

Michel Léger

Expert-comptable
Commissaire aux comptes
Expert honoraire agréé par la Cour d'Appel de Paris

FONCIERE DES REGIONS S.A.

Société anonyme au capital de 225 835 737 Euros
18, avenue François Mitterrand - 57000 METZ
RCS METZ TI - 364 800 060

BENI STABILI S.P.A. SIIQ

Société par actions au capital de 226 959 280,30 Euros
ROMA (RM) Via Piemonte 38 CAP 00187

<p>FUSION ABSORPTION DE LA SOCIETE BENI STABILI S.p.A. SIIQ PAR LA SOCIETE FONCIERE DES REGIONS S.A.</p>

RAPPORT DU COMMISSAIRE A LA FUSION SUR LA REMUNERATION DES APPORTS

(Article L 236-10 du Code de Commerce)

FONCIERE DES REGIONS S.A.
18 avenue François Mitterrand - 57000 METZ
364 800 060 RCS METZ TI

BENI STABILI S.P.A SIIQ
Via Piemonte, 38 CAP 00187 - ROMA (RM)
N° fiscal : 00380210302

Rapport du Commissaire à la Fusion sur la rémunération des apports

Mesdames, Messieurs les actionnaires des sociétés BENI STABILI S.p.A. SIIQ et FONCIERE DES REGIONS S.A.

En exécution de la mission qui m'a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Grande Instance de Metz en date du 8 juin 2018 concernant la fusion par voie d'absorption de la société **BENI STABILI S.P.A. SIIQ** par la société **FONCIERE DES REGIONS S.A.**, j'ai établi le présent rapport prévu par l'article L. 236-10 du Code de Commerce.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 19 juillet 2018. Il m'appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange. A cet effet, j'ai effectué mes diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicables à cette mission; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

A aucun moment, je ne me suis trouvé dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Je vous prie de prendre connaissance de mes constatations et conclusions présentées, ci-après, selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé
4. Conclusion

1. Présentation de l'opération et description des apports

1.1. Présentation de l'opération

1.1.1. La société absorbante

La société FONCIERE DES REGIONS est une société anonyme dont le siège social est situé 18 avenue François Mitterrand, 57000 Metz. Elle a été immatriculée le 17 janvier 1964 au registre du commerce et des sociétés de Metz sous le numéro 364 800 060.

Son capital social est de 225 835 737 euros. Il est divisé en 75 278 579 actions d'une valeur nominale de 3 euros chacune, intégralement souscrites et libérées.

a. Objet social

L'objet social de la société absorbante, tel que prévu par l'article 3 de ses statuts est :

A titre principal :

- l'acquisition de tous terrains, droits immobiliers ou immeubles, y compris par voie de bail à construction, de bail emphytéotique, d'autorisation d'occupation temporaire du domaine public et de crédit-bail ainsi que tous biens et droits pouvant constituer l'accessoire ou l'annexe desdits biens immobiliers ;
- la construction d'immeubles et toutes opérations ayant un rapport direct ou indirect avec la construction de ces immeubles ;
- l'exploitation et la mise en valeur par voie de location de ces biens immobiliers ;
- directement ou indirectement, la détention de participations dans des personnes visées à l'article 8 et aux paragraphes 1, 2 et 3 de l'article 206 du Code général des impôts français, et plus généralement la prise de participation dans toutes sociétés dont l'objet principal est l'exploitation d'un patrimoine immobilier locatif ainsi que l'animation, la gestion et l'assistance de telles personnes et sociétés.

A titre accessoire directement ou indirectement :

- la prise à bail de tous biens immobiliers ;
- l'acquisition, y compris par voie de concession, d'autorisation d'occupation temporaire du domaine public, et l'exploitation de parkings ;
- la gestion et l'administration de tous biens et droits immobiliers pour le compte de tiers et de filiales directes et indirectes ;
- l'animation, la gestion et l'assistance de toutes filiales directes et indirectes.

A titre exceptionnel, l'aliénation notamment par voie de cession, d'apport, d'échange et de fusion des actifs de la société absorbante.

