



AGNÈS PINIOT

INMOBILIARIA COLONIAL

Paseo de la Castellana 52
28046 Madrid
España

SOCIÉTÉ FONCIÈRE LYONNAISE

42 rue Washington
75008 París
Francia

**FUSIÓN POR ABSORCIÓN DE
SOCIÉTÉ FONCIÈRE LYONNAISE
POR INMOBILIARIA COLONIAL**

Informe de auditoría de la fusión

8, rue Halévy – 75009 PARÍS
Tel. 01 43 12 84 85 – E-mail apiniot@ledouble.fr
Experta del Tribunal de Apelación de París
Experta contable certificada
inscrita en el Colegio de París/Ile de France
Auditora de cuentas
Miembro de la Compagnie Régionale de Paris



A la atención de los accionistas de Société Fonci re Lyonnaise e Inmobiliaria Colonial:

De acuerdo con el mandato recibido por resolución del Presidente del Tribunal de Commerce de París de fecha 12 de noviembre de 2024 (la “**Resolución**”), relativa al proyecto de fusión por absorción transfronteriza (la “**Fusión**”) por parte de la sociedad Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A. (la “**Sociedad Absorbente**” o “**Colonial**”) de su filial francesa, Société Fonci re Lyonnaise (la “**Sociedad Absorbida**” o “**SFL**”), he elaborado el siguiente informe.

De conformidad con dicha Resolución, mi mandato en calidad de auditora de la fusión en el contexto específico de esta operación ha consistido en:

➤ **en lo referente a la normativa francesa:**

- verificar que los métodos de evaluación elegidos por las partes para determinar la relación de canje fueran los adecuados, que los valores relativos atribuidos a las acciones de las sociedades participantes en la fusión fueran pertinentes y que la relación de canje (la “**Relación de Canje**”) fuera equitativa¹;
- examinar el o los métodos empleados para determinar el importe de la oferta de adquisici n² (el “**Precio de Salida**”) propuesto a los accionistas de SFL que hayan votado en contra de la Fusión, explicar si tales métodos son adecuados³ y valorar el importe de la oferta de adquisición teniendo en cuenta “*el precio de mercado de las acciones de SFL y Colonial antes del anuncio del proyecto ⁴ de fusión o el valor de SFL y Colonial sin considerar el efecto de la fusión prevista*”⁵;

➤ **en lo referente a la normativa espa ola⁶:**

- verificar que la Relación de Canje y el Precio de Salida propuestos el 18 de febrero de 2025 a los accionistas de SFL (la “**Fecha de Comunicación**”) sean apropiados y justificados⁷;
- considerar, para la valoración del Precio de Salida, “*el precio de mercado de las acciones de SFL y Colonial antes del anuncio del proyecto de fusión o el valor de SFL y Colonial sin tener en cuenta el efecto de la fusión prevista*”⁸;
- verificar que el valor de los activos netos de los pasivos aportados por SFL (el “**Valor de las Aportaciones**”), determinado en el proyecto de tratado de fusión, firmado por los representantes de la Sociedad Absorbente y de la Sociedad Absorbida el día 4 de marzo de 2025

¹ Art. L. 236-10 del Código de Comercio francés: “[...] *Los auditores de la fusión comprobarán que los valores relativos atribuidos a las acciones de las sociedades participantes en la operación sean **pertinentes** y que la relación de canje sea **equitativa**. [...]. El o los informes de los auditores de la fusión quedarán a disposición de los accionistas. Estos informes indicarán:*

1.  El o los métodos empleados para determinar la relación de canje propuesta;

*2.  El carácter **adecuado** de este o estos métodos, así como los valores resultantes de cada uno de dichos métodos, además de un dictamen sobre la importancia relativa que se concede a estos métodos en la determinación del valor elegido;*

3.  Las dificultades particulares de la valoración, si las hubiera”.

² Art. L. 236-40 del Código de Comercio francés: “*En la o las sociedades absorbidas, los socios **que hayan votado contra la aprobación del proyecto de fusión transfronteriza**, los portadores de acciones sin derecho a voto y los socios cuyos derechos de voto est n temporalmente suspendidos **tendrán derecho a transmitir sus acciones o sus participaciones sociales**, siempre que el proyecto de fusión prevea que son titulares, en el momento de la operación, de acciones o participaciones sociales de una sociedad regida por la legislación de otro Estado miembro. La sociedad formular  una **oferta de adquisición de estas participaciones o acciones**”.*

³ Fuente: Resolución.

⁴ El 6 de noviembre de 2024 (la “**Fecha de Anuncio**”).

⁵ Fuente: Resolución.

⁶ Real Decreto Ley 5/2023 de 28 de junio de 2023 (el “**Decreto Español**”).

⁷ Fuente: Resolución y artículo 6 del Decreto español.

⁸ Fuente: Resolución.

(el “**Proyecto de Fusión**”), corresponde como mínimo al importe del incremento de capital de la Sociedad Absorbente⁹;

- evaluar, si procediese, “*las garantías ofrecidas a los acreedores de SFL y Colonial*”¹⁰.

Dado que mi mandato concluye con la presentación del presente informe, no me corresponde actualizarlo para tener en cuenta hechos y circunstancias posteriores a la fecha de firma.

A continuación encontrarán mis comprobaciones y conclusiones, presentados en el siguiente orden:

1. Presentación de la Fusión
2. Diligencias realizadas por parte de la auditora de la fusión
3. Análisis del carácter equitativo de la Relación de Canje
4. Análisis de la adecuación y justificación del Precio de Salida
5. Análisis del Valor de las Aportaciones
6. Análisis de las garantías ofrecidas a los acreedores de SFL y Colonial
7. Conclusión

⁹ Fuente: Resolución y artículo 41 del Decreto español.

¹⁰ Fuente: Resolución y artículo 6 del Decreto español.

1. Presentación de la Fusión

1.1. Contexto general de la operación

Como parte de la estrategia de simplificación de la estructura del grupo Colonial y sus filiales (en lo sucesivo, el "**Grupo**"), una de cuyas etapas clave fue la oferta pública de canje de acciones lanzada por Colonial sobre los títulos de SFL en agosto de 2021 (en lo sucesivo, "**OPC 2021**"), Colonial prevé llevar a cabo la Fusión por absorción de SFL.

De conformidad con el artículo 3 del Proyecto de Fusión, la operación de Fusión tiene como objetivos:

- crear un grupo líder en Europa en el mercado de activos de calidad, con valores sólidos, especialmente en términos de criterios ESG¹¹;
- simplificar y racionalizar la estructura del Grupo con el objeto de mejorar su eficiencia operativa;
- consolidar su posición competitiva, con una mejora en la liquidez de sus títulos en los mercados de capitales y en su acceso a la financiación;
- buscar sinergias, dado que Colonial y SFL operan en el mismo sector de actividad con activos de calidad;
- ofrecer a los accionistas minoritarios de SFL una mayor liquidez para su inversión, permitiéndoles convertirse en accionistas de Colonial y seguir gozando de una obligación equivalente en cuanto al reparto de dividendos¹².

El artículo 2 del Proyecto de Fusión recuerda que el 3 de diciembre de 2024, Colonial presentó una solicitud ante la Autorité des Marchés Financiers francesa ("**AMF**") con el objeto de confirmar que Colonial no está obligada a presentar una OPA de exclusión relativa a las acciones de SFL en virtud del artículo 236-6, apartado 2º, del reglamento general de la AMF. La obtención de la decisión de la AMF es una de las condiciones suspensivas de la Fusión (apartado 1.3.1).

1.2. Presentación de las sociedades que participan en la Operación

1.2.1. SFL, Sociedad Absorbida

SFL es una sociedad anónima, inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de París con el número 552 040 982, con sede en 42 rue Washington, París (75008). Cierra su ejercicio social el 31 de diciembre de cada año.

1.2.1.1. Estructura del capital

El capital social de SFL, por valor de 85.901.600 €, se divide en 42.950.800 acciones con un valor nominal de 2,0 € cada una, totalmente desembolsadas y todas de la misma categoría, admitidas a negociación en el compartimento A de Euronext París.

¹¹ "environmental, social and governance" (medioambiental, social y de gobernanza).

¹² Colonial está sujeta a la obligación de repartir dividendos en el marco del régimen fiscal específico de las empresas acogidas al régimen SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario) en España, similar a la obligación de las empresas acogidas al régimen SIIC (Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées) en Francia.

A 31 de diciembre de 2024, el capital de SFL es propiedad de Colonial en aproximadamente un 98,2 %.

SFL - Composición del capital

dic.-24	Acciones	% capital	Derechos de voto	% de derechos de voto
Colonial	42.195.316	98,2%	42.195.316	98,2%
Capital flotante	755.293	1,8%	755.293	1,8%
Autocartera	191	0,0%	-	-
Total	42.950.800	100%	42.950.609	100%

Fuente: SFL

Además, SFL ha implementado varios planes de acciones gratuitas (en lo sucesivo, ("**Acciones Gratuitas SFL**").

Teniendo en cuenta las previsiones de rendimiento de SFL, la dirección de SFL estima que el número potencial de Acciones Gratuitas de SFL por emitir es de 125.130¹³.

El número diluido de acciones, excluyendo la autocartera de SFL, se establece en 43.075.739 (en lo sucesivo, "**Número Diluido de Acciones SFL**").

