

**Progetto di fusione transfrontaliera di Beni Stabili  
S.p.A. SIIQ in Foncière Des Régions S.A. (che  
assumerà la denominazione di "Covivio S.A.")**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
sul Rapporto di Cambio delle azioni  
ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile  
e dell'art. 9 del D. Lgs. 30 maggio 2008 n. 108 (\*)**

(\*) *With respect to the CONSOB Communication N. 73063 of 5 October 2000, this report does not express an opinion on the fairness of the transaction, the value of the security, or the adequacy of consideration to shareholders and therefore the issuance of the report would not impair the independence of EY S.p.A. under the U.S. independence requirements.*

## RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile e dell'art. 9 del D. Lgs. 30 maggio 2008 n. 108

Agli Azionisti di  
Beni Stabili S.p.A. SIIQ

### 1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione transfrontaliera per incorporazione di Beni Stabili S.p.A. SIIQ (nel seguito denominata "**Beni Stabili**" o "**Società Incorporanda**") in Foncière Des Régions S.A. (nel seguito denominata "**FdR**" o "**Società Incorporante**", e insieme a Beni Stabili, le "**Società Partecipanti alla Fusione**"), in data 19 giugno 2018 siamo stati nominati dal Tribunale di Roma, su istanza di Beni Stabili, quale esperto per la redazione della relazione (la "**Relazione**") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della Società Incorporanda con le azioni della Società Incorporante (il "**Rapporto di Cambio**"), ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile e dell'art. 9 del D. Lgs. 30 maggio 2008 n. 108. La prospettata operazione di fusione si colloca all'interno dell'accordo di fusione sottoscritto in data 25 maggio 2018 tra Beni Stabili e FdR (l' "**Accordo di Fusione**").

A tal fine abbiamo ricevuto da Beni Stabili il progetto di fusione per incorporazione di Beni Stabili in FdR (il "**Progetto di Fusione**") approvato dal consiglio di amministrazione di Beni Stabili (il "**Consiglio di Amministrazione**") e dal consiglio di amministrazione di FdR, rispettivamente in data 18 luglio 2018 e 19 luglio 2018, corredato da apposita relazione degli Amministratori della Società Incorporanda che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, il Rapporto di Cambio, nonché le situazioni patrimoniali al 30 giugno 2018 di Beni Stabili e FdR, approvate dai rispettivi consigli di amministrazione, rispettivamente in data 18 luglio 2018 e 19 luglio 2018, che costituiscono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501 *quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Beni Stabili convocata nel rispetto della normativa applicabile. Analogamente il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di FdR, anch'essa convocata nel rispetto della normativa applicabile.

Analoga relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio viene predisposta dal Dott. Michel Léger (l' "**Esperto Indipendente Francese**"), socio della società di revisione BDO France S.A.S. ("**BDO France**"), nominato dal Presidente della Camera Commerciale del Tribunale di Metz (Tribunal de grande instance de Metz), su istanza di entrambe le Società Partecipanti alla Fusione, ai sensi degli artt. L.236-25 e L. 236-10 del Codice di Commercio Francese (il "**Codice Francese**").

Al fine di fornire agli Azionisti di Beni Stabili idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella circostanza, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori di Beni Stabili a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Beni Stabili, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione. Tali valutazioni sono state svolte dai Consigli di Amministrazione di FdR e Beni Stabili con il supporto dei loro consulenti.

Il Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili si è avvalso, tenendone conto ai fini delle proprie autonome valutazioni e determinazioni, anche del lavoro svolto dall'*Advisor* finanziario Lazard S.r.l. ("**Lazard**" o l'"**Advisor**"), il quale:

- ▶ in data 24 maggio 2018 ha rilasciato, in favore del Comitato Parti Correlate (ai fini delle autonome valutazioni di quest'ultimo ai sensi della Procedura Parti Correlate), nonché in favore del Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili, un'opinione (c.d. "*fairness opinion*") in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio risultante dall'Accordo di Fusione (l'"**Opinion di Lazard**");
- ▶ in data 18 luglio 2018 ha rilasciato, sempre in favore del Comitato Parti Correlate e del Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili, una lettera di conferma (c.d. "*bring-down letter*") avente a oggetto la conferma della congruità, da un punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio di cui al Progetto di Fusione, che assume, come già evidenziato, come situazioni patrimoniali di riferimento le situazioni al 30 giugno 2018 delle Società Partecipanti alla Fusione (la "**Bring-down Letter di Lazard**");

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle due società per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

- ▶ non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- ▶ non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità dell'operazione di fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse nelle Relazioni degli Amministratori.

## 2. Sintesi dell'Operazione

In data 19 aprile 2018, il Consiglio di Amministrazione di FdR ha trasmesso al Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili una proposta avente a oggetto una possibile operazione di fusione della Società Incorporanda in FdR (la "**Fusione**" o l'"**Operazione**"). Il giorno successivo, 20 aprile 2018, il Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili ha dunque preso atto della proposta e deliberato di autorizzare l'avvio delle discussioni con FdR.

In data 25 maggio 2018, le Società Partecipanti alla Fusione hanno sottoscritto l'Accordo di Fusione che regola e disciplina, tra l'altro, le attività propedeutiche e/o funzionali alla realizzazione dell'Operazione, gli impegni reciproci delle Società Partecipanti alla Fusione e le condizioni cui l'esecuzione dell'Operazione è subordinata. Le condizioni sospensive dell'efficacia della Fusione prevedono:

- ▶ l'approvazione dei termini del Progetto di Fusione da parte delle assemblee straordinarie rispettivamente di Beni Stabili e di FdR;
- ▶ il deposito, da parte del cancelliere del Tribunale distrettuale di Metz (Tribunal d'instance de Metz) e di un notaio italiano, dei certificati di conformità pre-Fusione relativi agli atti e alle formalità strumentali alla Fusione;
- ▶ la consegna, da parte del cancelliere del Tribunale distrettuale di Metz (Tribunal d'instance de Metz) ovvero di un notaio francese, di un certificato di legittimità relativo al perfezionamento della Fusione;

- ▶ l'ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamentato Euronext Paris delle azioni della Società Incorporante emesse e assegnate agli azionisti di Beni Stabili.

Il Progetto di Fusione prevede altresì che l'Operazione non avrà luogo qualora una o più delle condizioni sospensive di cui sopra non si sia avverata (o non sia stata eventualmente rinunciata nei limiti consentiti dalle applicabili disposizioni di legge), e in ogni caso la Fusione non sia divenuta efficace entro il 31 dicembre 2018, ferme restando le formalità da compiere in conformità al Progetto di Fusione dopo la data di efficacia.

