

ALLEGATO 9

RELAZIONE DI DELOITTE E RELAZIONE CONFIRMATORIA DI DELOITTE

BENI STABILI S.P.A. SIIQ

**ANALISI DELLA VALUTAZIONE
PREDISPOSTA DA LAZARD S.R.L. A
SUPPORTO DEL RAPPORTO DI CAMBIO FRA
LE AZIONI DI BENI STABILI S.P.A. SIIQ E LE
AZIONI DI FONCIÈRE DES RÉGIONS SA,
NELL'AMBITO DELLA FUSIONE PER
INCORPORAZIONE DI BENI STABILI S.P.A.
SIIQ IN FONCIÈRE DES RÉGIONS SA**

1 OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO, PRESUPPOSTI E LIMITI, DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

1.1 Oggetto e finalità dell'incarico

Il Consiglio di Amministrazione di Foncière des Régions SA ("FdR") in data 19 aprile 2018 ha presentato al Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili S.p.A. SIIQ ("Beni Stabili" o "la Società" e congiuntamente a FdR "le Società"), società controllata da FdR al 52,4%, una proposta avente ad oggetto una possibile operazione di fusione ("Fusione" o "Operazione") sulla base di un rapporto di cambio pari a 8,5 azioni di FdR ogni 1.000 azioni di Beni Stabili (ex dividendo 2017) ("Rapporto di Cambio").

In data 20 aprile 2018, il Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili ha autorizzato l'avvio delle discussioni con FdR e ha deliberato di nominare Lazard S.r.l. ("Lazard") come *advisor* finanziario ("Advisor") incaricato di redigere la perizia valutativa a supporto della determinazione del rapporto di cambio e di supportare il Consiglio di Amministrazione nella valutazione dei termini e condizioni della potenziale Operazione.

In conseguenza del rapporto di controllo di diritto esistente tra FdR e Beni Stabili, la Fusione si qualifica come Operazione di Maggiore Rilevanza tra Parti Correlate ai sensi del Regolamento CONSOB n. 17221/2010, come successivamente modificato e integrato, e della Procedura per la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate adottata da Beni Stabili. Pertanto, l'attuazione del suddetto progetto è subordinata, *inter alia*, all'approvazione da parte del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ("Comitato OPC").

A tale riguardo il Comitato OPC nell'ambito delle proprie attività finalizzate all'esame dell'Operazione, avvalendosi della facoltà già riconosciuta dal Consiglio di Amministrazione nella richiamata riunione del 20 aprile 2018, ha designato la stessa Lazard quale consulente incaricato di fornire, a beneficio del Comitato OPC, un parere sulla congruità del Rapporto di Cambio in relazione alla Fusione ("Fairness Opinion"), nonché di prestare ogni ulteriore assistenza da un punto di vista finanziario che si rendesse necessaria per supportare il Comitato OPC nella formulazione del proprio parere sull'Operazione, ferma restando la facoltà del Consiglio di Amministrazione di condividere e fare proprie le conclusioni di Lazard ai fini delle proprie valutazioni.

In tale ambito la Società ha conferito a Deloitte Financial Advisory S.r.l. ("Deloitte") l'incarico di effettuare un'analisi della valutazione o "*Valuation Review*" predisposta dall'Advisor al fine di fornire al Comitato OPC elementi di considerazione circa i metodi adottati ed i parametri utilizzati dall'Advisor nella determinazione degli intervalli di valore relativi al Rapporto di Cambio.

La presente relazione ("Relazione") riassume il contenuto delle attività svolte ed illustrate in dettaglio nel documento di supporto allegato agli atti del Comitato OPC.

La Relazione è stata predisposta ad uso esclusivo di Beni Stabili, al fine di fornire uno strumento di supporto al Comitato OPC nell'ambito del processo di emissione del proprio parere in merito alla Fusione, ed allegata agli atti del Comitato OPC stesso.

1.2 Presupposti e limiti dell'incarico

Il presente incarico ha comportato unicamente l'esame dei metodi valutativi adottati dall'Advisor ai fini della determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio per verificarne l'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché della loro corretta applicazione. Deloitte non ha proceduto autonomamente nell'attività di stima del valore delle Società, attività che è stata svolta esclusivamente dall'Advisor.