Número de acciones diluido SFL

dic.-24	N.º acciones
Acciones emitidas	42.950.800
Autocartera	(191)
Acciones exceptuando autocartera	42.950.609
Acciones gratuitas SFL	125.130
Total	43.075.739

Fuente: SFL

1.2.1.2. Actividad de SFL

En virtud del artículo 3 de sus estatutos, SFL tiene por objeto:

- *"la adquisición mediante compra o absorción, arrendamiento o enfiteusis de cualquier inmueble situado en Francia, en los territorios de ultramar y en el extranjero; la construcción de edificios en dichos inmuebles; y la explotación industrial, el arrendamiento, la gestión y, en general, la revalorización de los antedichos inmuebles;*
- *la enajenación de inmuebles por venta, canje o aportación;*
- *la gestión de inmuebles por cuenta de terceros;*
- *la participación, por cualquier medio, en negocios o sociedades existentes o futuros que pudieran estar relacionados con el objeto social, más concretamente por vía de constitución de nuevas sociedades, aportación, comandita, suscripción o compra de títulos o derechos societarios;*
- *y, en general, cualquier operación relacionada, directa o indirectamente, con dichos objetos o que pudiera facilitar su consecución".*

¹³ Situación a 28 de febrero de 2025.

1.2.1.3. Financiación obligataria

A 31 de diciembre de 2024, la financiación de SFL depende, en parte, de empréstitos obligatorios, los cuales se detallan a continuación:

- 500.000.000 € emitidos en 2018 y reembolsables en mayo de 2025 (las "**Obligaciones 2018**");
- 599.000.000 € emitidos en 2020 y reembolsables en mayo de 2027 (en lo sucesivo, las "**Obligaciones 2020**");
- 599.000.000 € emitidos en 2021 y reembolsables en abril de 2028 (las "**Obligaciones 2021**").

1.2.2. Colonial, Sociedad Absorbente

Colonial es una sociedad anónima española, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 36 660, folio 87, página número M-30 822, con el número de identificación fiscal español A-28027399, con sede en Paseo de la Castellana, 52, Madrid (28046).

1.2.2.1. Estructura del capital

El capital social de Colonial, por valor de 1.568.361.717,5 €, se divide en 627.344.687 acciones con un valor nominal de 2,5 € cada una, totalmente desembolsadas y todas de la misma categoría, admitidas a negociación en las bolsas de Madrid y Barcelona.

En el marco de los planes de rendimiento, Colonial distribuye acciones entre los mandatarios sociales y empleados en función de los resultados del año anterior, a partir de las acciones en autocartera. Dado que no se emiten nuevas acciones, las acciones vinculadas a los resultados no tienen un impacto dilutivo adicional sobre el capital de Colonial¹⁴.

A 31 de diciembre de 2024, el número diluido de acciones, excluyendo la autocartera de Colonial, se establece en 617.968.565 (en lo sucesivo, "**Número Diluido de Acciones Colonial**").

Número de acciones diluido Colonial

dic.-24	N.º acciones
Acciones emitidas	627.344.687
Autocartera	(9.376.122)
Total	617.968.565

Fuente: Colonial

1.2.2.2. Actividad

En virtud del artículo 3 de sus estatutos, Colonial tiene por objeto:

- "La adquisición y el desarrollo de bienes inmuebles urbanos destinados a operaciones de arrendamiento.
- La posesión de participaciones en el capital de las SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario), equivalentes a los REIT (Real Estate Investment Trusts), o en el capital de otras sociedades no establecidas en España que persigan el mismo objeto social que las SOCIMI y que estén sujetas a un régimen similar al establecido para estas en lo que respecta a

¹⁴ En la fecha del presente contrato.

políticas obligatorias o definidas por la ley o por los estatutos sociales en materia de distribución de beneficios.

- *La posesión de participaciones en el capital de otras sociedades, ya estén establecidas en España o en el extranjero, cuyo objeto social principal sea la adquisición de bienes inmuebles urbanos destinados a operaciones de arrendamiento y que estén sujetas al mismo régimen que el establecido para las SOCIMI en lo que respecta a políticas obligatorias o a políticas definidas por las leyes o los estatutos sociales en relación con la distribución de beneficios, y que cumplan con los criterios de inversión para estas sociedades.*
- *La posesión de acciones o participaciones en Organismos de Inversión Colectiva en el Mercado Inmobiliario, regulados por la ley española 35/2003 del 4 de noviembre sobre Organismos de Inversión Colectiva, o cualquier normativa futura que la sustituya".*

1.2.3. Vínculo entre las sociedades

Colonial posee aproximadamente el 98,2 %¹⁵ del capital y de los derechos de voto de SFL (apartado 1.2.1.1).

1.3. Principales disposiciones de la Fusión

Las modalidades de realización de la Fusión, detalladas en el Proyecto de Fusión, pueden resumirse de la siguiente manera¹⁶.

1.3.1. Fecha de Ejecución jurídica

En el plano jurídico, la Fusión tendrá efecto en la fecha de registro de la Fusión en el Registro Mercantil de Madrid, siempre que las Obligaciones 2018 se hayan reembolsado con arreglo a sus términos y condiciones y que el conjunto de las obligaciones suspensivas mencionadas en el artículo 6 del Proyecto de Fusión se hayan llevado a cabo (la "**Fecha de Ejecución**"), a saber:

- la confirmación por parte de la AMF de que Colonial no está obligada a presentar una OPA de exclusión de las acciones de SFL en aplicación del artículo 236-6, apartado 2º, del reglamento general de la AMF, y tras la expiración del plazo para presentar recurso contra dicha decisión¹⁷;
- la aprobación de la Fusión por parte de la junta general de accionistas de SFL;
- la aprobación de la Fusión por parte de la junta general de accionistas de Colonial;
- la emisión por parte del registro del Tribunal de Commerce de París de la certificación de conformidad, de acuerdo con los artículos L. 236-42 y R. 236-29 y siguientes del Código de Comercio francés, que certifica la legalidad de la Fusión y la conformidad de los actos y formalidades previas a la misma;
- el control de la legalidad sin objeciones por parte del Registro Mercantil de Madrid.

Con arreglo al artículo 5.5 del Proyecto de Fusión:

- no se requiere junta general de obligacionistas (apartado 1.2.1.3) en el marco de la Fusión;

¹⁵ A 31 de diciembre 2024.

¹⁶ Dado que se trata de un resumen, el presente informe no expone la totalidad de las disposiciones del Proyecto de Fusión, al cual debe referirse para obtener una descripción completa de las modalidades de la Fusión.

¹⁷ Colonial deberá cumplir esta condición a más tardar el 23 de abril de 2025 a las 23 horas 59 minutos CET y podrá prorrogar esta fecha límite por periodos de un mes.

- SFL se compromete a recomprar las Obligaciones 2018 antes de llevar a cabo la Fusión.

Si todas estas condiciones no se cumplen a más tardar el 15 de diciembre de 2025 a las 23 horas 59 minutos CET y, a menos que las partes implicadas en la Fusión acuerden posponer esta fecha o renunciar a las condiciones suspensivas mencionadas anteriormente, la Fusión se anulará sin que ninguna de las partes se vea obligada a indemnizar.

1.3.2. Fecha de efecto contable y fiscal

De conformidad con el Plan General de Contabilidad español, aprobado por el Real Decreto 1514/2007 de 16 de noviembre de 2007, la fecha de efecto contable y fiscal de la Fusión será la fecha de aprobación de la Fusión por parte de la junta general de accionistas de SFL (en lo sucesivo, la "**Fecha de Efecto Contable**")¹⁸.

1.3.3. Estados financieros utilizados para fines relacionados con la Fusión

Los estados financieros de referencia utilizados para determinar las condiciones de la Fusión son los estados financieros sociales y consolidados de SFL y Colonial a 31 de diciembre de 2024, certificados sin reservas por los auditores de cuentas el 25 de febrero de 2025 y el 27 de febrero de 2025 respectivamente.

Estos estados financieros serán sometidos a la aprobación de los accionistas de SFL¹⁹ y de Colonial.

1.3.4. Distribución de dividendos

De conformidad con el artículo 5.4 del Proyecto de Fusión, los accionistas de SFL recibirán, antes de que se lleve a cabo la Fusión, un dividendo por valor de 2,85 €²⁰ por acción (en lo sucesivo, el "**Dividendo SFL**") sujeto a la aprobación de los accionistas en la junta general de 23 de abril 2025.

Del mismo modo, los accionistas de Colonial recibirán el dividendo correspondiente al ejercicio 2024 antes de la Fecha de Ejecución²¹.

1.4. Descripción y valoración de las aportaciones

De conformidad con el Proyecto de Fusión, los activos aportados y los pasivos asumidos consistirán en la totalidad del patrimonio de SFL.

1.4.1. Principio de valoración de las aportaciones

De acuerdo con los principios contables aplicables en España, los activos aportados y los pasivos transmitidos por la Sociedad Absorbida se transmitirán a la Sociedad Absorbente sobre la base de su valor neto contable en la Fecha de Efecto Contable²² según se refleje en los estados financieros de SFL.

1.4.2. Descripción de las aportaciones de referencia a 1 de enero de 2025

Con arreglo a los últimos estados financieros de SFL a 31 de diciembre de 2024, presentados en el artículo 7.1 del Proyecto de Fusión, y sin que esta descripción sea limitativa, los activos aportados y los pasivos transferidos presentan los siguientes valores netos contables.

¹⁸ Con arreglo al artículo 5.12 del Proyecto de Fusión.

¹⁹ Prevista el 23 de abril de 2025.

²⁰ Con cargo al resultado del ejercicio 2024.

²¹ Un importe de 0,30 € por acción de Colonial, sujeto a la aprobación de la junta general de accionistas de Colonial.

²² Con arreglo al artículo 7.4 del Proyecto de Fusión.