Et plus généralement :

- la participation en qualité d'emprunteur et de prêteur a toute opération de prêt ou de trésorerie intra-groupe et la possibilité de consentir à cet effet toutes garanties réelles ou personnelles mobilières ou immobilières, hypothécaires ou autres ;
- et toutes opérations civiles, financières, commerciales, industrielles, mobilières et immobilières jugées utiles pour le développement de l'un des objets précités de la société.

b. Durée et exercice social

La durée de la société absorbante prendra fin le 1er décembre 2062, sauf prorogation ou dissolution anticipée.

La date de clôture de l'exercice social de la société absorbante est le 31 décembre de chaque année.

c. Auto-détention

Au 30 juin 2018, environ 0,07 % du capital de la société absorbante était auto-détenu.

d. Autres titres émis

La société absorbante a émis en novembre 2013 des Obligations à option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Nouvelles et/ou Existantes (ORNANE) au taux d'intérêt annuel de 0,875 % pour un montant nominal de 345 000 000 euros et remboursables le 1er avril 2019 (les « ORNANES »).

La société absorbante a également émis des emprunts obligataires (non convertibles) le 16 décembre 2012, le 28 mars 2013, le 10 septembre 2014, le 20 mai 2016 et le 21 juin 2017, pour un montant total restant dû au 31 décembre 2017 d'environ 1 673,3 millions d'euros.

Au 30 juin 2018, le nombre d'actions gratuites de la société absorbante, qui avaient été attribuées mais non encore définitivement acquises, était de 488 367 actions. Aucun titre de la société absorbante autre que ceux mentionnés n'ont été émis et ne sont en circulation à la date des présentes.

1.1.2. La société absorbée

La société BENI STABILI est une société anonyme dont le siège social est situé Via Piemonte, 38, 00187 Rome (Italie). Elle a été immatriculée le 19 février 1996 au registre des entreprises de Rome sous le numéro fiscal 00380210302.

Son capital social s'élève à 226 959 280,30 euros, divisé en 2 269 592 803 actions d'une valeur nominale de 0,10 euros chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie.

Il est détenu à 59,87% par la société FONCIERE DES REGIONS, à 5,70% par la société PREDICA, à 0,04% en actions auto-détenues, le reste correspondant à du capital flottant.

L'objet de la société absorbée est prévu par l'article 3 de ses statuts. En particulier, l'objet social de la société absorbée inclut toutes les activités liées à l'immobilier et toutes les activités liées à l'acquisition de participations, à l'exclusion des transactions avec le public, en Italie et à l'étranger.

a. Objet social

La société absorbée peut notamment :

- acquérir, vendre et gérer des propriétés et inscrire des hypothèques ;
- réaliser de nouvelles constructions, rénover et redévelopper des bâtiments, notamment pour le compte et/ou en consortium avec des tiers ;
- diviser en parcelles des bâtiments ou terrains agricoles, établir des districts conformément à la réglementation d'aménagement urbain ; participer à l'établissement de consortiums dans un objectif de développement urbain et pour la construction de complexes immobiliers ; contracter des accords et obligations relatifs aux restrictions à l'aménagement urbain avec les municipalités compétentes ;
- agir comme bailleur ou locataire, gérer des immeubles et des actifs immobiliers, notamment pour le compte d'entreprises, sociétés et autres entités ;
- liquider et gérer des entreprises, sociétés et entités liées au secteur immobilier ;
- créer des sociétés et acquérir des participations et investissements dans d'autres sociétés ou entreprises, directement ou indirectement, à l'exclusion des transactions avec le public et des offres publiques.

La société absorbée peut se livrer à toutes autres activités jugées nécessaires et appropriées pour la réalisation de son objet social. Plus particulièrement, la société absorbée peut entreprendre, par exemple et sans que cette liste ne soit limitative, des enquêtes, recherches et opérations commerciales, industrielles, financières, mobilières et immobilières ; elle peut conclure des contrats hypothécaires et contracter des emprunts de toute forme ou durée, et émettre des garanties mobilières ou personnelles, garanties par des biens mobiliers et immobiliers, y compris des sûretés, des gages et des hypothèques garantissant ses propres obligations ou celles de sociétés et d'entreprises dans lesquelles elle a des intérêts ou participations.