I documenti e le informazioni da noi utilizzati ai fini dello svolgimento del presente incarico non hanno in ogni caso costituito oggetto di verifiche, controlli, revisioni e/o attestazioni da parte nostra coerentemente con il mandato ricevuto. Nel corso delle nostre analisi e nella preparazione dei nostri commenti e conclusioni, abbiamo assunto e fatto affidamento sull'accuratezza e completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che ci sono state fornite dalle Società o che sono state discusse con noi o pubblicamente disponibili. Nessuna dichiarazione espressa o implicita né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza di tali informazioni è da noi resa e nulla di quanto contenuto nella Relazione è o potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sulla consistenza patrimoniale e sui risultati futuri delle Società.

Qualsiasi considerazione relativa alle metodologie di valutazione adottate dall'Advisor non può, in alcun modo, prescindere dall'impossibilità di prevedere con certezza il verificarsi o meno di eventi futuri. Ogni considerazione espressa da Deloitte in merito alla adeguatezza metodologica delle valutazioni effettuate dall'Advisor non può rappresentare una garanzia del fatto che queste ultime si realizzino in futuro.

Le considerazioni effettuate nella Relazione riflettono i parametri e le condizioni prevalenti nei mercati finanziari ed immobiliare di riferimento e sono quindi soggetti alla variabilità degli stessi. In particolare le quotazioni di Borsa, pur rappresentando valori espressi dal mercato, sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa della volatilità dei mercati, particolarmente evidenti nell'attuale contesto economico-finanziario. Inoltre, ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative o legate a fattori esogeni di carattere straordinario ed imprevedibile, indipendenti dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. Eventi che si verifichino od operazioni che siano perfezionate successivamente alla data odierna potrebbero incidere sulle conclusioni della presente Relazione e sulle ipotesi utilizzate per elaborarla, senza pertanto alcun obbligo, fatto salvo quanto preventivamente concordato, di aggiornare o rivedere la Relazione tenendo in considerazione tali eventi o operazioni.

La presente Relazione è predisposta sull'assunto che la Fusione sia perfezionata ai termini e alle condizioni di cui alla bozza del merger agreement tra FdR e Beni Stabili ricevuta in data 23 maggio 2018 ("Merger Agreement").

Il Rapporto di Cambio sarà oggetto di una relazione indipendente di congruità che verrà predisposta da un esperto nominato ai sensi dell'art. 2501-sexies cod. civ. Le metodologie e i criteri impiegati dall'Advisor ed oggetto delle nostre analisi potrebbero differire, in tutto o in parte, rispetto alle metodologie e ai criteri utilizzati dall'esperto indipendente nominato ai sensi dell'art. 2501-sexies cod. civ..

Ogni decisione in merito all'Operazione spetta alle parti interessate e le nostre considerazioni non costituiscono in alcun caso una raccomandazione o un suggerimento alla realizzazione e/o approvazione dell'Operazione. Ogni scelta e decisione in merito alla Fusione resta di esclusiva competenza e responsabilità degli organi competenti delle Società.

1.3 Documentazione utilizzata

Ai fini della predisposizione della Relazione sono stati utilizzati i seguenti documenti ed informazioni:

- relazioni finanziarie annuali del Gruppo Beni Stabili al 31 dicembre 2015, 2016 e 2017 inclusive della relazione della società di revisione;
- relazioni finanziarie annuali del Gruppo Foncière des Régions al 31 dicembre 2015, 2016 e 2017 inclusive della relazione della società di revisione;
- informazioni e dati storici di natura finanziaria e gestionale delle Società pubblicamente disponibili;
- Opinione di Lazard emessa in data 24 maggio 2018 in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio ("Fairness Opinion") e relative analisi, dettagli di calcolo, dati ed informazioni utilizzati per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio;
- verbali delle riunioni del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Beni Stabili;
- bozza del Merger Agreement;
- comunicati stampa resi al mercato da Beni Stabili e da FdR in relazione alla Fusione;
- andamento dei prezzi di mercato dei titoli azionari di Beni Stabili e di FdR registrato rispettivamente sulla Borsa di Milano (FTSE Italia Mid Cap) e di Parigi (Euronext) ed altre informazioni quali volatilità dei titoli e i volumi di scambio giornalieri, ottenute attraverso banche dati specializzate;

- dati ed informazioni di mercato pubblicamente disponibili ovvero contenuti all'interno di *database* gestiti e aggiornati da Deloitte.