SFL - Cuentas sociales

miles €	31-dic.-24
Inmovilizado inmaterial	5.058
Inmovilizado material	1.348.702
Inmovilizado financiero	1.802.593
Créditos de explotación	814.629
Inversiones financieras temporales	20.820
Activos líquidos	3.085
Gastos anticipados	476
Gastos por distribuir	9.246
Primas de amortización de préstamos	12.522
Total activo	4.017.131
Provisiones para riesgos	(2.011)
Empréstitos de obligaciones	(1.709.721)
Préstamos y deudas con entidades de crédito	(300.464)
Préstamos y deudas financieras diversas	(763.769)
Anticipos y pagos a cuenta recibidos por alquileres	(13.806)
Acreedores comerciales y cuentas vinculadas	(6.864)
Deudas fiscales y sociales	(10.765)
Deudas sobre inmovilizado y cuentas vinculadas	(27.951)
Otras deudas	(11.245)
Total pasivo	(2.846.596)
Activo neto	1.170.535

Fuente: SFL

Esta presentación se ofrece a título informativo exclusivamente, ya que la Fusión implicará la transferencia de la totalidad de los activos y pasivos de SFL, tal y como figuren en la Fecha de Ejecución, manteniendo los valores netos contables determinados en la Fecha de Efecto Contable.

Las provisiones legales, cuyo saldo asciende a 27.327.388 € a 31 de diciembre de 2024, deberán reconstituirse²³ al finalizar la Fusión en los libros de la Sociedad Absorbente.

A 1 de enero de 2025, los compromisos fuera de balance de SFL vinculados a obras de construcción ascienden a 95.998.000 €²⁴.

1.4.3. Valoración de las aportaciones en la fecha de efecto contable y fiscal

1.4.3.1. Activos Netos Aportados Provisionalmente

Teniendo en cuenta que la Fecha de Efecto Contable es posterior a la fecha de firma del Proyecto de Fusión, la Sociedad Absorbida ha elaborado una situación contable provisional que será objeto de un ajuste previsto en el artículo 7.2 del Proyecto de Fusión.

Para los fines de la Fusión, las aportaciones previstas se calculan a su valor neto contable, según se refleja en la situación contable de SFL estimada a la Fecha de Efecto Contable (en lo sucesivo, los "**Activos Netos Aportados Provisionalmente**").

Los Activos Netos Aportados Provisionalmente se calculan en la Fecha de Efecto Contable a partir de:

²³ Respecto al remanente en la Fecha de Efecto Contable.

²⁴ Artículo 7.1 del Proyecto de Fusión.

- las cuentas sociales individuales de SFL a 31 de diciembre de 2024, certificadas sin reservas por los auditores de cuentas;
- una estimación de la distribución del Dividendo SFL (apartado 1.3.4);
- una proyección de la actividad de SFL desde el 1 de enero de 2025 hasta la Fecha de Efecto Contable, teniendo en cuenta los resultados estatutarios estimados durante el período, incluidos posibles imprevistos y la variación de las provisiones legales²⁵.

Los Activos Netos Aportados Provisionalmente sobre los que está hecha mi valoración, se estiman en 1.023.388.973 €, según se detalla a continuación:

Activos Netos Aportados Provisionalmente	
€	
Activo neto a 31 de diciembre de 2024	1.170.534.511
Distribución de dividendos estimada	(122.578.568)
Resultados estimados en la Fecha de Efecto Contable	(25.000.000)
Anulación de las provisiones contables a 31 de diciembre de 2024	(27.327.388)
Provisiones legales estimadas en la Fecha de Efecto Contable	27.760.418
Total	1.023.388.973

Los Activos Netos Aportados Provisionalmente se entienden antes de deducir las provisiones legales, que presentan un saldo estimado de 27.760.418 € y que deberán reconstruirse en las cuentas de la Sociedad Absorbente en la Fecha de Efecto Contable.

1.4.3.2. Activos Netos Aportados Definitivos

Los Activos Netos Aportados Provisionalmente se ajustarán con arreglo a una situación contable definitiva de SFL en la Fecha de Efecto Contable (en lo sucesivo, los "**Activos Netos Aportados Definitivos**"), que definirá y determinará con posterioridad a la aprobación de la Fusión, siguiendo el procedimiento recogido en el artículo 7.2 del Proyecto de Fusión.

Cualquier diferencia positiva entre los Activos Netos Aportados Provisionalmente y los Activos Netos Aportados Definitivos se imputará a un déficit técnico.

1.5. Remuneración de las aportaciones

La Relación de Canje propuesta para la Fusión es de 13 acciones ordinarias de Colonial por 1 acción de SFL.

1.5.1. Determinación de la Relación de Canje

La Relación de Canje ha sido fijada por las partes a partir de un análisis basado en criterios múltiples del peso relativo de las sociedades que participan en la Fusión, según los métodos descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión.

Los expertos designados por Colonial²⁶ y el comité independiente²⁷ de SFL²⁸ han confirmado el carácter equitativo de la Relación de Canje para los accionistas de Colonial y de SFL, respectivamente.

²⁵ Reconocida en forma de dotación para provisiones.

²⁶ Morgan Stanley.

²⁷ Compuesto por doña Alexandra Rocca y doña Arielle Malard de Rothschild, ambas administradoras independientes.

²⁸ Rothschild & Co.

1.5.2. Acciones gratuitas

El artículo 5.3 del Proyecto de Fusión especifica para las Acciones Gratuitas de SFL que:

- Colonial se subrogará de pleno derecho en las obligaciones de SFL frente a los beneficiarios de las Acciones Gratuitas de SFL;
- los derechos de los beneficiarios de Acciones Gratuitas SFL se trasladarán a las acciones Colonial sobre la base de la Relación de Canje; el número de acciones Colonial atribuidas a cada beneficiario será equivalente al número de acciones SFL a las que hubieran podido aspirar con arreglo a los planes, multiplicado por la Relación de Canje;
- el canje de acciones se realizará sin ajuste en efectivo, y no se adeudará ningún pago en efectivo para compensar las fracciones;
- el número de acciones de Colonial resultante se redondeará al número entero inferior más cercano, y los beneficiarios no percibirán ninguna compensación de ninguna índole; y
- el resto de los términos y condiciones de los planes de Acciones Gratuitas SFL permanecerán invariables, siempre que lo permita la legislación española.

1.5.3. Acciones en autocartera

En el marco de la Fusión, Colonial prevé remunerar las acciones de SFL aportadas mediante acciones en autocartera, según lo previsto en el artículo 5.9 del Proyecto de Fusión.

Dado que la Sociedad Absorbente no prevé remunerar las aportaciones mediante un aumento de capital, no cabe pronunciarme sobre el efecto de la Fusión en el capital de Colonial.

1.6. Precio de Salida

De conformidad con el artículo L. 236-40 del Código de Comercio francés, los accionistas de SFL que voten en contra de la Fusión en la junta general de accionistas de SFL podrán ejercer su derecho de salida en relación con las acciones de SFL al Precio de Salida de 77,5 € por acción, con dividendo²⁹.

2. Diligencias realizadas por parte de la auditora de la fusión

Para desempeñar el cometido que se me ha encomendado, he realizado los procedimientos que he considerado necesarios para:

- evaluar la adecuación de los valores relativos asignados a las acciones de las sociedades que participan en la Fusión y el carácter equitativo de la Relación de Canje;
- evaluar el Precio de Salida propuesto a los accionistas de SFL que hubiesen votado en contra de la Fusión;
- asegurarme de que el Valor de las Aportaciones no está sobrevalorado.

Mi cometido es informar a los accionistas de la Sociedad Absorbida y de la Sociedad Absorbente.

²⁹ El Precio de Salida tiene en cuenta el Dividendo SFL adeudado con respecto al ejercicio 2024.

Por consiguiente, no se engloba en el contexto de una auditoría ni de una revisión limitada. Tampoco implica que se valide el régimen fiscal aplicable a la Fusión. Asimismo, mi cometido no se equipara al cometido de diligencia debida, efectuado por un prestamista o un comprador, y no incluye todos los trabajos necesarios para este tipo de intervención.

Como es habitual, he considerado que la información y la documentación que me han facilitado SFL, Colonial y sus asesores jurídicos es exacta y exhaustiva.

Mi opinión se expresa en la fecha del presente informe, que pone fin a mi cometido. No me corresponde realizar el seguimiento de los hechos posteriores a la fecha de mi informe.

En el marco de mi labor, he llevado a cabo, concretamente, las siguientes actuaciones:

- conocer en profundidad la Fusión y su contexto jurídico, económico y financiero;
- estudiar las disposiciones jurídicas aplicables a mi cometido;
- reunirme con los empleados y directivos de SFL y de Colonial que están al frente de la Fusión, así como con sus asesores financieros³⁰ y jurídicos³¹;
- revisar el corpus jurídico de la Fusión, que incluye el Proyecto de Fusión y sus anexos, así como la documentación en la que se establece el Precio de Salida;
- revisar los elementos financieros y jurídicos respecto a la OPC 2021;
- comprobar la realidad y la plena propiedad de los activos aportados;
- analizar la gestión realizada por los equipos de SFL para garantizar la ausencia de restricciones a la hora de transferir el activo y el pasivo en el proceso de Fusión;
- verificar el cumplimiento de la regulación contable en vigor en materia de valoración de las aportaciones;
- revisar los estados financieros históricos de SFL y de Colonial, así como sus respectivas cuentas anuales y consolidadas a 31 de diciembre de 2024, que han sido certificadas sin reservas por los auditores de cuentas;
- examinar las valoraciones inmobiliarias de SFL y de Colonial a 31 de diciembre de 2024;
- visitar una muestra aleatoria de los activos inscritos en el activo de SFL;
- designar por mi parte a un experto inmobiliario³² (el "**Experto Inmobiliario Tercero**"), así como su homólogo español, que han procedido a (i) revisar las valoraciones inmobiliarias efectuadas a petición de SFL y Colonial para elaborar sus cuentas consolidadas, (ii) visitar los activos para conocer sus características y (iii) confirmar las valoraciones inmobiliarias de SFL y de Colonial a 31 de diciembre de 2024;
- reunirme con el Experto Inmobiliario Tercero y revisar sus conclusiones;
- examinar los planes de negocio elaborados por la dirección de SFL y Colonial, aprobados por sus respectivos órganos de gobierno, así como los supuestos en los que se basan las previsiones;

³⁰ Rothschild & Co, respecto a SFL, y Morgan Stanley, respecto a Colonial.