In conseguenza del rapporto di controllo di diritto esistente tra FdR e Beni Stabili (che si caratterizza altresì per l'esercizio di attività di direzione e coordinamento da parte della Società Incorporante) e della significatività della Fusione, la stessa costituisce un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza" ai sensi del Regolamento adottato da CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato, e della "Procedura per la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate" adottata da Beni Stabili (la "**Procedura Parti Correlate**"). Pertanto, il Comitato per le Nomine e la Remunerazione di Beni Stabili, composto esclusivamente da Amministratori indipendenti e che ha agito in qualità di "Comitato per le Operazioni di Maggiore Rilevanza" (il "**Comitato Parti Correlate**"), è stato coinvolto sia nella fase istruttoria e nel processo di negoziazione e definizione dei contenuti dell'Accordo di Fusione, ad esito del quale ha emesso, all'unanimità dei suoi componenti, il proprio parere favorevole in merito all'interesse della Società al compimento dell'Operazione e alla convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni della Fusione, sia nel successivo processo di approvazione del Progetto di Fusione, ad esito del quale il Comitato Parti Correlate ha confermato le valutazioni e le conclusioni anzitempo espresse. Fermo quanto precede, l'*advisor* indipendente Deloitte Financial Advisory S.r.l. ha altresì rilasciato, in favore del Comitato Parti Correlate:

- ▶ in data 24 maggio 2018, una relazione redatta in merito all'adeguatezza della scelta e dell'applicazione delle metodologie di valutazione effettuata da Lazard ai fini dell'Opinion di Lazard (c.d. *valuation review*);
- ▶ in data 18 luglio 2018, una relazione confirmatoria (c.d. *'bring-down valuation review'*) avente a oggetto la conferma dell'adeguatezza della scelta e dell'applicazione delle metodologie di valutazione effettuata da Lazard.

Rispettivamente in data 18 e 19 luglio 2018, i Consigli di Amministrazione di Beni Stabili e di FdR hanno approvato il Progetto di Fusione, la cui iscrizione nel Registro delle Imprese di Roma è avvenuta in data 26 luglio 2018.

Il Progetto di Fusione verrà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea degli azionisti di Beni Stabili, convocata in sede straordinaria per il giorno 5 settembre 2018. L'assemblea degli azionisti di FdR è stata invece convocata, sempre in sede straordinaria, per il giorno 6 settembre 2018. La medesima assemblea di FdR delibererà in merito alla modifica della denominazione di FdR in "Covivio S.A.".

Per quanto concerne la Fusione, gli Azionisti di Beni Stabili riceveranno, in considerazione degli effetti complessivi dell'Operazione, 8,5 azioni ordinarie di FdR (ciascuna avente valore nominale di Euro 3,00) per ogni 1.000 azioni ordinarie Beni Stabili detenute (ciascuna avente valore nominale di Euro 0,10) (il "**Rapporto di Cambio**"), senza la corresponsione da parte di FdR di alcun conguaglio in denaro.

Con riferimento agli azionisti di Beni Stabili che, indipendentemente da eventuali vendite o acquisti di azioni della stessa Beni Stabili effettuati prima della data di efficacia, non detengano un numero di azioni della Società Incorporanda tale da consentire agli stessi di ricevere un numero intero di nuove azioni emesse della Società Incorporante (le "**Frazioni di Azioni dell'Incorporante**"), gli stessi avranno diritto - secondo una procedura conforme alla legge applicabile - a ricevere, in aggiunta al numero intero di azioni della Società Incorporante in applicazione del Rapporto di Cambio, un

ammontare in denaro quale liquidazione di tali Frazioni di Azioni dell'Incorporante, nella misura che sarà determinata dagli intermediari ai sensi della legge applicabile.

In caso di approvazione della Fusione da parte dell'Assemblea straordinaria convocata per il giorno 5 settembre 2018, in unica convocazione, gli azionisti di Beni Stabili che non abbiano concorso alla deliberazione di Fusione (vale a dire, gli azionisti che non abbiano partecipato all'Assemblea o che abbiano votato contro la proposta di deliberazione o che si siano astenuti dal votare) avranno la facoltà di esercitare il diritto di recesso entro e non oltre 15 (quindici) giorni dall'iscrizione del verbale dell'Assemblea medesima presso il Registro delle Imprese di Roma, ai sensi:

- (i) dell'art. 2437, comma 1, lettera (c), del Codice Civile, considerato che, come conseguenza della Fusione, la sede sociale della Società Incorporanda sarà trasferita fuori dall'Italia;
- (ii) dell'art. 5 del Decreto 108/2008, considerato che la Società Incorporante è soggetta alla legge di un paese diverso dall'Italia.

Si precisa che il Rapporto di Cambio di cui sopra è stato calcolato tenendo conto: (i) *ex ante*, dei possibili effetti diluitivi relativi alla conversione delle obbligazioni convertibili emesse rispettivamente da Beni Stabili e FdR e all'emissione di azioni c.d. "gratuite" (*actions gratuites*) da parte di FdR nell'ambito dei vigenti piani di incentivazione azionaria; e (ii) dei dividendi già corrisposti ai rispettivi azionisti dalle Società Partecipanti alla Fusione per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017.

Ai sensi dell'Accordo di Fusione, ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione si è impegnata a condurre le rispettive attività in maniera ordinaria e in regime di sostanziale continuità con la gestione pregressa, astenendosi dal compiere operazioni sul capitale che possano avere impatti sul Rapporto di Cambio o comunque rallentare il processo di Fusione ovvero alcuna delle operazioni strumentali allo stesso. In particolare, Beni Stabili e FdR si sono impegnate a non dichiarare o pagare alcun dividendo o distribuzione di altra natura, né ad acquistare azioni proprie fino alla data di efficacia, salvo quanto previsto nel Progetto di Fusione, il quale prevede talune limitate eccezioni che risultano funzionali al completamento dell'Operazione o che mirano in ogni caso a dotare le Società Partecipanti alla Fusione di flessibilità.

Più precisamente, nella determinazione del Rapporto di Cambio, i consigli di amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione hanno considerato che la Società Incorporante e/o la Società Incorporanda (a seconda del caso) possano porre in essere le seguenti operazioni senza determinare un aggiustamento del Rapporto di Cambio:

- (a) la Società Incorporante avrà il diritto di emettere nuove azioni gratuite (*actions gratuites*) fino a un numero massimo di n. 151.455 azioni;
- (b) la Società Incorporante avrà il diritto di emettere nuove azioni per consentire la conversione delle obbligazioni convertibili emesse dalla stessa (c.d. ORNANE);
- (c) Beni Stabili (ovvero la Società Incorporante, qualora il regolamento delle azioni in relazione alle quali sia esercitato il diritto di recesso avvenga successivamente alla data di efficacia) avrà diritto di acquistare le azioni per le quali sia stato esercitato il diritto di recesso (ovvero le azioni offerte in concambio laddove il regolamento del recesso avvenga successivamente alla data di efficacia), necessario a completare la procedura di liquidazione ai sensi delle previsioni di legge applicabili;
- (d) Beni Stabili avrà diritto di emettere nuove azioni per consentire la conversione delle obbligazioni convertibili nel rispetto del relativo regolamento; e
- (e) la Società Incorporante avrà il diritto di emettere azioni, strumenti di partecipazione al capitale o che diano il diritto di partecipare al capitale o diritti di voto nella Società Incorporante, con esclusione del diritto di opzione nel rispetto dei termini e delle condizioni contenuti nelle deleghe già conferite alla data del Progetto di Fusione al Consiglio di

Amministrazione di FdR da parte dell'Assemblea degli azionisti, fino a un numero massimo complessivo di titoli corrispondenti al 10% (dieci per cento) dell'attuale capitale sociale di FdR, tenute altresì in conto le azioni, gli strumenti di partecipazione al capitale o altri titoli eventualmente emessi nel rispetto delle previsioni di seguito indicate.