2 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DALL'ADVISOR PER L'INDIVIDUAZIONE DEGLI INTERVALLI DEL RAPPORTO DI CAMBIO

2.1 Descrizione dei metodi di valutazione adottati dall'Advisor per l'individuazione degli intervalli del rapporto di cambio

La finalità perseguita dall'Advisor è stata quella di esprimere una stima comparativa dei valori delle Società, focalizzando il proprio esercizio di stima sull'omogeneità e sulla piena comparabilità dei metodi adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle Società considerate singolarmente, e pertanto il risultato di tale esercizio di stima va inteso in termini relativi con esclusivo riferimento all'Operazione.

A tal fine, le due Società sono state valutate individuando i metodi di valutazione per la stima dei valori di Beni Stabili e FdR con riguardo alle caratteristiche distintive delle Società stesse, alla tipologia di operatività e ai mercati di riferimento in cui le stesse operano, applicando tali metodi separatamente ed a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che l'Operazione potrà avere in futuro sulle Società quali, ad esempio, sinergie di costo e di business, o effetti sulla quotazione di mercato di FdR.

In linea generale il principio base delle valutazioni ai fini della determinazione dei rapporti di cambio consiste nell'omogeneità dei criteri di analisi e di stima per le Società coinvolte nella Fusione. Ciò comporta la selezione di criteri e metodi che rispondano a una medesima logica valutativa e che risultino più appropriati per le Società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione dei rapporti di cambio.

Nel caso di specie, alla luce dell'operatività delle Società e della prassi valutativa relativa a operazioni similari in Italia ed all'estero, l'Advisor ha identificato i seguenti metodi di valutazione da utilizzare per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio:

- metodo dei Prezzi di Borsa
- metodo dei Multipli di Borsa
- metodo del NAV
- metodo dei *Target Price* degli analisti finanziari
- metodo dei Multipli delle Transazioni Comparabili

L'indisponibilità di informazioni e dati aggiornati di natura previsionale di medio termine delle Società ha reso non applicabili metodi di natura finanziaria, aspetto peraltro mitigato dal fatto che nel settore immobiliare risulta ampiamente diffusa la metodologia patrimoniale del NAV, metodo analitico al pari di quello finanziario, che, in linea generale, "incorpora" i flussi di cassa prospettici attesi dagli immobili detenuti dalle Società.

2.2 Metodo dei Prezzi di Borsa

Ai fini dell'applicazione del metodo in oggetto, l'Advisor ha fatto riferimento ai prezzi ufficiali di Borsa (prezzi medi ponderati per i volumi scambiati) dei titoli azionari di Beni Stabili e FdR. In particolare, l'Advisor ha preso in considerazione:

- i prezzi di Borsa registrati dalle Società in data 19 aprile 2018, il giorno precedente alla data in cui FdR ha diffuso al mercato la proposta avente ad oggetto la possibile fusione con Beni Stabili;
- le medie (semplici e ponderate per i volumi di scambio) dei prezzi delle Società nei seguenti orizzonti temporali antecedenti il 20 aprile 2018: 1 mese, 3 mesi, 6 mesi, 9 mesi, 1 anno.

Poiché il Rapporto di Cambio proposto è "ex dividendo 2017", i prezzi di Borsa giornalieri delle Società sono stati rettificati in funzione dei dividendi deliberati sulla base dei risultati del 2017, e pagati nel 2018, da Beni Stabili e FdR pari, rispettivamente, a 0,033€ e 4,5€ per azione.

Sulla base dei valori minimi e massimi sopra esposti, l'Advisor individua un rapporto di cambio in un intervallo compreso tra 7,81 e 8,26 azioni di FdR per ogni 1.000 azioni di Beni Stabili.

2.3 Metodo dei Multipli di Borsa

Per l'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa, l'Advisor ha selezionato un campione di riferimento di aziende quotate comparabili costituito da Real Estate Investment Trusts ("REIT") europei operanti principalmente nel comparto degli uffici, principale *asset class* di riferimento delle Società.

La stima del valore del capitale economico delle Società è stata effettuata sulla base dei seguenti moltiplicatori:

- EV/EBITDA, *Earnings yield*, Prezzo/FFO (*Funds From Operations*) e *Dividend yield* calcolati in funzione dei dati prospettici 2018, 2019 e 2020 (stimati sulla base dei dati forniti dagli analisti finanziari - *brokers' consensus*);
- Premio (Sconto) ("P (S)") / NAV calcolato in funzione dei dati di bilancio 2017.