³¹ Gide Loyrette Nouel, respecto a SFL, y Darrois Villey Maillot Brochier, respecto a Colonial.

³² Euroflemming Expertise.

- comparar los supuestos del plan de negocios con los adoptados por los Expertos inmobiliarios a 31 de diciembre de 2024;
- analizar los métodos utilizados para determinar la Relación de Canje y el Precio de Salida;
- aplicar mis propios procesos de análisis multicriterio de SFL y Colonial, acompañados de análisis de sensibilidad;
- examinar las sinergias previstas en el contexto del acercamiento entre SFL y Colonial;
- obtener una confirmación formal por parte de los directivos de SFL y Colonial de que me han facilitado toda la información útil o que pueda repercutir en mi cometido y que obre en su poder;
- y elaborar el presente informe.

3. Análisis del carácter equitativo de la Relación de Canje

3.1. Presentación de los métodos utilizados por las partes

La Relación de Canje ha sido fijada por las partes a partir de un análisis basado en múltiples criterios del peso relativo de las sociedades que participan en la operación, según los métodos descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión y resumidos a continuación:

- un **método patrimonial** mediante referencia a los indicadores EPRA NTA³³ y EPRA NDV³⁴ a 31 de diciembre de 2024, lo que refleja una paridad comprendida entre **9,1x** y **9,2x**;
- un **enfoque mixto** en el que se compara, por un lado, el valor de la acción de Colonial determinado mediante referencia al precio del aumento de capital de Colonial suscrito en mayo de 2024 por Criteria y, por otro, la cotización en bolsa de SFL en la Fecha de Anuncio, que refleja una paridad de **9,4x**;
- una **referencia bursátil** basada en la cotización objetivo de los analistas financieros en la Fecha de Anuncio, que refleja una paridad de **10,0x**;
- un **método analógico** mediante referencia al indicador EPRA NTA a 31 de diciembre de 2024 después de tener en cuenta la depreciación histórica del activo neto reevaluado ("**ANR**") constatado en relación con sociedades comparables, que refleja una paridad de **9,1x**;
- un **enfoque transaccional** que tiene en cuenta operaciones significativas realizadas entre 2016 y 2021 sobre el capital de SFL, que refleja una paridad comprendida entre **7,5x** y **9,7x**;
- una **referencia de mercado** que compara la cotización en bolsa de Colonial en la Fecha de Comunicación y el EPRA NTA de SFL ajustado según la depreciación del ANR observado en operaciones comparables, que refleja una paridad de **13,3x**.

³³ *Net Tangible Assets (activos materiales netos).*

³⁴ *Net Disposal Value (valor neto realizable).*

3.2. Análisis de los valores relativos atribuidos a SFL y Colonial

3.2.1. Análisis de los métodos de valoración

El análisis de los valores relativos atribuidos a las acciones de las sociedades que participan en la Fusión me sugiere las siguientes observaciones:

- la Relación de Canje debe determinarse comparando los valores relativos de SFL y Colonial estimados sobre bases homogéneas;
- los métodos y criterios de valoración descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión (apartado 3.1), son habituales y adecuados para la actividad y las características respectivas de SFL y Colonial.

Para mi análisis de la Relación de Canje, me he apoyado en los métodos descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión que he considerado los más pertinentes, adaptándolos en caso necesario, así como en análisis complementarios.

Asimismo, he tomado conocimiento de posibles sinergias del acercamiento entre SFL y Colonial, basadas en ahorros de costes previstos tras la retirada de la cotización de SFL³⁵.

3.2.2. Métodos de evaluación descartados

3.2.2.1. Cotización en bolsa después de la Fecha de Anuncio

Para analizar la Relación de Canje, he descartado la referencia a la cotización en bolsa de la Sociedad Absorbida y de la Sociedad Absorbente después de la Fecha de Anuncio por la asimetría del comportamiento de las cotizaciones y, por tanto, por la falta de homogeneidad de dicho criterio tras el anuncio de la Fusión.

Tras la Fecha de Anuncio, la cotización de SFL experimentó un alza en dos tiempos³⁶, como consecuencia de que los accionistas de SFL previeran unas condiciones financieras de la Fusión que provocarían una reducción de la depreciación del ANR que existía antes de la Fecha de Anuncio.

³⁵ Estas sinergias de costes incluyen, en particular, la reducción de las obligaciones de comunicación, la supresión de los gastos de cotización y la simplificación organizativa de la estructura (las "Sinergias").

³⁶ Alza de la cotización tras la Fecha de Anuncio y, posteriormente, a principios del año 2025.

Cotización en bolsa de SFL desde el 1 de enero de 2024



Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

Por el contrario, la cotización de Colonial no parece haberse visto afectada por el anuncio de la Fusión y la depreciación del ANR se mantiene en línea con el que existía antes de la Fecha de Anuncio.

Cotización en bolsa de Colonial desde el 1 de enero de 2024



Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

3.2.2.2. Activo neto contable

Colonial y SFL formulan sus cuentas conforme a las NIIF, que prevén la posibilidad de contabilizar las inversiones inmobiliarias al valor razonable.

No obstante, he descartado el criterio del activo neto contable, al estimarlo redundante con el análisis basado en los indicadores EPRA NTA y EPRA NDV también utilizado.

3.2.2.3. Actualización de los dividendos futuros

En ausencia de previsión de dividendos a medio y largo plazo para las dos sociedades que participan en la Fusión, no he utilizado una evaluación por actualización de dividendos futuros.

Por el contrario, he realizado una evaluación intrínseca por flujos de caja descontados estimados (apartado 3.2.3.4).

3.2.2.4. Sociedades similares en bolsa

Las dificultades encontradas para crear una muestra de sociedades comparables diferenciadas entre SFL y Colonial me han llevado a no utilizar el método de evaluación analógico mediante comparación con una muestra de sociedades cotizadas.

En efecto, al recurrir a un panel común, la aplicación del método de los comparables en bolsa para un análisis de paridad consiste finalmente en evaluar el peso relativo de los agregados de las dos sociedades que participan en la Fusión.

La aplicación de este método sería, por tanto, redundante con el análisis de la Relación de Canje mediante referencia a los indicadores EPRA NTA, EPRA NDV y su resultado neto recurrente, ya calculado (apartados 3.2.3.3 y 3.2.3.6).

3.2.3. Métodos de evaluación aplicados

3.2.3.1. Referencia a la cotización en bolsa antes de la Fecha de Anuncio

La referencia bursátil tiene en cuenta las cotizaciones en bolsa de SFL y Colonial a corto y medio plazo³⁷ antes de la Fecha de Anuncio.

Teniendo en cuenta la estructura del capital de SFL, ostentado en su mayoría por Colonial, las acciones de SFL disponen de una liquidez menor que las acciones de Colonial a causa de un flotante limitado.

Sin embargo, considero que la cotización en bolsa es una referencia imprescindible para los accionistas minoritarios y, por tanto, debe utilizarse para evaluar la Relación de Canje.

Cotización en bolsa antes de la Fecha de Anuncio

6-nov.-24	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
Contado	5,4 €	64,0 €	11,9x	10%
CMPV 20 sesiones	5,8 €	64,9 €	11,2x	16%
CMPV 60 sesiones	6,0 €	65,5 €	11,0x	19%
CMPV 120 sesiones	5,8 €	65,4 €	11,2x	16%
CMPV 180 sesiones	5,6 €	66,1 €	11,8x	10%
CMPV 250 sesiones	5,7 €	66,4 €	11,7x	11%
Mín.	5,4 €	64,0 €	11,0x	19%
Máx.	6,0 €	66,4 €	11,9x	10%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

Mediante referencia a la cotización en bolsa, la paridad se establece entre 11,0x y 11,9x, es decir, una prima inducida por la Relación de Canje comprendida entre el 10 % y el 19 %.

³⁷ Tipo al contado y tipo medio ponderado por los volúmenes sobre la base del tipo de cierre ("CMPV") sobre 20, 60, 120, 180 y 250 días de negociación en bolsa.

3.2.3.2. Referencia a la cotización objetivo antes de la Fecha de Anuncio

He examinado, asimismo, la paridad resultante de una comparación de las cotizaciones objetivo de los analistas financieros publicadas antes de la Fecha de Anuncio.

Al tener un flotante limitado, la acción de SFL es objeto de seguimiento por parte de un número más limitado de analistas, en comparación con la acción de Colonial³⁸.

No obstante, considero que dicha referencia es necesaria para evaluar la situación de los accionistas minoritarios de SFL y Colonial³⁹.