Gli Amministratori segnalano, nella loro sintesi delle valutazioni strumentali alla determinazione del Rapporto di Cambio, che, nell'ambito della valutazione e analisi complessiva dei termini e condizioni della Fusione, sono stati altresì considerati i possibili impatti degli eventi e delle operazioni contemplati nell'Accordo di Fusione incluse, senza limitazione alcuna, le sopra descritte operazioni che le Società Partecipanti alla Fusione possono porre in essere senza determinare un aggiustamento del Rapporto di Cambio.

Fermo quanto precede, il Progetto di Fusione prevede altresì la facoltà per Beni Stabili e FdR di emettere azioni ovvero strumenti di partecipazione al capitale o che diano il diritto di partecipare al capitale o diritti di voto nella Società Incorporante, o nella Società Incorporanda a seconda dei casi, con un diritto di opzione connesso a tali azioni, fino a un numero complessivo massimo di azioni corrispondente al 10% (dieci per cento) dell'attuale capitale sociale di Beni Stabili o di FdR (a seconda del caso), ove riferito alla Società Incorporante, prendendo altresì in considerazione le azioni, gli strumenti di partecipazione al capitale o altri strumenti che possano essere emessi ai sensi della lettera (e) che precede, restando tuttavia inteso che è previsto che il Rapporto di Cambio sia adeguato in maniera automatica al fine di assicurare che i possessori di azioni di Beni Stabili o di azioni della Società Incorporante, a seconda del caso, possano beneficiare dello stesso effetto economico previsto nel Progetto di Fusione prima di tale evento.

Al fine di preservare lo status di società di investimento immobiliare quotata (SIIQ) per l'esercizio 2018, e in particolare per ottemperare all'obbligo di distribuzione di utili netti in misura pari almeno a quella prevista ai sensi dell'art. 1, commi 123, 123 *bis* e 124 della Legge n. 296/2006, come successivamente modificata e integrata, è stata prevista la possibilità che il Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili deliberi, a seguito dell'eventuale approvazione dell'Operazione da parte dell'Assemblea straordinaria della Società Incorporanda, un acconto sui dividendi ai sensi dell'art. 2433 *bis* del Codice Civile. In tale ipotesi, è altresì previsto che il Rapporto di Cambio sia adeguato in maniera automatica al fine di assicurare che i possessori di azioni di Beni Stabili o di azioni della Società Incorporante, a seconda del caso, possano beneficiare dello stesso effetto economico previsto nel Progetto di Fusione prima di tale evento.

Fermo restando quanto precede, qualora tra la data del Progetto di Fusione e la data di efficacia le azioni in circolazione di Beni Stabili o della Società Incorporante subissero modifiche quanto a numero o classe in ragione del pagamento di un dividendo in azioni, divisione, riclassificazione, frazionamento, raggruppamento, combinazione o scambio di azioni, nella misura approvata dalla Società Incorporanda e dalla Società Incorporante, il Rapporto di Cambio sarà aggiustato affinché ai possessori di azioni della Società Incorporante o di azioni di Beni Stabili, a seconda del caso, sia garantito lo stesso effetto economico previsto dal Progetto di Fusione prima di tale evento.

### **3. Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Beni Stabili i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori delle due società che verranno presentate alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono il seguente Rapporto di Cambio:

- ▶ n. 8,5 azioni ordinarie FdR di nuova emissione da nominali Euro 3,0 per ogni 1.000 azioni ordinarie Beni Stabili del valore nominale di Euro 0,10 cadauna.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Tale Rapporto di Cambio è stato confermato dagli Amministratori di Beni Stabili anche sulla base del lavoro svolto dal proprio *Advisor*, con riferimento alle situazioni patrimoniali consolidate al 30 giugno 2018. La Relazione degli Amministratori di Beni Stabili espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;

- b) l'Accordo di Fusione sottoscritto in data 25 maggio 2018 tra Beni Stabili e FdR;
- c) la *fairness opinion* emessa da Lazard in data 24 maggio 2018, a beneficio del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Parti Correlate di Beni Stabili, in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio risultante dall'Accordo di Fusione (l'**"Opinion di Lazard"**);
- d) la *bring-down letter* emessa da Lazard in data 18 luglio 2018, avente a oggetto la conferma della congruità, da un punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio di cui al Progetto di Fusione, che assume come situazioni patrimoniali di riferimento le situazioni consolidate al 30 giugno 2018 delle Società Partecipanti alla Fusione (la **"Bring-down Letter di Lazard"**);
- e) la *valuation review* emessa da Deloitte Financial Advisory S.r.l. (**"Deloitte"**) in data 24 maggio 2018, rilasciata al Comitato Parti Correlate, in merito all'adeguatezza della scelta e dell'applicazione delle metodologie di valutazione effettuata da Lazard (la **"Valuation review di Deloitte"**);
- f) la *bring-down valuation review* emessa da Deloitte in data 18 luglio 2018 e rilasciata al Comitato Parti Correlate, avente a oggetto la conferma dell'adeguatezza della scelta e dell'applicazione delle metodologie di valutazione applicate da Lazard;
- g) materiale a supporto dell'Opinion di Lazard, della Bring-Down Letter di Lazard e della Valuation Review di Deloitte;
- h) il bilancio consolidato semestrale al 30 giugno 2018 di Beni Stabili, predisposto in conformità agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea (**"IFRS"**) applicabili all'informativa infrannuale (**"IAS 34"**), corredato della relazione degli Amministratori e della società di revisione;
- i) il bilancio consolidato semestrale al 30 giugno 2018 di FdR, predisposto in conformità allo IAS 34, corredato della relazione degli Amministratori e delle società di revisione congiunte;
- j) il bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2017 di Beni Stabili, predisposto in conformità agli IFRS, corredato delle rispettive relazioni degli Amministratori, del collegio sindacale e della società di revisione;
- k) il bilancio consolidato al 31 dicembre 2017 di FdR, predisposto in conformità agli IFRS, corredato della relazione degli Amministratori e delle società di revisione congiunte;
- l) il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2017 di FdR, predisposto ai conformità ai principi contabili applicabili in Francia (**"French Accounting Standards"**), corredato della relazione degli Amministratori e delle società di revisione congiunte;
- m) le situazioni patrimoniali al 30 giugno 2018 di Beni Stabili e FdR, ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile e delle applicabili norme di diritto francese;

- n) le informazioni contabili, extracontabili e gestionali, e materiali di supporto di consulenti finanziari coinvolti nella transazione, ritenuti utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.;
- o) gli Statuti vigenti di Beni Stabili e di FdR e la bozza di Statuto della Società Incorporante post-fusione allegato al Progetto di Fusione;
- p) i verbali, limitatamente ai punti relativi all'Operazione, del Consiglio di Amministrazione di entrambe le società, e degli altri comitati e del Collegio Sindacale di Beni Stabili, inclusi i relativi documenti a supporto;
- q) l'andamento delle quotazioni di borsa e volumi di scambio dei titoli Beni Stabili e FdR;
- r) le informazioni pubblicamente disponibili su società operanti nello stesso settore e ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;
- s) i comunicati stampa e le informazioni sulla Fusione resi disponibili al pubblico da Beni Stabili e FdR.