I suddetti multipli sono stati calcolati sulla base dei prezzi di Borsa *spot* e delle medie a tre mesi dei prezzi di Borsa delle società comparabili con riferimento alla data del 22 maggio 2018. Per ogni rapporto stimato è stato successivamente selezionato il valore minimo e quello massimo confrontando le medie e le mediane dei multipli delle società comparabili.

Di seguito sono riportati i multipli stimati dall'Advisor sulla base dell'analisi sopra descritta.

Multipli di Borsa

Multipli di Borsa Sintesi dei multipli	P (S) / NAV	Earnings yield (%)			EV/EBITDA			P/FFO			Dividend yield (%)		
	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Intervallo di valori	(7,5%) (6,5%)	6,0%	6,0%	6,1%	21,9x	21,7x	22,1x	19,0x	17,8x	15,6x	4,3%	4,6%	4,6%
		6,4%	6,4%	6,3%	24,6x	23,5x	22,7x	20,7x	19,2x	18,0x	4,7%	4,9%	4,7%

Fonte: *Fairness Opinion*

I multipli così ottenuti sono stati applicati come segue:

- EV/EBITDA, *Earnings yield*, Prezzo/FFO e *Dividend yield* sono stati applicati ai rispettivi parametri prospettici 2018, 2019 e 2020 delle Società stimati sulla base del *consensus* degli analisti finanziari rilevato dopo l'annuncio dei risultati del 2017;
- P (S) / NAV sono stati applicati all'EPRA NAV 2017 delle Società al netto dei dividendi pagati nel 2018.

Di seguito si riporta la sintesi dei risultati del metodo dei Multipli di Borsa:

Sintesi dei risultati del metodo dei Multipli di Borsa

Descrizione del multiplo	Rapporto di cambio	
	Minimo	Massimo
P / (S) 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

Fonte: *Fairness Opinion*

2.4 Metodo del NAV

Il metodo patrimoniale del NAV è stato applicato dall'Advisor sulla base dell'EPRA NAV e dell'EPRA NNAV del 2017 delle Società, aggiustato in funzione dei dividendi pagati nel 2018. Le suddette grandezze patrimoniali incorporano la valutazione a *market value* dei portafogli immobiliari detenuti dalle due Società effettuata dai rispettivi Esperti Indipendenti.

Ai fini dell'applicazione del metodo, l'Advisor ha tenuto conto dello sconto medio implicito nei prezzi di Borsa rispetto ai relativi NAV registrato per i REIT operanti in Italia e in Francia. Tale sconto è stato calcolato su un orizzonte temporale di 1 anno sulla base degli indici EPRA NAREIT Italia e EPRA NAREIT Francia.

Di seguito si riporta la sintesi dei risultati del metodo del NAV:

Sintesi dei risultati del metodo del NAV

Descrizione	Rapporto di cambio	
	Minimo	Massimo
NAV	7,14x	8,92x
NNNAV	7,75x	9,68x

Fonte: *Fairness Opinion*

2.5 Metodo dei Target Price degli analisti finanziari

Ai fini dell'applicazione del metodo in oggetto, l'Advisor ha preso in considerazione i *target price* espressi dagli analisti di primarie istituzioni finanziarie. In termini di orizzonte temporale, sono stati considerati i *target price* pubblicati tra la data di presentazione dei risultati 2017 per le due Società e il giorno antecedente il 20 aprile 2018 ("Data di Annuncio").

L'Advisor ha tenuto conto sia del campione completo di *target price* sopra descritto e sia del campione ristretto costituito dai *target price* espressi da analisti finanziari che seguono entrambe le Società.

La tabella che segue illustra i risultati dell'applicazione del metodo:

Sintesi dei risultati del metodo dei Target Price degli analisti finanziari

Campione	Rapporto di cambio	
	Media	Mediana
Completo	7,91x	8,14x
Analisti che seguono entrambi i titoli	7,77x	7,71x

Fonte: *Fairness Opinion*

Sulla base dei valori minimi e massimi sopra esposti, l'Advisor individua un rapporto di cambio in un intervallo compreso tra 7,71 e 8,14 azioni di FdR per ogni 1.000 azioni di Beni Stabili.

