que afectan de una manera especialmente significativa a las entidades financieras, y en concreto al negocio principal –crédito hipotecario- de la entidad objeto de análisis. Estas circunstancias añaden un grado de dificultad adicional a las valoraciones del negocio que se realicen en el momento actual y contribuyen a que adquiera mayor relevancia la combinación de distintos métodos de valoración y contraste que permiten formarse un juicio más ponderado en la valoración de la aportación no dineraria.

9. Conclusión

De acuerdo con lo establecido en el Artículo 38 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y en el Artículo 133, apartado 2, del Reglamento del Registro Mercantil, nuestra actuación como expertos independientes tiene por objetivo determinar si la aportación no dineraria descrita en el apartado 4 anterior tiene un valor real suficiente para cubrir el número y valor nominal y la prima de emisión de las acciones que está previsto emitir como contrapartida de dicha aportación no dineraria.

Como conclusión del contraste de la valoración efectuada por el BPE, descrita en el apartado 5 anterior de este informe, en nuestra opinión profesional el valor atribuible a la aportación no dineraria descrita en el apartado 3 anterior de este informe se corresponde, al menos, con el importe del nominal de la ampliación del capital social del BPE más la correspondiente prima de emisión, que está previsto emitir como contrapartida de dicha aportación, más el importe de la contraprestación, mediante pago en efectivo, que se detallan en el apartado 4 anterior.

Este informe, y la información en él contenida, se ha preparado para dar cumplimiento a lo establecido en el Artículo 38 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, y no debe utilizarse para ninguna otra finalidad.

DELOITTE & TOUCHE ESPAÑA, S.L.
Inscrita en el R.O.A.C. nº S0692

Alejandro Sánchez-Rico