Abbiamo infine ottenuto una attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori di Beni Stabili, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

#### **4. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio**

La Fusione sarà effettuata sulla base delle situazioni patrimoniali al 30 giugno 2018 di Beni Stabili e FdR. Il valore delle attività e passività di Beni Stabili che dovranno essere acquisite da FdR alla data di efficacia della Fusione è determinato con riferimento al loro valore netto di bilancio alla data di efficacia della Fusione. Tali attività e passività sono indicate con riferimento alla data del 30 giugno 2018 nella situazione patrimoniale predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili.

Al fine di determinare i Rapporti di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili ha effettuato una valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione, con l'assistenza del proprio *advisor* finanziario, Lazard.

##### **4.1. Scelta dei metodi e criteri di valutazione**

Il Rapporto di Cambio è stato approvato dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione dapprima nelle sedute, rispettivamente, del 24 e 25 maggio 2018, ai fini della sua inclusione nell'Accordo di Fusione sottoscritto il 25 maggio 2018, sulla base dei rispettivi bilanci per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017.

Successivamente, il medesimo Rapporto di Cambio è stato oggetto di conferma nelle sedute, rispettivamente, del 18 e 19 luglio 2018, allorché i predetti Consigli di Amministrazione hanno approvato le rispettive situazioni patrimoniali al 30 giugno 2018, nonché il Progetto di Fusione.

In tale sede, il Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili ha approvato il Rapporto di Cambio tenendo conto delle considerazioni valutative svolte da Lazard, condividendone metodo, assunzioni e considerazioni conclusive.



#### 4.2. Descrizione delle metodologie utilizzate

Per giungere alla determinazione del Rapporto di Cambio contenuto nell'Accordo di Fusione, il Consiglio di Amministrazione della Società Incorporanda ha fatto riferimento a principi e metodi di generale accettazione e utilizzati nella prassi, anche internazionale, per operazioni di analoga tipologia che coinvolgano aziende operanti nel medesimo settore, ed adeguati alle caratteristiche di ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione, tenuto altresì conto dei limiti e delle restrizioni rilevanti nel caso di specie.

Secondo la normale prassi valutativa, le valutazioni sottese alla determinazione del Rapporto di Cambio sono state effettuate nell'ottica di esprimere una stima relativa dei valori delle Società Partecipanti alla Fusione, dando preminenza all'omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati (compatibilmente con le caratteristiche delle società e/o dei gruppi oggetto di valutazione) rispetto alla determinazione del valore assoluto delle società considerate singolarmente, e vanno unicamente intese in termini relativi e con riferimento limitato alla Fusione.

L'obiettivo perseguito è stato, infatti, quello di definire, attraverso metodologie e assunzioni omogenee, valori confrontabili di ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione al fine di giungere alla fissazione di un intervallo di congruità ragionevole del Rapporto di Cambio.

Pertanto, tali valutazioni non possono considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore, attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in esame. Le valutazioni su base *stand-alone*, inoltre, riflettono la situazione esistente e le prospettive future delle società considerate in maniera indipendente (seppur, per quanto attiene a Beni Stabili, all'interno del Gruppo FdR), trascurando gli effetti e gli impatti della Fusione, ivi incluse le sinergie o dissinergie conseguibili e i relativi eventuali costi straordinari.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione ha utilizzato i seguenti criteri, attribuendo un'uguale rilevanza a ciascuno di essi:

- ▶ analisi dei prezzi di mercato (c.d. *market prices*), vale a dire l'analisi della performance storica dei prezzi di borsa delle azioni delle Società Partecipanti alla Fusione nelle 52 settimane precedenti la data del 19 aprile 2018 (incluso), vale a dire la data precedente il primo annuncio della Fusione;
- ▶ analisi dei multipli di mercato (c.d. *comparable companies*), vale a dire l'esame e la valutazione, sulla base di informazioni pubblicamente disponibili, di un campione selezionato di società quotate operanti nel settore immobiliare (c.d. "Real Estate Investment Trusts" o "REITs"), ritenute rilevanti nella valutazione del business delle Società Partecipanti alla Fusione;
- ▶ analisi del *net assets value* ("NAV") e del c.d. "triple-net" NAV ("NNNAV"), vale a dire la determinazione del valore economico delle Società Partecipanti alla Fusione sulla base del patrimonio netto espresso a valori correnti, definito dalla somma del capitale netto contabile e delle plusvalenze e minusvalenze da cessioni, al netto dei relativi effetti fiscali;
- ▶ analisi dei *target price* degli analisti di ricerca, vale a dire l'esame dei più recenti *target price* degli analisti di ricerca per ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione, pubblicati successivamente all'annuncio dei rispettivi risultati annuali relativamente all'esercizio 2017 e prima dell'annuncio della Fusione;
- ▶ analisi delle transazioni precedenti comparabili (c.d. *precedent transactions*), vale a dire l'esame e l'analisi di alcuni dati finanziari pubblici relativi a società selezionate in quanto coinvolte in recenti operazioni di acquisizione e fusione aventi a oggetto società operanti nel settore immobiliare (e in particolare REITs europei).

Alla luce di quanto sopra premesso e ai fini dell'analisi svolta, il Consiglio di Amministrazione ha individuato per ciascuna metodologia intervalli di valutazione relativi per le Società Partecipanti alla Fusione, sulla cui considerazione complessiva si è basata la determinazione del Rapporto di Cambio.

## 5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Nel raggiungere i risultati di cui sopra, anche in applicazione dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dell'*Advisor*, hanno tenuto in considerazione: (i) le particolari caratteristiche delle Società Partecipanti alla Fusione e (ii) le criticità che derivano dall'applicazione delle metodologie di valutazione adottate per determinare il Rapporto di Cambio.

In particolare, le determinazioni alle quali il Consiglio di Amministrazione è pervenuto per la determinazione del Rapporto di Cambio devono essere considerate alla luce di taluni limiti e difficoltà, illustrati peraltro nell'*Opinion* di Lazard e che, nel caso in esame, possono così sintetizzarsi:

- ▶ solo informazioni limitate sono disponibili relativamente alla *performance* corrente delle Società Partecipanti alla Fusione (a titolo di esempio, le informazioni disponibili per FdR in relazione al primo trimestre chiuso al 31 marzo 2018 sono limitate);
- ▶ la valutazione è stata basata (in aggiunta ai dati storici) esclusivamente su talune previsioni finanziarie fornite da alcuni analisti di ricerca selezionati per Beni Stabili e FdR e sulle estrapolazioni rivenienti da tali previsioni; inoltre, non è stato possibile applicare la metodologia c.d. del *discounted cash flow* tenuto conto della scarsa utilità delle predette stime ai fini di questa peculiare metodologia, a causa del numero assai limitato di *broker* che mostrano proiezioni di flussi di cassa dettagliate per le Società Partecipanti alla Fusione, dell'assenza di ipotesi esplicite alla base di tali proiezioni e delle significative differenze tra le stime dei *broker* disponibili;
- ▶ le previsioni e le proiezioni contenute nelle predette stime utilizzate per le valutazioni e le analisi e i risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione dipendono in modo sostanziale dalle condizioni macroeconomiche e politiche, nonché dal contesto competitivo in cui operano le Società Partecipanti alla Fusione, con la conseguenza che le attuali incertezze macroeconomiche e i possibili mutamenti delle variabili del contesto di riferimento, al pari di eventuali variazioni nelle ipotesi sottostanti le predette stime, potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle analisi e valutazioni svolte.