Cotización objetivo antes de la Fecha de Anuncio

6-nov.-24	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
Promedio de cotización objetivo	6,9 €	68,5 €	9,9x	31%
Mediana de cotización objetivo	7,0 €	68,5 €	9,8x	33%
Analista 1	7,5 €	70,0 €	9,3x	39%
Analista 2	nc	67,0 €	nc	nc
Mín.	6,9 €	67,0 €	9,3x	39%
Máx.	7,5 €	70,0 €	9,9x	31%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

Mediante referencia a la cotización objetivo de los analistas financieros, la paridad se establece entre 9,3x y 9,9x, es decir, una prima inducida por la Relación de Canje comprendida entre el 31 % y el 39 %.

3.2.3.3. Evaluación patrimonial

La evaluación patrimonial se basa en los indicadores EPRA NTA y EPRA NDV, que permiten comparar las sociedades inmobiliarias sobre bases homogéneas:

- el **EPRA NTA** o de **continuación** postula que la entidad compra y vende activos y excluye, por tanto, los derechos de traspaso;
- el **EPRA NDV** o de **liquidación** se basa en una hipótesis de cesión rápida de los activos en cartera y tiene en cuenta el conjunto de activos y pasivos financieros que figuran en el balance a su valor razonable.

Por su elaboración, estos indicadores acumulan valores individuales atribuidos a cada uno de los inmuebles, pero no tienen en cuenta el impacto negativo de los gastos de estructura en el valor de la acción, ni ninguna depreciación que pudiera observarse en un proceso global de transmisión de la cartera de activos.

Así, he completado mi análisis corrigiendo dichos indicadores EPRA con los posibles efectos dilutivos asociados a los planes de acciones gratuitas y con el valor de los gastos de estructura calculados sobre la base de una actualización de los costes estimados previstos en el plan de negocios de SFL y Colonial.

Asimismo, he realizado un encargo a un Experto Inmobiliario Tercero y a su homólogo español, que han procedido a (i) revisar las valoraciones inmobiliarias efectuadas a petición de SFL y Colonial para formular sus

³⁸ Para un analista, hemos podido comparar la cotización objetivo estimada para cada una de las sociedades y deducir de ello una paridad.

³⁹ Del mismo modo que la referencia bursátil (apartado 3.2.3.1).

cuentas consolidadas a 31 de diciembre de 2024, (ii) visitar determinados activos para conocer sus características con el fin de verificar los parámetros de evaluación y (iii) confirmar la ausencia de observaciones de las valoraciones inmobiliarias a 31 de diciembre de 2024.

Las conclusiones del Experto Inmobiliario Tercero apoyan la valoración de los activos inmobiliarios a 31 de diciembre de 2024 subyacente en el EPR NTA y en el EPRA NDV de SFL y de Colonial.

La comparación de los valores patrimoniales de SFL y Colonial es la siguiente:

Indicadores EPRA				
31-dic.-24	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
NDV publicado	9,5 €	87,0 €	9,2x	41%
NDV después de dilución y gastos	7,5 €	73,1 €	9,7x	34%
NTA publicado	9,6 €	88,0 €	9,1x	42%
NTA después de dilución y gastos	7,7 €	74,0 €	9,6x	35%
Mín.	7,5 €	73,1 €	9,1x	42%
Máx.	9,6 €	88,0 €	9,7x	34%

Fuente: SFL, Colonial, análisis Ledouble

Mediante referencia a los indicadores de ANR EPRA ajustados, la paridad se establece entre 9,1x y 9,7x, es decir, una prima inducida por la Relación de Canje comprendida entre el 34 % y el 42 %.

3.2.3.4. Evaluación intrínseca del DCF

La evaluación intrínseca por flujo de caja descontado (“DCF”, por sus siglas en inglés) se basa en la estimación del valor de los activos económicos de una empresa (el “Valor de Empresa”) a partir de los flujos de caja de explotación disponibles generados por su actividad, que se descuentan a un tipo correspondiente a la rentabilidad esperada por los suministradores de recursos.

Me he servido de los planes de negocio elaborados por la dirección de SFL y Colonial, que fueron aprobados por sus Consejos de Administración el 21 de noviembre de 2024 y el 23 de enero de 2025, respectivamente.

Las previsiones para el periodo 2025-2029 incluyen proyecciones de flujos de caja para los distintos activos inmobiliarios, así como gastos de estructura y otros gastos no directamente imputables a los activos.

El plan de negocio de Colonial se basa en el plan de negocio facilitado por SFL, complementado con previsiones específicas para la actividad española de Colonial.

A diferencia del trabajo de los expertos inmobiliarios, que emplean un valor de salida al final de las proyecciones, mi cálculo del valor terminal se basa en una estimación del flujo de caja libre sostenible, en relación con las sociedades valoradas, basado en unas previsiones de continuidad de la explotación⁴⁰.

El Valor de Empresa de Colonial se ha calculado utilizando dos métodos:

- el enfoque de la suma de las partes (“SOTP”, por sus siglas en inglés) basado en la suma del Valor de Empresa de SFL y de la actividad española de Colonial, estimados con tipos de descuento diferentes⁴¹;

⁴⁰ El valor terminal se ha calculado sobre una tasa de crecimiento constante del 2,0 % teniendo en cuenta las perspectivas de inflación de la zona euro, de acuerdo con nuestro modelo interno de rendimiento del mercado.

⁴¹ El tipo de descuento, estimado mediante la fórmula CAPM [modelo de valoración de activos financieros, por sus siglas en inglés], se estableció en el 5,9 % para SFL y en el 6,6 % para la actividad española de Colonial.

- el enfoque global basado en los flujos de caja previstos de Colonial y un tipo de descuento estimado en relación con el Grupo⁴².

La deuda financiera neta ajustada se deduce del Valor de Empresa para obtener el valor de los fondos propios.

El valor por acción se obtiene tras aplicar el Número Diluido de Acciones SFL y el Número Diluido de Acciones Colonial.

Enfoque DCF

	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
DCF - SOTP	6,4 €	70,0 €	10,9x	19%
DCF - global	6,3 €	70,0 €	11,1x	17%
Mín.	5,9 €	66,1 €	11,1x	17%
Máx.	6,8 €	74,1 €	10,9x	20%
Mín.		66,1 €	10,9x	20%
Máx.		74,1 €	11,1x	17%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

Observo lo siguiente:

- los análisis de sensibilidad de los valores relativos de SFL y Colonial no modificaron el intervalo de paridad;
- los valores intrínsecos de SFL y de Colonial:
 - son inferiores a los valores patrimoniales (apartado 3.2.3.3) por la inclusión de gastos de estructura y otros gastos no directamente imputables a los activos, que los expertos inmobiliarios no incluyen en la valoración de los inmuebles;
 - se corresponden con los flujos de caja que benefician a los accionistas en caso de que se mantenga la actividad de SFL y Colonial como sociedades inmobiliarias.

Según el método DCF, la paridad se sitúa entre 10,9x y 11,1x, lo que representa una prima generada por la Relación de Canje de entre el 17 % y el 20 %.

3.2.3.5. Referencia de la operación

La referencia de la operación, que considero la más relevante, consiste en la aplicación del contrato de liquidez celebrado entre Colonial y los beneficiarios de Acciones Gratuitas de SFL que no pudieron presentar sus acciones a la OPC 2021 por no encontrarse disponibles.

En virtud de este contrato, Colonial se comprometió a ofrecer a los beneficiarios de dichas Acciones Gratuitas SFL las mismas condiciones de recompra que las ofrecidas a los accionistas de SFL en el momento de la OPC 2021 (el “**Contrato de Liquidez**”).

(i) Aplicación del Contrato de Liquidez en 2024

⁴² Tipo de descuento establecido en el 6,14 % teniendo en cuenta las respectivas ponderaciones de las actividades francesa y española.

La reciente aplicación del Contrato de Liquidez en el ejercicio 2024 (las “**Operaciones SFL 2024**”) permitió a algunos titulares de acciones de SFL canjearlas por 5,174⁴³ acciones de Colonial además de un componente en efectivo de 46,66 € (“**Condiciones del Contrato de Liquidez**”).

Al carecer de información más precisa, he partido del supuesto de que, para cada una de las Operaciones SFL 2024, las acciones de Colonial obtenidas a cambio de acciones de SFL se valoraron al precio de cotización en bolsa en la fecha de la operación. Por lo tanto, este enfoque no tiene en cuenta el hecho de que las acciones de Colonial pueden haberse vendido en una fecha posterior y, por lo tanto, a una cotización diferente.

⁴³ Paridad de 5 ajustada al dividendo pagado en el ejercicio 2024.

Operaciones SFL 2024

	Fecha	Volumen	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión					13,0x	
Operación 1	mar.-24	22.869	5,1 €	72,9 €	14,4x	(9%)
Operación 2	abr.-24	2.073	5,6 €	75,4 €	13,6x	(4%)
Operación 3	sept.-24	1.800	5,8 €	76,9 €	13,2x	(1%)
Operación 4	oct.-24	42	5,9 €	77,3 €	13,1x	(1%)
Promedio ponderado por volúmenes			5,2 €	73,4 €	14,2x	(8%)
Mín.					13,1x	(1%)
Máx.					14,4x	(9%)

Fuente: Colonial, Bloomberg, análisis Ledouble

Con referencia a las Operaciones SFL 2024, la paridad se sitúa entre 13,1x y 14,4x, lo que supone una depreciación por efecto de la Relación de Canje de entre el (9) % y el (1) %.

(ii) Aplicación de las Condiciones del Contrato de Liquidez

Por otro lado, he aplicado las Condiciones del Contrato de Liquidez a las referencias recientes del valor de las acciones de Colonial.