2.6 Metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili

L'Advisor, ai fini dell'applicazione del metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili, ha selezionato un campione di transazioni aventi ad oggetto REIT europei avvenute negli ultimi 10 anni ed i seguenti moltiplicatori:

- P (S) / NAV;
- P (S) / Prezzo spot della società target alla data di annuncio della transazione;
- P (S) / Prezzo medio della società target a tre mesi dalla data di annuncio della transazione.

I suddetti multipli sono stati calcolati attraverso due approcci:

- calcolo dei multipli sulla base del campione selezionato sulla base dei criteri sopra descritti e applicazione degli stessi ad entrambe le Società;
- calcolo dei multipli sulla base di un campione ristretto che prende in considerazione solo le transazioni che hanno coinvolto aziende target di cui l'acquirente aveva il controllo ("*parent/subsidiary*") e applicazione degli stessi unicamente a Beni Stabili. FdR in tale approccio è stata valorizzata sulla base del prezzo di Borsa spot nel giorno precedente alla Data di Annuncio.

Per ogni rapporto indicato è stato selezionato il valore minimo e quello massimo sulla base delle medie e mediane dei multipli delle società comparabili. I multipli così ottenuti sono stati applicati come segue:

- P (S) / NAV è stato applicato al NAV 2017 delle Società;
- P (S) / Prezzo spot è stato applicato al prezzo spot delle Società del giorno antecedente alla Data di Annuncio;
- P (S) / Prezzo medio 3 mesi è stato applicato al prezzo medio ponderato per i volumi delle Società dei 3 mesi antecedenti alla Data di Annuncio.

Le tabelle che seguono illustrano i risultati derivanti dal metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili.

Sintesi dei risultati del metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili

Campione	Rapporto di cambio	
	Minimo	Massimo
Completo	7,85x	8,66x
Parent / Subsidiary	7,56x	9,15x

Fonte: Fairness Opinion

3 ANALISI SVOLTE

L'obiettivo dell'incarico conferito a Deloitte è l'esame delle valutazioni delle Società predisposte dall'Advisor per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio.

In particolare il nostro lavoro è consistito in un'analisi del percorso logico seguito dall'Advisor per la stima del valore economico delle Società, ossia dell'approccio valutativo seguito, delle metodologie adottate nonché dei parametri valutativi applicati. Le nostre analisi in tale ambito hanno tenuto conto dei principi professionali di riferimento per tali attività, nonché di quanto comunemente previsto dalla prassi e dalla dottrina.

Nella fattispecie, abbiamo svolto le seguenti attività:

- analisi della coerenza logica delle metodologie adottate per la stima del valore economico delle Società con le loro caratteristiche strutturali e di mercato;
- analisi della ragionevolezza e appartenenza a valori medi di mercato e in uso nella prassi dei parametri economico-finanziari posti alla base delle valutazioni;
- *re-performance* del processo analitico svolto nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, con particolare riferimento alla correttezza, alla completezza ed all'accuratezza con cui le assunzioni di base sono state utilizzate ed applicate.

Nello specifico, ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- incontrato la Direzione di Beni Stabili e condotto approfondimenti con l'Advisor che ci ha illustrato le metodologie adottate, nonché le ipotesi di valutazione e fornito le prime analisi di dettaglio;
- svolto una lettura critica di:
 - Fairness Opinion e relative analisi, dettagli di calcolo, dati ed informazioni ottenuti dall'Advisor stesso e da questo utilizzati per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio;
 - verbali delle riunioni del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Beni Stabili;
 - bozza del Merger Agreement;
- analizzato le informazioni ed i dati storici di natura finanziaria e gestionale delle Società pubblicamente disponibili;

- discusso con l'Advisor il procedimento utilizzato per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio determinati mediante l'applicazione dei metodi valutativi dei prezzi di Borsa, dei multipli di Borsa, dei multipli di transazioni, dei prezzi *target* degli analisti finanziari e del NAV;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare gli intervalli del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dall'Advisor con le fonti di riferimento;
- effettuato analisi sull'andamento delle quotazioni di borsa e dei volumi di negoziazione delle Società nei dodici mesi antecedenti la Data di Annuncio allo scopo di apprezzare la liquidità del titolo e i volumi scambiati, in relazione alle considerazioni dell'Advisor circa l'applicazione del metodo dei prezzi di Borsa;
- effettuato la *re-performance*, sulla base dei file di dettaglio ricevuti, dei metodi di valutazione applicati dall'Advisor per la valutazione di Beni Stabili e FdR al fine di verificarne la correttezza matematica delle formule utilizzate;
- verificato la correttezza aritmetica del calcolo degli intervalli del Rapporto di Cambio risultante dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati dall'Advisor;
- sviluppato analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dall'Advisor per la stima del valore di Beni Stabili e FdR, al fine di analizzare quanto gli intervalli del Rapporto di Cambio siano influenzabili da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi; si evidenzia che tali analisi sono effettuate unicamente al fine di verificare la sensibilità degli intervalli del Rapporto di Cambio al variare dei parametri identificati, e pertanto non sono finalizzate ad essere utilizzate quale riferimenti valutativi assoluti;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data della nostra relazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