## 6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

L'integrazione tra Beni Stabili e FdR sarà realizzata attraverso la fusione di Beni Stabili in FdR e la concomitante emissione di azioni di FdR da assegnare in favore degli azionisti di Beni Stabili (diversi da FdR), in cambio delle azioni che dovranno essere annullate.

Sulla base dell'assunto che gli azionisti di Beni Stabili riceveranno 8,5 azioni di FdR per ogni 1.000 azioni ordinarie di Beni Stabili detenute e annullate, il Consiglio di Amministrazione ha analizzato, nel contesto dell'unica ed unitaria Operazione, le valutazioni relative a Beni Stabili e FdR, al fine di determinare il Rapporto di Cambio fra le azioni FdR e le azioni Beni Stabili.

Si riportano di seguito nei successivi paragrafi da 6.1 a 6.5, le risultanze delle analisi effettuate - sulla base dei criteri sopra menzionati - con riferimento alla determinazione del Rapporto di Cambio contenuto nell'Accordo di Fusione, che assumeva come riferimento i bilanci al 31 dicembre 2017 delle Società Partecipanti alla Fusione.

Nel successivo paragrafo 6.6, si riportano infine le risultanze dell'analisi svolte dal Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili ai fini della conferma del Rapporto di Cambio incluso nel Progetto di Fusione, assumendo, quali situazioni patrimoniali di riferimento, le situazioni consolidate al 30 giugno 2018 delle Società Partecipanti alla Fusione.

### 6.1. Metodo basato sull'analisi dei prezzi di mercato

La *performance* storica dei prezzi di borsa delle Società Partecipanti alla Fusione è stata ritenuta dagli Amministratori una metodologia di analisi affidabile, tenuto conto che entrambe le Società Partecipanti alla Fusione: (i) hanno un flottante significativo e volumi di scambio rilevanti; (ii) hanno un'ampia copertura di ricerca azionaria; (iii) sono quotate da numerosi anni; e (iv) hanno una parte significativa della loro base azionaria rappresentata da investitori istituzionali.

Gli Amministratori hanno esaminato la *performance* storica dei prezzi di borsa delle azioni di Beni Stabili e delle azioni di FdR nelle 52 (*cinquantadue*) settimane precedenti il 19 aprile 2018 incluso, vale a dire la data precedente l'annuncio della Fusione. I prezzi di mercato registrati in seguito all'annuncio non sono stati considerati in quanto risultano condizionati dall'annuncio della Fusione stessa e riflettono le aspettative del mercato sugli effetti della Fusione.

Il rapporto di cambio implicito nei prezzi di mercato delle azioni di Beni Stabili e delle azioni di FdR è stato analizzato dagli Amministratori su diversi intervalli temporali, prendendo in considerazione i prezzi ufficiali delle Società Partecipanti alla Fusione (forniti da Bloomberg), aggiustati per l'ammontare dei dividendi ordinari sull'utile 2017 pagati da entrambe le Società Partecipanti alla Fusione nel mese di maggio 2018, ossia prima dell'efficacia della Fusione. In particolare, è stato preso in considerazione il prezzo *spot* delle azioni di Beni Stabili e delle azioni di FdR al 19 aprile 2018 e la media dei prezzi, semplice e ponderata, per i volumi negoziati per periodi di uno, tre, sei, nove e dodici mesi a partire da tale data. L'utilizzo delle medie dei prezzi calcolate relativamente a tali periodi (oltre ai prezzi *spot*) è concepito per catturare l'andamento dei prezzi azionari di Beni Stabili e di FdR e per isolare l'effetto di eventi specifici delle Società Partecipanti alla Fusione o altri eventi sulla *performance* dei prezzi di borsa, nonché potenziali fenomeni di volatilità di breve termine.

Il risultato dell'analisi degli Amministratori è riepilogato nella seguente tabella.

Periodo fino al 19 aprile 2018	Rapporto di Cambio	
	Media semplice	Media ponderata per i volumi
Ultimo giorno (19 aprile)	8,25x	8,25x
Periodo 1 mese	7,81x	7,85x
Periodo 3 mesi	7,84x	7,88x
Periodo 6 mesi	8,15x	8,19x
Periodo 9 mesi	8,26x	8,24x
Periodo 12 mesi	8,08x	8,03x

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia dell'analisi dei prezzi di mercato, gli Amministratori hanno evidenziato un intervallo di valori per il Rapporto di Cambio pari a:

	Minimo	Massimo
Rapporto di Cambio	7,81x	8,26x

## 6.2. Metodo basato sull'analisi dei multipli di mercato

Gli Amministratori hanno esaminato e valutato alcune società quotate operanti nel settore immobiliare che risultano in linea di principio rilevanti nella valutazione del *business* di Beni Stabili e di FdR. Nello svolgimento di tali analisi, gli Amministratori hanno esaminato e valutato le informazioni finanziarie pubblicamente disponibili relative a un campione selezionato di REITs europei e comparato tali informazioni con le informazioni corrispondenti di Beni Stabili e di FdR, sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili e dei dati forniti dal *management* della Società Incorporanda.

Anche se, ad avviso degli Amministratori, nessuna delle società selezionate è perfettamente confrontabile con Beni Stabili o FdR, le società analizzate sono società quotate in borsa che hanno ottenuto il regime REITs e che svolgono attività e/o hanno altre caratteristiche, quali linee di *business*, mercati di riferimento, destinazione d'uso ed esposizione geografica del portafoglio immobiliare, profilo di rischio aziendale, prospettive di crescita, maturità del *business*, dimensione e dimensioni degli affari, che, ai fini dell'analisi, sono state considerate dagli Amministratori in linea di principio rilevanti nella valutazione del *business* di Beni Stabili.

Sulla base delle stime degli analisti finanziari e di altre informazioni pubbliche, gli Amministratori hanno analizzato, tra le altre cose: (i) il premio/sconto della capitalizzazione di mercato delle società comparabili selezionate rispetto all'ultimo NAV pubblicato ("**Premio/(Sconto) sul NAV**"); (ii) le proiezioni di utile normalizzato per azione di ciascuna società comparabile per ciascun anno fiscale con chiusura al 31 dicembre 2018, 2019 e 2020 come percentuale del prezzo per azione di tale società ("**Earnings Yield**"); (iii) l'*enterprise value* di ciascuna società comparabile selezionata come multiplo dell'EBITDA prospettico di tale società per ciascun anno fiscale con chiusura al 31 dicembre 2018, 2019 e 2020 ("**EV/EBITDA**"), (iv) il prezzo per azione di ciascuna società comparabile selezionata come multiplo del FFO prospettico per azione (*Funds From Operations*) per ciascun anno fiscale con chiusura al 31 dicembre 2018, 2019 e 2020 ("**P/FFO**"), e (v) il dividendo per azione prospettico per ciascuna società comparabile selezionata per ciascun anno fiscale con chiusura il 31 dicembre 2018, 2019 e 2020 come percentuale del prezzo per azione di tale società ("**Dividend Yield**").