(a) Operación Critería

En mayo de 2024, el *holding* español Critería suscribió una ampliación de capital de Colonial⁴⁴ que representaba aproximadamente el 14 %⁴⁵ del capital social de Colonial tras la operación (la “Operación Critería”).

Para evaluar la Relación de Canje, he aplicado las Condiciones del Contrato de Liquidez utilizando un valor de acción de Colonial correspondiente al Precio AKA 2024. Quisiera destacar que este estudio se realiza únicamente para evaluar la Relación de Canje sobre una base homogénea entre Colonial y SFL, sin prejuzgar el valor de mercado de las acciones de SFL.

Valor de SFL inducido por el Contrato de Liquidez

	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
Operación Critería	7,1 €	83,4 €	11,7x	11%

Fuente: Colonial, análisis Ledouble

En referencia a la Operación Critería y las Condiciones del Contrato de Liquidez, la paridad se sitúa en 11,7x, lo que representa una prima generada por la Relación de Canje del 11 %.

(b) Otras referencias a valores de Colonial

⁴⁴ A un precio de 7,1 € por acción (el “Precio AKA 2024”).

⁴⁵ Esta operación dio lugar a la emisión de casi 88 millones de nuevas acciones y a un aumento de la participación de Critería en Colonial, que pasó del 3 % a casi el 16,8 %.

Para evaluar la Relación de Canje, he aplicado las Condiciones del Contrato de Liquidez a las referencias de cotización de las acciones de Colonial anteriores a la Fecha de Anuncio.

Valor de SFL inducido por el Contrato de Liquidez

	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
Cotización antes de la Fecha de Anuncio				
Contado	5,4 €	74,6 €	13,8x	(6%)
CMPV 20 sesiones	5,8 €	76,5 €	13,3x	(2%)
CMPV 60 sesiones	6,0 €	77,6 €	13,0x	0%
CMPV 120 sesiones	5,8 €	76,8 €	13,2x	(1%)
CMPV 180 sesiones	5,6 €	75,6 €	13,5x	(4%)
CMPV 250 sesiones	5,7 €	75,9 €	13,4x	(3%)
Mín.			13,0x	0%
Máx.			13,8x	(6%)

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

En base a la cotización de la acción de Colonial y a las Condiciones del Contrato de Liquidez, la paridad se sitúa entre 13,0x y 13,8x, es decir, una depreciación de entre el (6) % y el 0 % por efecto de la Relación de Canje.

En resumen, la aplicación de las Condiciones del Contrato de Liquidez da lugar a una paridad de entre 11,7x y 14,4x, es decir, una prima derivada de la Relación de Canje de entre el (9) % y el 11 %.

3.2.3.6. Comparación de la rentabilidad

Dado que Colonial y SFL desarrollan actividades similares, el análisis del peso relativo de los agregados financieros es adecuado para estimar la paridad entre estas dos sociedades.

Al tratarse de dos sociedades inmobiliarias con una política definida de reparto de dividendos, la paridad se ha evaluado comparando el resultado neto recurrente (“RNR”) de 2024 y la previsión para 2025 estimada en los planes de negocio de SFL y Colonial.

Enfoque de rentabilidad

	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
RNR 2024	0,3 €	2,8 €	8,6x	52%
RNR 2025e	0,3 €	2,7 €	8,6x	51%

Fuente: SFL, Colonial, análisis Ledouble

Por referencia a los agregados financieros, la paridad se sitúa en torno a 8,6x, es decir, una prima derivada de la Relación de Canje de alrededor del 51 % - 52 %.

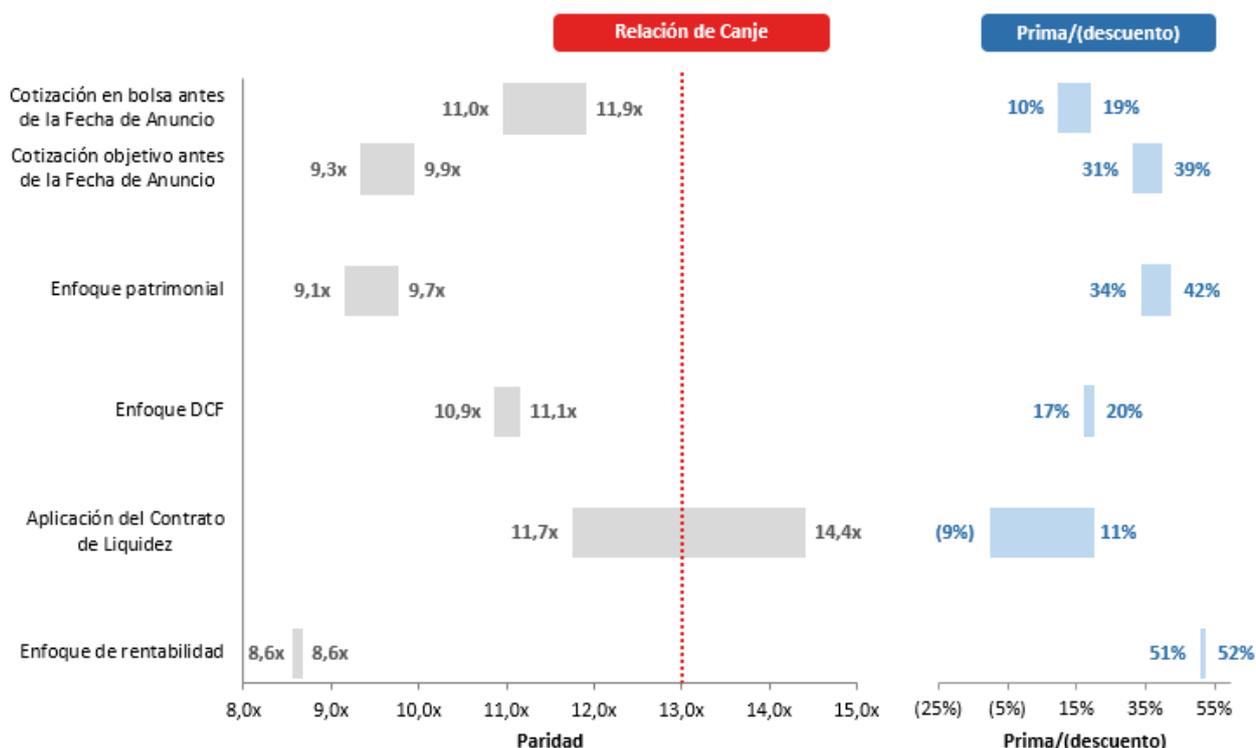
3.2.4. Resumen de la Relación de Canje

En cumplimiento del encargo que me ha sido encomendado, he llevado a cabo las actuaciones que he considerado necesarias para evaluar el carácter equitativo de la Relación de Canje propuesta. Estas

actuaciones vienen definidas por la doctrina profesional de la *Compagnie nationale de commissaires aux comptes* en relación con el presente encargo.

Para determinar la Relación de Canje, las partes aplicaron los métodos de valoración descritos anteriormente (apartado 3.1) y concluyeron que la Relación de Canje refleja una prima en todos los criterios considerados relevantes.

En el gráfico siguiente se recogen los resultados de mi trabajo (apartado 3.2):



He observado que la Relación de Canje, determinada comparando los valores relativos de SFL y Colonial sobre bases homogéneas:

- presenta una prima sobre los métodos y criterios de valoración descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión, que son habituales y adecuados para la actividad y las características respectivas de SFL y Colonial;
- se sitúa en el extremo superior de la escala de paridades resultante de la evaluación multicriterio que he llevado a cabo;
- genera una prima a favor de SFL en la mayoría de los criterios, que se justifica por la concesión a los accionistas minoritarios de SFL de casi el 20 % de las Sinergias esperadas de la Fusión⁴⁶;
- también se da una revalorización para Colonial en función de las consecuencias favorables de la Fusión para sus accionistas (apartado 3.3).

Además, la Fusión brinda la oportunidad:

- para los accionistas de SFL de poseer acciones de Colonial, con mayor liquidez que las acciones de SFL;

⁴⁶ Cabe señalar que Colonial recuperará el 1,8 % del capital de SFL como resultado de la Fusión (apartado 1.2.1.1).

- para los accionistas de Colonial de beneficiarse de los objetivos de la Fusión (apartado 1.1) y de aprovechar todas las Sinergias que resultarán de la Fusión.

A la vista de los resultados de mi trabajo y a la fecha de este informe, considero que la Relación de Canje, establecida por las partes, es equitativa.

3.3. Consecuencias de la Fusión para los accionistas de Colonial

Con el fin de evaluar las consecuencias de la Fusión para los accionistas de Colonial, he estimado el impacto de la Fusión en el resultado neto por acción de Colonial previsto para 2025.

Ello representa un impacto de alrededor del 1 %, ya que las Sinergias⁴⁷ previstas compensan el efecto dilusivo⁴⁸ derivado de la Fusión.

Por tanto, sobre la base de la Relación de Canje, la Fusión tiene un efecto ligeramente positivo para los actuales accionistas de Colonial.

4. Análisis de la adecuación y justificación del Precio de Salida

En virtud de la legislación francesa⁴⁹, los accionistas de SFL que voten en contra de la Fusión en la Junta General de Accionistas de SFL podrán ejercer su derecho de salida en relación con las acciones de SFL al Precio de Salida.