4 COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI E PARAMETRI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DALL'ADVISOR PER L'INDIVIDUAZIONE DEGLI INTERVALLI DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Preliminarmente rileviamo che l'Advisor, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, ha privilegiato la scelta di metodologie idonee ad esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della individuazione di un intervallo di rapporti di cambio. Per tale finalità, peraltro, l'Advisor ha dato rilevanza al principio dell'omogeneità valutativa, richiesto nelle operazioni di fusione.

Si ritiene, infatti, opportuno ribadire che la finalità del procedimento valutativo dell'Advisor è quella di determinare un rapporto di cambio basato sui valori relativi delle singole Società oggetto della Fusione, attraverso l'applicazione di metodi omogenei. Tali valori non possono pertanto essere utilizzati come valori assoluti per finalità diverse.

Sulla base delle analisi condotte, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni di dettaglio al riguardo:

- i metodi adottati dall'Advisor per la valutazione delle Società sono comunemente accettati ed utilizzati, sia a livello nazionale che internazionale, nell'ambito di valutazioni di realtà operanti nel settore di riferimento. Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. In particolare, l'adozione da parte dell'Advisor di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una completezza di analisi nell'individuazione del *range* di rapporti di cambio;

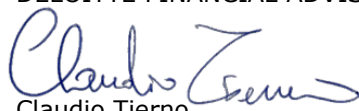
- le valutazioni sono state svolte su base *stand-alone* e non tengono conto di sinergie di alcun tipo che potrebbero derivare dalla Fusione, in linea con la prevalente prassi valutativa per contesti similari;
- l'indisponibilità di informazioni e dati aggiornati di natura previsionale di medio termine delle Società non ha reso applicabili metodi di natura finanziaria, aspetto peraltro mitigato dal fatto che nel settore immobiliare risulta ampiamente diffusa la metodologia patrimoniale del NAV, metodo analitico al pari di quello finanziario, che, in linea generale, "incorpora" i flussi di cassa prospettici attesi dagli immobili detenuti dalle Società;
- nel contesto di società immobiliari con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto, le metodologie delle quotazioni di borsa e di tipo patrimoniale (NAV e NNNAV), cui l'Advisor ha fatto ricorso, risultano allo stato attuale tra quelle più diffusamente applicate in considerazione della solidità e coerenza dei principi teorici di base e sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali;
- l'identificazione di un campione di società comparabili, nonché dei moltiplicatori adottati per l'applicazione della metodologia dei multipli di mercato, pur tenendo conto dei limiti di comparabilità evidenziati dall'Advisor, è stata effettuata attraverso un processo razionale;
- la scelta dell'Advisor, secondo cui i metodi adottati non devono essere analizzati singolarmente, bensì considerati come parte inscindibile di un processo di valutazione unico, appare, nelle circostanze, ragionevole e coerente con la prassi valutativa; tale aspetto assume maggiore rilevanza per i metodi che assumono una certa valenza se analizzati non singolarmente, ma come parte di un processo valutativo unico comprendente una pluralità di metodi;
- l'Advisor ha ritenuto che tutti i metodi utilizzati fossero, nelle specifiche circostanze, in grado di fornire il medesimo contenuto informativo ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e non ha quindi ritenuto che alcuni di essi dovessero essere considerati come metodi principali e altri come metodi di raffronto; la pari dignità assegnata ai metodi principali utilizzati dall'Advisor nell'individuazione degli intervalli di valori di riferimento non ha comportato la necessità di individuare criteri di importanza relativa, pur sempre caratterizzati da soggettività, nell'ambito delle suddette metodologie principali.