Gli Amministratori hanno preso in considerazione un intervallo ottenuto tenendo conto del valore minimo e massimo tra la media e la mediana dei multipli di mercato calcolati sulla base sia dei prezzi spot che dei prezzi medi ponderati per i volumi, calcolati su un orizzonte temporale di tre mesi.

	Storico	2018E	2019E	2020E
Premio/(Sconto) sul NAV	(7,5%) - (6,5%)			
Earnings Yield	-	6,4% - 6,0%	6,4% - 6,0%	6,3% - 6,1%
EV/EBITDA	-	21,9x - 24,6x	21,7x - 23,5x	22,1x - 22,7x
P/FFO	-	19,0x - 20,7x	17,8x - 19,2x	15,6x - 18,0x
Dividend Yield	-	4,7% - 4,3%	4,9% - 4,6%	4,7% - 4,6%

I multipli sopra descritti sono stati applicati dagli Amministratori rispettivamente agli ultimi dati pubblicati dalle Società Partecipanti alla Fusione con riferimento ai NAV (aggiustati per tenere in

considerazione i dividendi distribuiti da Beni Stabili e FdR prima del 24 maggio 2018) e ai dati prospettici di utili normalizzati per azione, EBITDA, FFO per azione e dividendo per azione rispettivamente di Beni Stabili e di FdR, come indicati nelle previsioni finanziarie fornite da alcuni analisti di ricerca selezionati per Beni Stabili e FdR e nelle estrapolazioni rivenienti da tali stime.

I risultati di tali analisi sono i seguenti:

	Rapporto di Cambio	
	Minimo	Massimo
Premio/(Sconto) sul NAV	8,88x	9,06x
Earnings Yield	7,40x	8,18x
EV/EBITDA	5,51x	7,52x
P/FFO	6,93x	8,44x
Dividend Yield	7,43x	8,24x

### 6.3. Metodo basato sull'analisi del NAV e del NNAV

Gli Amministratori hanno esaminato il NAV e il *triple-net* NAV ("NNAV") pubblicati dalle Società Partecipanti alla Fusione. La metodologia del NAV giunge alla determinazione del valore economico della società sulla base del patrimonio netto espresso a valori correnti, definito dalla somma del capitale netto contabile e delle plusvalenze e minusvalenze da cessioni, al netto dei relativi effetti fiscali.

Gli amministratori hanno ricordato che tale metodologia si basa in misura significativa sulle perizie indipendenti: i periti solitamente determinano il valore del portafoglio sulla base dei singoli immobili, ossia del valore che verrebbe assegnato a ciascuna proprietà nel caso in cui venisse venduta singolarmente sul mercato alla data della valutazione, senza tenere in considerazione premi/sconti derivanti dalla vendita del portafoglio nel suo complesso.

L'analisi degli Amministratori è stata svolta con riferimento agli ultimi valori disponibili di NAV e NNAV pubblicati dalle Società Partecipanti alla Fusione al 31 dicembre 2017. Il NAV e il NNAV sono stati aggiustati per tenere in considerazione la distribuzione dei dividendi ordinari da parte delle Società Partecipanti alla Fusione sul risultato netto 2017 avvenuta prima del 24 maggio 2018.

Al fine di tenere in considerazione le differenze tra i mercati geografici di riferimento delle due Società Partecipanti alla Fusione in termini di rapporti tra prezzi di mercato e NAV, gli Amministratori hanno applicato a Beni Stabili e a FdR lo sconto storico medio sul NAV a un anno rispettivamente per l'Italia e la Francia (lo sconto sul NAV per l'Italia e la Francia è stato calcolato facendo riferimento ai dati storici dell'indice EPRA/NAREIT, forniti dalla *European Public Real Estate Association*).

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia del NAV, gli Amministratori hanno evidenziato un intervallo di valori per il rapporto di cambio pari a:

	Rapporto di Cambio	
	Minimo	Massimo
NAV	7,14x	8,92x
NNAV	7,75x	9,68x

#### 6.4. Metodo basato sull'analisi dei target price degli analisti di ricerca

Gli Amministratori hanno esaminato i più recenti *target price* degli analisti di ricerca per Beni Stabili e per FdR pubblicati (i) in seguito all'annuncio dei rispettivi risultati annuali 2017 e (ii) precedenti all'annuncio della Fusione. I *target price* pubblicati in seguito all'annuncio della Fusione non sono stati ritenuti rilevanti, considerando che in molti casi riflettono già le aspettative degli analisti sugli effetti della Fusione.

L'affidabilità di tale analisi è supportata, ad avviso degli Amministratori, dall'ampio numero di analisti di ricerca che coprono le Società Partecipanti alla Fusione. Nel complesso, sono stati presi in considerazione 12 (*dodici*) *target price* per Beni Stabili e 9 (*nove*) *target price* per FdR.

L'analisi è stata condotta dagli Amministratori seguendo due metodologie:

- (i) calcolando i rapporti di cambio impliciti dalle rispettive medie e mediane dei *target price* di Beni Stabili e di FdR. Il risultato delle analisi è illustrato nella tabella seguente:

	Mediana	Media
Rapporto di Cambio	8,14x	7,91x

- (ii) calcolando la media e la mediana dei rapporti di cambio impliciti dei *target price* di ciascun analista di ricerca che copre sia Beni Stabili sia FdR. Il risultato delle analisi è illustrato nella tabella seguente:

	Mediana	Media
Rapporto di Cambio	7,71x	7,77x

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia dei *target price*, gli Amministratori hanno evidenziato un intervallo di valori per il Rapporto di Cambio pari a:

	Minimo	Massimo
Rapporto di Cambio	7,71x	8,14x

#### 6.5. Metodo basato sull'analisi delle transazioni precedenti comparabili

Gli Amministratori hanno esaminato e analizzato alcuni dati finanziari pubblici relativi a società selezionate in quanto coinvolte in recenti operazioni di acquisizione e fusione aventi ad oggetto società operanti nel settore immobiliare (e in particolare REITs europei), che sono state considerate in linea di principio rilevanti nella valutazione del *business* delle Società Partecipanti alla Fusione. Nello svolgimento di tali analisi, sono stati analizzati alcuni dati finanziari, multipli di transazione e premi pagati in relazione alle società *target* coinvolte nelle transazioni selezionate e sono state confrontate queste informazioni con le informazioni corrispondenti delle Società Partecipanti alla Fusione.

In particolare, gli Amministratori hanno calcolato per un campione selezionato di transazioni comparabili, e nella misura in cui le informazioni fossero pubblicamente disponibili, il premio/(sconto) implicito sul NAV, prendendo come riferimento l'ultimo dato di NAV pubblicato. La media e la mediana dei premi/(sconti) sono risultate pari a 1,4% e (1,1%), rispettivamente.