4.1. Presentación de los métodos utilizados por las partes

Las partes han establecido el Precio de Salida mediante la aplicación de una evaluación multicriterio de las acciones de SFL basada en los métodos de evaluación descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión, es decir:

- un **enfoque transaccional** basado en las Condiciones del Contrato de Liquidez aplicado a la cotización en bolsa de Colonial en la Fecha de Comunicación⁵⁰, que arroja un valor para la acción de SFL de entre **74,2 € y 75,1 €**;
- un **enfoque bursátil** basado en la cotización en bolsa de SFL en la Fecha de Comunicación⁵¹, que da un valor para la acción de SFL de entre **70,1 € y 82,0 €**;
- Un **enfoque analógico** con referencia al EPRA NTA de SFL a 31 de diciembre de 2024 de **88,0 €** una vez considerada la depreciación de ANR observada:
 - en el mercado, en un periodo de tiempo más o menos largo para sociedades comparables, lo que se traduce en un valor de la acción de SFL de entre **51,2 € y 53,4 €**;
 - en las ofertas públicas lanzadas en los últimos años por empresas inmobiliarias de oficinas en Europa, lo que se traduce en un valor de la acción de SFL de **73,2 €**.

4.2. Evaluación del Precio de Salida

⁴⁷ Permiten cubrir la prima concedida a los accionistas de SFL (apartado 3.2.4).

⁴⁸ Las acciones en autocartera de Colonial saldrán de nuevo al mercado.

⁴⁹ Artículo L. 236-40 del Código de Comercio francés.

⁵⁰ Cotización al contado y CMPV a 30 días.

⁵¹ Cotización al contado, CMPV a 60 y a 180 días.

4.2.1. Métodos descartados

Ante la ausencia de sociedades que coticen en bolsa que sean estrictamente comparables a SFL, en especial en términos de tamaño, zonas de implantación, estrategia de inversión, calidad de los activos, estructura de deuda y rentabilidad, no hemos aplicado el enfoque analógico para evaluar la acción de SFL.

4.2.2. Métodos utilizados en la evaluación de la Relación de Canje

Para evaluar el Precio de Salida, me he basado en los valores relativos de la acción de SFL que he considerado relevantes para una evaluación independiente del valor de SFL, es decir:

- la cotización en bolsa de SFL a corto y medio plazo⁵² antes de la Fecha de Anuncio (apartado 3.2.3.1);
- la cotización objetivo de los analistas de SFL antes de la Fecha de Anuncio (apartado 3.2.3.2);
- los indicadores EPRA NTA y EPRA NDV publicados a 31 de diciembre de 2024, ajustados además por el valor de los gastos de estructura y el posible efecto dilusivo asociado a los planes de acciones gratuitas (apartado 3.2.3.3);
- la valoración intrínseca de SFL utilizando el enfoque DCF (apartado 3.2.3.4);
- la media ponderada por volumen de las Operaciones SFL 2024 (apartado 3.2.3.5.i).

4.2.3. Métodos complementarios

4.2.3.1. Cotización en la Fecha de Comunicación

Con fines de información y con vistas a incorporar en mi análisis las recientes variaciones de la cotización en bolsa de SFL, a pesar de las limitaciones asociadas al significativo aumento de la cotización de SFL tras la Fecha de Anuncio (apartado 3.2.2.1), he examinado el precio de la acción de SFL durante los últimos 60 días de cotización en bolsa a la Fecha de Comunicación.

Sin embargo, he descartado las medias de un periodo más corto para limitar el impacto de la subida del precio de la acción, observada en volúmenes de negociación bajos, por anticipación de las condiciones financieras de la Fusión.

⁵² Cotización al contado y CMPV a 20, 60, 120, 180 y 250 días.

Cotización en bolsa en la Fecha de Comunicación

18-feb.-25	SFL	Prima/ (descuento)
Precio de Salida	77,5 €	
Contado	82,0 €	(5%)
CMPV 20 sesiones	81,4 €	(5%)
CMPV 60 sesiones	77,3 €	0%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

El precio medio de la acción de SFL durante los últimos 60 días de cotización en la Fecha de Comunicación era de 77,3 €, en línea con el Precio de Salida.

4.2.3.2. Aplicación de la Relación de Canje

Con el fin de reflejar el contexto específico de la Fusión en el que el Precio de Salida constituye una alternativa a la Relación de Canje, también he estimado el valor de la acción de SFL por transparencia con la Relación de Canje aplicada a la cotización de Colonial a corto y medio plazo⁵³ en la Fecha de Comunicación, sin los efectos del anuncio de la Fusión en la cotización (apartado 3.2.2.1).

Valor de SFL inducido por la Relación de Canje

18-feb.-25	Colonial	SFL	Prima/ (descuento)
Precio de Salida		77,5 €	
Contado	5,5 €	71,4 €	9%
CMPV 20 sesiones	5,4 €	70,6 €	10%
CMPV 60 sesiones	5,3 €	68,7 €	13%
CMPV 120 sesiones	5,6 €	72,6 €	7%
CMPV 180 sesiones	5,6 €	72,5 €	7%
CMPV 250 sesiones	5,5 €	71,6 €	8%
Mín.	5,3 €	68,7 €	13%
Máx.	5,6 €	72,6 €	7%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

El valor de la acción de SFL resultante de la Relación de Canje se sitúa entre 68,7 € y 72,6 €, lo que representa una prima sobre el Precio de Salida de entre el 7 % y el 13 %.

4.2.3.3. Aplicación del Contrato de Liquidez

Por otra parte, también he estimado el valor de la acción de SFL por transparencia con las Condiciones del Contrato de Liquidez, que ofrecía a determinados accionistas una ventana de liquidez reciente para sus acciones de SFL.

Las Condiciones del Contrato de Liquidez se han aplicado a la cotización de Colonial a corto y medio plazo⁵⁴ en la Fecha de Comunicación en la medida en que dicha cotización de Colonial no se ha visto afectada por el anuncio de la Fusión (apartado 3.2.2.1).

⁵³ Cotización al contado y CMPV a 20, 60, 120, 180 y 250 días.

⁵⁴ Cotización al contado y CMPV a 20, 60, 120, 180 y 250 días.

Valor de SFL inducido por el Contrato de Liquidez

18-feb.-25	Colonial	SFL	Prima/ (descuento)
Precio de Salida		77,5 €	
Contado	5,5 €	75,1 €	3%
CMPV 20 sesiones	5,4 €	74,8 €	4%
CMPV 60 sesiones	5,3 €	74,0 €	5%
CMPV 120 sesiones	5,6 €	75,6 €	3%
CMPV 180 sesiones	5,6 €	75,5 €	3%
CMPV 250 sesiones	5,5 €	75,2 €	3%
Mín.	5,3 €	74,0 €	5%
Máx.	5,6 €	75,6 €	3%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

Las Condiciones del Contrato de Liquidez dan lugar a un precio de la acción de SFL de entre 74,0 € y 75,6 €, lo que representa una prima generada por el Precio de Salida de entre el 3 % y el 5 %.

4.3. Resumen del Precio de Salida

En cumplimiento del encargo que me ha sido encomendado, he llevado a cabo las actuaciones que he considerado necesarias para evaluar la adecuación y justificación del Precio de Salida propuesto, de conformidad con:

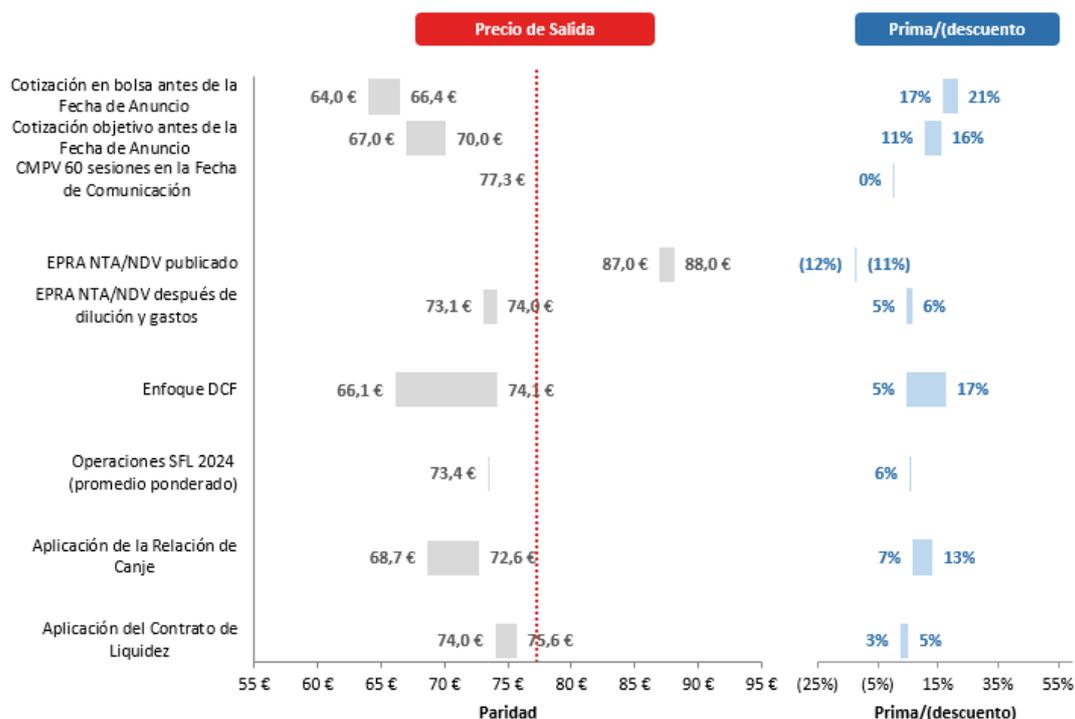
- la Resolución;
- el artículo R. 236-26 del Código de Comercio francés⁵⁵; y
- la normativa española.