Les opérations de la société absorbée seront réalisées dans le respect des règles d'investissement immobilier et de concentration des risques et des limites de levier financier suivantes :

(a) La société absorbée ne peut investir dans un actif immobilier individuel avec les mêmes caractéristiques et fonctions urbaines : (i) directement, dans une proportion de plus de 25 % de la valeur totale de ses actifs immobiliers ; et (ii) directement et par le biais de ses filiales, dans une proportion de plus de 15 % de la valeur totale des actifs immobiliers du groupe à sa tête. A cet égard, il est précisé que, pour les plans de développement couverts par un plan urbain unique, les portions de la propriété fonctionnellement indépendantes et couvertes par des permis de construire uniques, ou équipés de travaux urbains qui sont suffisants pour garantir la connexion aux services publics, cessent d'avoir les mêmes caractéristiques urbaines et les mêmes caractéristiques fonctionnelles ;

(b) La société absorbée ne peut générer : (i) directement, des loyers, par le ou les même(s) locataires appartenant au même groupe, dans une proportion de plus de 30% du total des loyers de la société absorbée ; et (ii) directement ou par le biais de ses filiales, des loyers du ou des mêmes locataires appartenant au même groupe, dans une proportion supérieure à 60 % du total des loyers globaux du groupe ;

(c) La société absorbée peut assumer : (i) directement, les emprunts (y compris les dettes financières envers les filiales et la société mère), nets de la trésorerie et équivalents de trésorerie des actifs et créances financières équivalents de la société mère, pour une valeur nominale globale ne dépassant pas 70 % de la somme de la valeur totale de ses actifs immobiliers, de la valeur au bilan des participations dans les filiales et de la valeur nominale des créances financières de filiales ; et (ii) directement et par l'intermédiaire de filiales, les dettes financières consolidées (y compris les montants dus à la société mère), nettes de la trésorerie et équivalents de trésorerie et des actifs équivalents et des créances financières de la société mère, pour une valeur nominale globale ne dépassant pas 70 % du total des actifs immobiliers du groupe.

Les limites ci-dessus peuvent être dépassées dans des circonstances exceptionnelles ou dans des circonstances indépendantes de la volonté de la société absorbée.

A moins que l'intérêt des actionnaires et/ou de la société absorbée n'exige le contraire, ces limites ne peuvent être dépassées pendant une durée supérieure à 24 mois, en ce qui concerne les seuils établis aux paragraphes (a) et (b), et 18 mois en ce qui concerne les seuils établis au paragraphe (c). Par exception à ce qui précède, la limite de 30 % applicable conformément au paragraphe (b) ci-dessus ne s'applique pas si les actifs immobiliers de la société absorbée sont loués à un ou des locataire(s) appartenant à un groupe d'importance nationale ou internationale.

b. Durée et exercice social

La durée de la société absorbée prendra fin le 31 décembre 2100, sauf prorogation ou dissolution anticipée.

La date de clôture de l'exercice social de la société absorbée est le 31 décembre de chaque année.

c. Auto-détention

Au 30 juin 2018, 0,04% du capital de la société absorbée était auto-détenu.

d. Autres titres émis

En 2015, la société absorbée a émis des obligations convertibles (200 000 000 0,875 per cent. Convertible Bonds due 2021), en circulation et cotées sur le ExtraMOT - Marché Professionnel de la Bourse Italienne (les « Obligations Convertibles »).

Le 29 mai 2018, BENI STABILI a publié dans la Gazette Officielle Italienne (Section II - No 62), et conformément notamment aux dispositions des articles 65-quinquies, 65-sexies, 65-septies et 84 du Règlement de la CONSOB sur les émetteurs (no. 11971/99, la « Régulation CONSOB sur les Emetteurs »), ainsi que sur le site internet de la société absorbée (www.benistabili.it) et conformément aux termes et conditions des Obligations Convertibles, un avis informant les porteurs d'Obligations Convertibles du début de la période de 30 jours, conformément à l'Article 2503-bis, paragraphe 2, du Code civil italien, durant laquelle les porteurs d'Obligations Convertibles ont eu la possibilité d'exercer leur droit de conversion.