In aggiunta, per le stesse transazioni è stata svolta dagli Amministratori un'analisi dei premi pagati: i premi impliciti in questa analisi sono stati calcolati dal confronto tra i prezzi di acquisizione per azione e (i) i prezzi azionari del giorno precedente l'annuncio e (ii) la media dei prezzi azionari nei tre mesi

precedenti l'annuncio (in entrambi i casi con riferimento alla società *target*). La media e la mediana dei premi per il caso (i) di cui sopra sono risultate pari a 14,8% e 14,2%, rispettivamente; per il caso (ii) di cui sopra, la media e la mediana sono risultate pari a 19,2% e 19,7%, rispettivamente.

Gli Amministratori hanno applicato la media e la mediana dei premi/(sconti) sul NAV all'ultimo NAV disponibile per le Società Partecipanti alla Fusione e la media e mediana dei premi al prezzo azionario di Beni Stabili e di FdR e alla media dei loro prezzi azionari nei tre mesi precedenti l'annuncio della Fusione, *i.e.* fino al 19 aprile 2018.

È stato inoltre analizzato dagli Amministratori un campione ristretto composto da transazioni tra società capogruppo e società controllate o collegate (analogamente alla Fusione). La media e la mediana dei premi/(sconti) sul NAV sono risultate pari a (20,5%) e (14,7%). La media e la mediana dei premi sono risultate pari a 10,8% e 5,0%, rispettivamente, per i prezzi azionari del giorno precedente l'annuncio; la media e la mediana dei premi sono risultate pari a 15,7% e 7,0%, rispettivamente, per la media dei prezzi azionari nei tre mesi precedenti l'annuncio.

Nel caso del campione ristretto, sono state applicate dagli Amministratori la media e la mediana dei premi/(sconti) sul NAV all'ultimo NAV disponibile di Beni Stabili e la media e la mediana dei premi al prezzo azionario precedente l'annuncio della Fusione e alla media dei prezzi della Società Incorporanda nei tre mesi precedenti l'annuncio della Fusione, mentre FdR è stata valutata al suo valore di mercato alla data precedente l'annuncio della Fusione (*i.e.* 19 aprile 2018).

Nella seguente tabella sono riportati i risultati di tale analisi:

	Rapporto di Cambio	
	Minimo	Massimo
Analisi delle precedenti operazioni	7,85x	8,66x
Analisi delle precedenti operazioni (campione ristretto)	7,56x	9,15x

Sebbene, ad avviso degli Amministratori, nessuna delle operazioni precedenti selezionate o delle società che sono parte di tali operazioni siano perfettamente confrontabili con la Fusione o con Beni Stabili o FdR, tutte le operazioni analizzate sono state scelte in quanto, ai fini dell'analisi, possono essere considerate simili alla Fusione e/o consistono in operazioni di società quotate che possono essere considerate in linea di principio rilevanti nella valutazione delle attività delle Società Partecipanti alla Fusione.

#### **6.6. Valutazioni strumentali alla conferma del Rapporto di Cambio contenuto nel Progetto di Fusione**

Si riportano di seguito, in forma tabellare, le risultanze delle analisi effettuate - sulla base dei criteri sopra menzionati - ai fini della conferma del Rapporto di Cambio incluso nel Progetto di Fusione dal Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili assumendo, quali situazioni patrimoniali di riferimento, le situazioni patrimoniali consolidate al 30 giugno 2018 delle Società Partecipanti alla Fusione (fermo restando che nelle analisi valutative in oggetto gli Amministratori hanno tenuto conto, ove applicabile, del fatto che la distribuzione dei dividendi ordinari da parte delle Società Partecipanti alla Fusione sul risultato netto 2017 risulta già avvenuta).

##### Analisi dei prezzi di mercato

	Rapporto di Cambio

<i>Periodo fino al 19 aprile 2018</i>	<b>Media semplice</b>	<b>Media ponderata per i volumi</b>
Ultimo giorno (19 aprile)	8,25x	8,25x
Periodo 1 mese	7,81x	7,85x
Periodo 3 mesi	7,84x	7,88x
Periodo 6 mesi	8,15x	8,19x
Periodo 9 mesi	8,26x	8,24x
Periodo 12 mesi	8,08x	8,03x

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia dell'analisi dei prezzi di mercato, gli Amministratori hanno evidenziato un intervallo di valori per il Rapporto di Cambio pari a:

	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
Rapporto di Cambio	7,81x	8,26x

#### Analisi dei multipli di mercato

	<b>Rapporto di Cambio</b>	
	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
Premio/(Sconto) sul NAV	8,60x	8,65x
<i>Earnings Yield</i>	7,27x	8,35x
EV/EBITDA	5,76x	7,48x
P/FFO	6,87x	8,56x
<i>Dividend Yield</i>	7,24x	7,52x

#### Analisi del NAV

	<b>Rapporto di Cambio</b>	
	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
NAV	7,10x	8,61x
NNNAV	7,63x	9,25x

#### Analisi dei target price degli analisti di ricerca

L'analisi è stata condotta dagli Amministratori seguendo due metodologie:

- (i) calcolando i rapporti di cambio impliciti dalle rispettive medie e mediane dei *target price* di Beni Stabili e di FdR. Il risultato delle analisi è illustrato nella tabella seguente:

	<b>Mediana</b>	<b>Media</b>



Rapporto di Cambio	8,14x	7,91x
--------------------	-------	-------

- (ii) calcolando la media e la mediana dei rapporti di cambio impliciti dei *target price* di ciascun analista di ricerca che copre sia Beni Stabili sia FdR. Il risultato delle analisi è illustrato nella tabella seguente:

	Mediana	Media
Rapporto di Cambio	7,71x	7,77x

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia dei *target price*, gli Amministratori hanno evidenziato un intervallo di valori per il Rapporto di Cambio pari a:

	Minimo	Massimo
Rapporto di Cambio	7,71x	8,14x

#### Analisi delle transazioni precedenti comparabili

	Rapporto di Cambio	
	Minimo	Massimo
Analisi delle precedenti operazioni	7,86x	8,98x
Analisi delle precedenti operazioni (campione ristretto)	7,77x	9,15x

Sebbene nessuna delle operazioni precedenti selezionate o delle società che sono parte di tali operazioni siano perfettamente confrontabili con la Fusione o con Beni Stabili o FdR, tutte le operazioni analizzate sono state scelte in quanto, ai fini dell'analisi, possono essere considerate simili alla Fusione e/o consistono in operazioni di società quotate che possono essere considerate in linea di principio rilevanti nella valutazione delle attività delle Società Partecipanti alla Fusione.

#### **6.7. Sintesi dei risultati**

Sulla base delle valutazioni sopra descritte, il Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili ha approvato e successivamente confermato il seguente Rapporto di Cambio, che determina dunque il numero di azioni di nuova emissione al servizio della Fusione:

- n. 8,5 azioni ordinarie FdR di nuova emissione da nominali Euro 3,00 per ogni 1.000 azioni ordinarie Beni Stabili del valore nominale di Euro 0,10 cadauna.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Tali conclusioni sono state confrontate con quelle che, a sua volta, ha raggiunto il consiglio di amministrazione di FdR e l'Esperto Indipendente Francese.