Las partes establecieron el Precio de Salida a partir de una evaluación multicriterio de la acción de SFL que se describe en el anexo 6 del Proyecto de Fusión; el Precio de Salida refleja una prima sobre todos los criterios considerados relevantes.

Para analizar el Precio de Salida, me he basado en los valores relativos de la acción de SFL estimados para la evaluación de la Relación de Canje (apartado 4.2.2), que he considerado relevantes para analizar el valor de SFL, complementados con análisis adicionales (apartado 4.2.3).

En el gráfico siguiente se recogen los resultados de mi trabajo (apartado 4.2).

⁵⁵ Y por remisión al artículo L. 433-4 del Código Monetario y financiero francés.



He observado que el Precio de Salida:

- > está en línea con la CMPV (cotización media ponderada por volumen) de SFL calculada durante los últimos 60 días de cotización en la Fecha de Comunicación;
- > da lugar a una prima sobre el valor de la acción de SFL estimada por transparencia con la Relación de Canje;
- > presenta una depreciación de (11) % a (12) % con respecto al valor patrimonial reflejado por los indicadores EPRA, que no puede constituir el único criterio para evaluar el Precio de Salida;
- > da lugar a una prima sobre todos los demás criterios de valoración de SFL, incluidos los indicadores EPRA NTA y NDV ajustados al valor de los gastos de estructura necesarios para la explotación;
- > se sitúa en el extremo superior de la escala de valores resultante de una evaluación multicriterio:
 - efectuada por las partes y por mí misma, aplicando métodos de evaluación pertinentes y adecuados a las características de SFL en el contexto de la Fusión;
 - conforme al artículo R. 236-26 del Código de Comercio francés, que determina que el Precio de Salida será el resultado de una evaluación multicriterio llevada a cabo utilizando métodos objetivos que tengan en cuenta, con una ponderación adecuada, en particular el valor de los activos, los beneficios obtenidos, el valor bursátil y las perspectivas comerciales.

A la vista de los resultados de mi trabajo y a la fecha de este informe, considero que el Precio de Salida determinado por las partes es adecuado y está justificado en el contexto de la Fusión.

5. Análisis del Valor de las Aportaciones

5.1. Método de valoración de las aportaciones

Las partes han acordado evaluar las aportaciones en función de su valor contable neto (apartado 1.4.1).

Sobre este particular, observo que el método de valoración de las aportaciones adoptado por las partes, en aplicación de la normativa española, es idéntico al previsto por la normativa contable francesa en el caso de sociedades bajo control común⁵⁶.

Por consiguiente, no tengo observaciones que expresar sobre el método de valoración de las aportaciones utilizado por las partes.

5.2. Análisis del Valor de las Aportaciones

5.2.1. Realidad de las aportaciones

He valorado la realidad de las aportaciones a la luz de la ausencia de factores susceptibles de cuestionar su transferibilidad y plena propiedad por parte de SFL.

En este sentido:

- los estados financieros de SFL a 31 de diciembre de 2024 han sido certificados sin reservas por los auditores de cuentas;
- SFL dispone de certificados de titularidad de todas sus propiedades y ha confirmado que no existen restricciones a la transferibilidad de los arrendamientos;
- con el asesoramiento de sus asesores jurídicos⁵⁷, SFL se ha asegurado de que no existan restricciones a la libre transferibilidad de los contratos de financiación;
- el artículo 7.3 del Proyecto de Fusión establece que:
 - la Sociedad Absorbente se subrogará en todos los derechos y acciones de la Sociedad Absorbida frente a los arrendatarios;
 - SFL confirma que todas sus propiedades están libres de gravámenes e hipotecas;
- el artículo 9 del Proyecto de Fusión establece que SFL declara y garantiza:
 - que en la fecha del Proyecto de Fusión posee, y que en la Fecha de Ejecución poseerá, plenos derechos de propiedad sobre los activos transferidos;
 - que sobre estos activos no pesa inscripción, privilegio, hipoteca, pignoración o restricción alguna;
 - que la aportación de estos activos no está sujeta a autorización o aprobación alguna y que, si fuera necesaria dicha autorización o aprobación para posibilitar la transferencia de los activos o contratos, se habrá obtenido debidamente en la Fecha de Ejecución.

⁵⁶ Título VII del Reglamento n.º 2023-08 de la Autoridad de Normas Contables relativo al Plan General de Contabilidad.

⁵⁷ Herbert Smith Freehills.

El patrimonio transferido estará formado por los activos y pasivos que constituyen los Activos Netos Aportados Definitivos, en su forma existente en la Fecha de Ejecución.

5.2.2. Valor individual de las aportaciones

Dado que la Fecha de Entrada en Vigor Contable es posterior a la fecha de firma del Proyecto de Fusión, los activos aportados y los pasivos asumidos se describen de forma provisional en el Proyecto de Fusión tomando como base los estados financieros de SFL a 31 de diciembre de 2024; la normativa española no exige la formulación de un balance estimado a la Fecha de Efecto Contable.

En consecuencia, no me corresponde evaluar los métodos utilizados para estimar el valor individual de los activos aportados y los pasivos transferidos en la Fecha de Efecto Contable.

5.2.3. Valor global de las aportaciones

Mi evaluación del valor global de las aportaciones de 1 023 388 973 € (apartado 1.4.3.1), que corresponde a los Activos Netos Aportados Provisionalmente, se basa en las comprobaciones efectuadas sobre el Precio de Salida (apartado 4.2).

Los Activos Netos Aportados Provisionalmente por acción, tras considerar el Número Diluido de Acciones SFL, ascienden a **23,8 €**, lo que es significativamente inferior a la escala de valores reales de las acciones de SFL⁵⁸ (apartado 4.3).

Activos Netos Aportados Provisionalmente por acción	
€	
Activos Netos Aportados Provisionalmente	1.023.388.973
Número de acciones diluido SFL	43.075.739
€/acción	23,8 €

Por lo tanto, el Valor de las Aportaciones queda corroborado por mi trabajo de evaluación y por el realizado por las partes (apartado 4.1).

5.3. Resumen del Valor de las Aportaciones

De conformidad con la normativa contable española, las aportaciones se valoran con arreglo a su valor contable neto (apartado 1.4.1).

He llevado a cabo las comprobaciones que he considerado necesarias acerca de la realidad de las aportaciones en lo relativo a la ausencia de factores susceptibles de cuestionar su transferibilidad, quedando entendido que la estructura del patrimonio transferido con carácter definitivo no se conocerá hasta la Fecha de Efecto Contable, una vez que las partes hayan establecido los Activos Netos Aportados Definitivos (apartado 5.2.1).

Las partes no han estimado el valor individual de las aportaciones en la Fecha de Efecto Contable, ya que la legislación española no exige esta información (apartado 5.2.2). Por consiguiente, no hago ninguna evaluación respecto del valor individual de las aportaciones.

El valor global de las aportaciones está avalado por la evaluación multicriterio realizada por las partes y por los resultados de mis propios análisis (apartado 5.2.3).

⁵⁸ Donde el mínimo es de 64 €.

Basándome en mi trabajo y a la fecha del presente informe, considero que el Valor de las Aportaciones de 1 023 388 973 € no está sobreestimado en su conjunto.

Las aportaciones se retribuirán mediante la asignación de acciones en autocartera de Colonial, por lo que la Fusión no supondrá una ampliación del capital social de Colonial.

En consecuencia, la confirmación prevista en la Resolución en el sentido de que el Valor de las Aportaciones sea al menos igual al importe de la ampliación de capital de la Sociedad Beneficiaria carece de relevancia.

6. Análisis de las garantías ofrecidas a los acreedores de SFL y Colonial

El artículo 5.5 del Proyecto de Fusión establece:

- que no se espera que la Fusión tenga ningún impacto sobre los acreedores de las sociedades fusionadas, aparte del hecho de que los acreedores de SFL se convertirán en acreedores de Colonial y de la integración de los activos y pasivos de SFL en Colonial por sucesión universal; y
- que no se ha considerado necesario prever una garantía en el marco de la Fusión ni adoptar medidas adicionales de protección o garantías adicionales para los acreedores.

En este contexto, la falta de garantías en favor de los acreedores de Colonial y de SFL no requiere observación alguna por mi parte.

7. Conclusión

Sobre la base de mi trabajo y a la fecha de este informe, en mi opinión:

- la Relación de Canje de 13 acciones ordinarias de Colonial por 1 acción de SFL se justifica con la aplicación de métodos de evaluación adecuados en el contexto de la Fusión y es equitativa (apartado 3.2.4);
- el Precio de Salida de 77,5 € por acción, incluyendo cupón, es adecuado y está justificado en el contexto de la Fusión (apartado 4.3);
- el Valor global de las Aportaciones de 1 023 388 973 € no está sobreestimado (apartado 5.3)⁵⁹.

En París, a 6 de marzo de 2025.

La auditora de la fusión,

Agnès PINIOT

⁵⁹ Las aportaciones se retribuirán mediante la asignación de acciones en autocartera de Colonial, por lo que la Fusión no supondrá una ampliación del capital social de Colonial. En consecuencia, la confirmación prevista en la Resolución en el sentido de que el Valor de las Aportaciones sea al menos igual al importe de la ampliación de capital de la Sociedad Beneficiaria carece de relevancia.

Experta del Tribunal de Apelación de París
Auditora de cuentas
Miembro de la Compagnie Régionale de Paris

Presidenta y socia de Ledouble SAS