A l'expiration de ce délai de 30 jours, aucun porteur d'Obligations Convertibles n'a exercé son droit de convertir ses Obligations Convertibles en actions de la société absorbée.

Par effet de la loi au titre de la fusion, la société absorbante assumera toutes les obligations relatives aux Obligations Convertibles en circulation à la date de réalisation soit le 31 décembre 2018.

BENI STABILI a également émis les obligations suivantes, lesquelles sont en circulation :

- (i) les « Euro 300,000,000 2.375 per cent. Notes due 20 February 2028 » cotées sur la bourse du Luxembourg (les « Obligations 2028 ») ;
- (ii) les « Euro 300,000,000 1.625 per cent. Notes due 17 October 2024 » cotées sur la bourse du Luxembourg (les « Obligations 2024 ») ; et
- (iii) les « Euro 125,000,000 2.125 per cent. Notes due 30 March 2022 » cotées sur la bourse irlandaise (les « Obligations 2022 » et, ensemble avec les Obligations 2028 et les Obligations 2024, les « Obligations »).

Par effet de la loi au titre de la fusion, la société absorbante assumera toutes les obligations relatives aux Obligations à compter de la date de réalisation de l'apport.

Aucun titre de la société absorbée autre que ceux mentionnés n'ont été émis et ne sont en circulation à la date des présentes.

1.1.3. Liens directs entre les sociétés

A la date de signature du projet de traité de fusion, FONCIERE DES REGIONS détient environ 59,87 % des actions en circulation de BENI STABILI, exerçant ainsi un contrôle de droit sur BENI STABILI. De plus, la société absorbante exerce des pouvoirs de direction et de coordination sur les activités de la société absorbée conformément aux articles 2497 et suivants du Code civil italien.

BENI STABILI et FONCIERE DES REGIONS ont en commun les dirigeants suivants:

- M. Jean Laurent, qui est également le président du conseil d'administration de la société FONCIERE DES REGIONS ;
- M. Leonardo Del Vecchio ;
- M. Christophe Kullmann, qui est également directeur général de Foncière de Régions et de BENI STABILI et membre du comité de direction de FONCIERE DES REGIONS ;
- Mme Marjolaine Alquier de L'Epine qui est administratrice de BENI STABILI et également directrice de l'audit et du contrôle interne de FONCIERE DES REGIONS.

1.1.4. Contexte, objectifs de l'opération et modalités

Le 19 avril 2018, FONCIERE DES REGIONS a soumis au conseil d'administration de BENI STABILI un projet de fusion, dont a pris acte le conseil d'administration le 20 avril 2018, par lequel FONCIERE DES REGIONS absorberait BENI STABILI sur la base d'une parité de 8,5 actions FONCIERE DES REGIONS pour 1 000 actions BENI STABILI. Dans ce cadre, BENI STABILI a notamment engagé les procédures applicables aux transactions avec parties liées, conformément aux exigences légales et réglementaires applicables. Dans le cadre de cette procédure, le comité des administrateurs indépendants de BENI STABILI a donné son avis favorable et unanime sur le projet de fusion en s'appuyant notamment sur une attestation d'équité réalisée par la banque Lazard.

Le 25 mai 2018, les parties ont conclu un *Merger Agreement* en vue d'un rapprochement de leurs activités au moyen d'une fusion-absorption de BENI STABILI par FONCIERE DES REGIONS. Dans ce contexte, les 18 et 19 juillet 2018, respectivement, les conseils d'administration de BENI STABILI et de FONCIERE DES REGIONS ont décidé d'approuver le projet de traité de fusion soumis à votre approbation. La fusion envisagée est une fusion au sens de l'article 1er de la Directive 2009/133/CE du 19 octobre 2009 sur le régime fiscal commun applicable aux fusions, scissions, scissions partielles, apports partiels d'actifs et échanges d'actions concernant les sociétés d'Etats membres différents, ainsi qu'au transfert du siège statutaire d'une SE ou d'une SCE d'un Etat membre à un autre, de l'article 210-0 A du code général des impôts français et des articles 178 et suivants de la loi italienne sur les impôts.