5 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrato nella presente relazione, riteniamo che la scelta e l'applicazione delle metodologie di valutazione effettuate dall'Advisor per l'individuazione degli intervalli del Rapporto di Cambio tra le due Società, risultano adeguate, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrarie.

La presente relazione è stata redatta ad uso esclusivo della Società, pertanto la stessa non potrà essere portata a conoscenza, anche parzialmente, di terzi, o usata per finalità diverse da quelle indicate, fatto salvo il caso che ciò sia preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto da Deloitte. In ogni caso la presente relazione potrà essere legittimamente divulgata in caso di richiesta proveniente da autorità governative od altri organi di controllo ovvero in quanto espressamente previsto ai sensi di legge anche in applicazione della normativa in materia di operazioni con parti correlate.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.


Claudio Tierno
Partner

Milano, 24 maggio 2018

Milano, 18 luglio 2018

Spettabile
Beni Stabili S.p.A. SIIQ
Via Piemonte, 38
00187 – Roma

Alla cortese attenzione del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate

Egregi Signori,

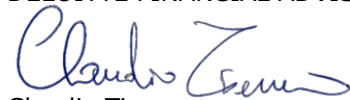
facciamo riferimento alla nostra relazione del 24 maggio 2018 ("Relazione") nella quale sono ripilotate le conclusioni relative all'analisi effettuate in merito alla valutazione predisposta da Lazard S.r.l. ("Advisor") a supporto del rapporto di cambio ("Rapporto di Cambio") fra le azioni di Beni Stabili S.p.A. SIIQ ("Società") e le azioni di Foncière des Régions SA, nell'ambito della fusione per incorporazione di Beni Stabili S.p.A. SIIQ in Foncière des Régions SA.

E' stato rappresentato dalla Società, in data 18 luglio 2018, che dal 24 maggio 2018 alla data odierna non si è verificato alcun evento che influenzi o possa influenzare il contenuto della Relazione, ivi inclusi i dati, le informazioni o le ipotesi in cui si fa riferimento nella Relazione stessa, oppure la situazione economico-finanziaria, il business, le attività o passività o prospettive di Beni Stabili S.p.A. SIIQ e delle società sue controllate, ad eccezione di quanto contenuto nella bozza di Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2018 e nella bozza di presentazione "1H2018 Results" che ci sono state trasmesse in data 13 luglio 2018, e di Foncière des Régions SA e delle società sue controllate, ad eccezione di quanto contenuto nella presentazione dei risultati al 30 giugno 2018 predisposta per l'Audit Committee di quest'ultima che ci è stata trasmessa in data 12 luglio 2018.

Sulla base di quanto precede e delle ipotesi, presupposti e limiti del nostro incarico contenuti nella Relazione, ivi richiamati anche avuto riguardo ai sopra citati dati del 30 giugno 2018, confermiamo, alla data odierna, le conclusioni esposte nella Relazione.

La presente lettera è stata redatta ad uso esclusivo della Società, pertanto la stessa non potrà essere portata a conoscenza, anche parzialmente, di terzi, o usata per finalità diverse da quelle indicate nella Relazione, fatto salvo il caso che ciò sia preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto da Deloitte. In ogni caso la presente lettera potrà essere legittimamente divulgata in caso di richiesta proveniente da autorità governative od altri organi di controllo ovvero in quanto espressamente previsto ai sensi di legge anche in applicazione della normativa in materia di operazioni con parti correlate.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.



Claudio Tierno
Partner

Bologna Milano Padova Roma Torino

Sede Legale: Via Tortona, 25 – 20144 Milano - Capitale Sociale: di Euro 2.237.490,00 i.v.
Codice Fiscale/Registro delle Imprese Milano n. 03644260964 – R.E.A. Milano n. 1690763 | Partita IVA: IT 03644260964

Il nome Deloitte si riferisce a una o più delle seguenti entità: Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una società inglese a responsabilità limitata ("DTTL"), le member firm aderenti al suo network e le entità a esse correlate. DTTL e ciascuna delle sue member firm sono entità giuridicamente separate e indipendenti tra loro. DTTL (denominata anche "Deloitte Global") non fornisce servizi ai clienti. Si invita a leggere l'informativa completa relativa alla descrizione della struttura legale di Deloitte Touche Tohmatsu Limited e delle sue member firm all'indirizzo www.deloitte.com/about.

© Deloitte Financial Advisory S.r.l.



FS 575822