## **7. Lavoro svolto**

### **7.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente punto 3.**

Considerato che i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori assumono come base di riferimento i bilanci consolidati semestrali al 30 giugno 2018 delle società, si segnala che:

- ▶ il bilancio consolidato semestrale al 30 giugno 2018 di Beni Stabili è stato da noi assoggettato a revisione contabile limitata;
- ▶ il bilancio consolidato semestrale al 30 giugno 2018 di FdR è stato assoggettato a revisione contabile limitata da parte dei revisori congiunti *Ernst & Young et Autres* e *Mazars*;

Abbiamo svolto, con il supporto di banche dati specializzate (Bloomberg, Capital IQ, Mergermarket), analisi sull'evoluzione dei prezzi di borsa di Beni Stabili e FdR, sui multipli di mercato di un campione di società quotate operanti nel settore immobiliare (c.d. Real Estate Investment Trusts - REITs), sui *target price* attesi dagli analisti per le Società Partecipanti alla Fusione e sui premi / sconti pagati in operazioni precedenti nel settore immobiliare, nonché analisi di bilancio su NAV e NNNAV, corroborate mediante ulteriore analisi di comunicati stampa, *broker report* ed altre informazioni pubblicamente disponibili.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con la Direzione di Beni Stabili, informazioni circa gli eventi verificatisi successivamente alla data di approvazione del bilancio consolidato semestrale al 30 giugno 2018 che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

Abbiamo inoltre discusso con i collaboratori dell'Esperto Indipendente Francese in merito al lavoro da loro svolto su analoga documentazione relativa a FdR.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

## **7.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- ▶ analisi del Progetto di Fusione e della Relazione degli Amministratori di Beni Stabili per verificare la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché l'omogeneità di applicazione dei metodi di valutazione;
- ▶ sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di esaminare quanto il Rapporto di Cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e parametri ritenuti significativi;
- ▶ verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla "Documentazione utilizzata" descritta al precedente punto 3.;
- ▶ verifica della correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio effettuato mediante applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dell'Advisor;
- ▶ incontri con l'Advisor e con la Direzione di Beni Stabili per discutere in merito all'attività svolta, anche in riferimento alle principali caratteristiche dei criteri utilizzati per le valutazioni effettuate, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con la Direzione di Beni Stabili, e ottenuto attestazione, che per quanto a conoscenza della Direzione di Beni Stabili, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi successivi alla conferma del Rapporto di Cambio da parte

degli Amministratori tali da modificare le valutazioni espresse dagli stessi per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo infine discusso con i collaboratori dell'Esperto Indipendente Francese in merito alle valutazioni e alle metodologie applicate dalle società per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

## **8. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte**

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione ad operazioni diverse dalla fusione.

Abbiamo quindi svolto un esame critico delle metodologie seguite dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dell'Advisor, per la determinazione del valore relativo delle Società Partecipanti alla Fusione e, quindi, del Rapporto di Cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze, tenuto conto dell'Operazione nel suo complesso.

Con riferimento ai metodi di valutazione adottati si osserva che:

- ▶ sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione;
- ▶ appaiono adeguati nella fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle società interessate dall'Operazione;
- ▶ conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand-alone*;
- ▶ l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori ha consentito di rispettare il criterio della omogeneità dei metodi di valutazione e quindi della confrontabilità dei valori;
- ▶ l'applicazione di più di un metodo di valutazione ha consentito comunque di allargare il processo di valutazione e sottoporre ad un esame sostanziale i risultati ottenuti.

Con riferimento allo sviluppo delle metodologie di valutazione effettuato dagli Amministratori, evidenziamo di seguito le nostre considerazioni:

- ▶ l'utilizzo del metodo dei prezzi di borsa appare adeguato in considerazione del fatto che le azioni ordinarie di Beni Stabili e di FdR sono negoziate su mercati regolamentati e i rispettivi prezzi di mercato risultano significativi in considerazione della liquidità di entrambi i titoli. Nel caso in esame, l'adozione di medie determinate su un arco temporale sufficientemente ampio ha inoltre consentito di attenuare l'effetto delle fluttuazioni dei titoli nel breve periodo;

- ▶ l'applicazione di una metodologia di tipo patrimoniale, basata nello specifico su NAV e NNAV, risulta giustificata in quanto è diffusamente applicata nel settore immobiliare, anche per la base teorica condivisa ed il generale utilizzo da parte degli operatori di settore, mentre l'adozione dello sconto medio implicito nei prezzi di borsa rispetto ai relativi NAV registrato per REITs operanti in Italia e in Francia ha consentito di tenere in considerazione le differenze tra i rispettivi mercati geografici di riferimento delle Società Partecipanti alla Fusione;
- ▶ l'analisi dei multipli, di mercato e di transazioni comparabili, e del *consensus* espresso dagli analisti finanziari sui *target price* di Beni Stabili e FdR è stata svolta in linea con la prassi professionale internazionale.

Ai suddetti metodi di valutazione è stata conferita dagli Amministratori uguale rilevanza, per cui essi vanno considerati come parte integrante di un processo di valutazione unitario.

## 9. Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalle Società Partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni circa la validità e/o efficacia delle operazioni effettuate da Beni Stabili, FdR e/o dalle loro società controllate, né dei relativi atti, né degli effetti della Fusione nel suo complesso sulle medesime.

Come in precedenza evidenziato, l'efficacia della Fusione è subordinata al verificarsi (ovvero alla rinuncia, nei limiti consentiti dalla legge) delle condizioni sospensive previste dall'Accordo di Fusione ed elencate al precedente punto 2.. Conseguentemente, in caso di mancato verificarsi o di mancata rinuncia di tali condizioni sospensive, le considerazioni contenute nella presente Relazione potrebbero risultare non più applicabili e perdere di efficacia.

A complemento di quanto riportato al punto 5. circa i limiti riscontrati dagli Amministratori, osserviamo in via preliminare l'indisponibilità di informazioni e dati aggiornati di natura previsionale di medio termine predisposti dalle società. Con riferimento alle metodologie di valutazione utilizzate, evidenziamo inoltre quanto segue:

- ▶ il metodo basato sull'analisi del NAV e del NNAV presenta, nell'applicazione dello sconto storico medio sul NAV, un potenziale limite sia per la ristrettezza del campione di società che compongono l'indice EPRA/NAREIT sia in quanto l'analisi è circoscritta alla sola dimensione geografica;
- ▶ il metodo basato sull'analisi delle transazioni precedenti comparabili è riferito ad un *panel* di transazioni che non include società *target* italiane.

## 10. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrati nella presente Relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Beni Stabili, anche sulla base delle indicazioni del loro *Advisor*, siano adeguati in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione pari a:

- ▶ n. 8,5 azione ordinaria FdR di nuova emissione da nominali Euro 3,00 per ogni 1.000 azioni ordinarie Beni Stabili del valore nominale di Euro 0,10 cadauna.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Milano, 2 agosto 2018

EY S.p.A.

Alberto Romeo  
(Socio)