La Fusion qui vous est proposé a pour objectif de simplifier la structure du groupe FONCIERE DES REGIONS et d'accentuer les liens entre les plateformes. La Fusion a pour objectif de consolider les statuts d'opérateur immobilier européen intégré du groupe et de leader sur ses marchés, en se renforçant sur ses trois axes stratégiques qui sont (i) l'accent mis sur les capitales européennes, (ii) le développement immobilier et (iii) la culture clients. La Fusion permettra par ailleurs de simplifier les procédures et exigences légales actuellement applicables, ce qui permettra également de réduire les coûts. La Fusion devrait également renforcer le profil de Foncière des Régions sur les marchés de capitaux par un accroissement de sa capitalisation boursière et un élargissement du flottant.

Dès lors :

- BENI STABILI apportera à la société FONCIÈRE DES RÉGIONS l'ensemble des éléments actifs et passifs tels qu'ils apparaissent à son bilan au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2018 ;
- FONCIERE DES REGIONS comptabilisera les éléments d'actif et de passif de BENI STABILI conformément aux principes comptables auxquels FONCIERE DES REGIONS est soumise (sans préjudice de l'harmonisation des méthodes de comptabilisation et d'évaluation applicables aux éléments d'actif et de passif à la suite de la Fusion). La valeur comptable de l'actif net transmis sera apportée à FONCIERE DES REGIONS et la valeur dudit actif net sera reflétée dans les comptes de FONCIERE DES REGIONS en euros, au 31 décembre 2018 ;
- BENI STABILI transmettra à FONCIERE DES REGIONS, sous réserve des conditions habituelles de fait et de droit, et sous réserve des conditions prévues dans le traité de fusion, la totalité des éléments d'actif et de passif composant son patrimoine (en ce compris l'ensemble des biens, droits et pouvoirs quels qu'ils soient), étant entendu que le patrimoine tant actif que passif de la BENI STABILI sera dévolu à FONCIERE DES REGIONS dans l'état où il se trouvera au 31 décembre 2018 ;
- Conformément à l'avis CU CNC n°2005-C, BENI STABILI a établi des comptes prévisionnels au 31 décembre 2018 afin de fournir une estimation de la valeur nette comptable des actifs et passifs transmis par transmission universelle de patrimoine à FONCIERE DES REGIONS (les « Comptes Estimés »). Les valeurs nettes comptables définitives des actifs et passifs qui seront transmis par transmission universelle de patrimoine à la société absorbante et, par conséquent, de l'actif net transmis en résultant, devront être déterminées sur la base des comptes définitifs de la société absorbée à la date de Réalisation, qui seront arrêtés par le conseil d'administration de la société absorbante et feront l'objet d'un audit par ses commissaires aux comptes. La différence entre l'Actif Net Provisoire et l'Actif Net Définitif constituera un ajustement de la prime de fusion ;
- A la suite de la fusion, FONCIERE DES REGIONS harmonisera les méthodes de comptabilisation et d'évaluation des actifs et passifs en (i) sortant du bilan les actifs et passifs apportés qui ne répondent pas à la définition des actifs et passifs donnés par le Plan Comptable Général, (ii) constatant les actifs et passifs qui doivent être comptabilisés au bilan conformément au Plan Comptable Général et (iii) comptabilisant ces retraitements en contrepartie du mali ou boni de fusion éventuellement constaté, à défaut de quoi ils seront imputés en report à nouveau de la société, conformément aux règles sur les changements de méthode ;
- La fusion entraînera la dissolution sans liquidation de BENI STABILI avec rattachement corrélatif des éléments apportés à un établissement stable de FONCIERE DES REGIONS en Italie. Tous les actifs et passifs seront affectés à cet établissement stable, y compris toutes les participations détenues par BENI STABILI dans ses filiales ainsi que sa participation dans Central SICAF S.p.A. L'établissement stable continuera d'exercer, sans interruption, toutes les activités exercées par BENI STABILI ;

- En matière d'impôts sur les sociétés, la société absorbante et la société absorbée conviennent de soumettre la fusion pour ce qui concerne la fiscalité française, au régime de faveur des fusions visé à l'article 210A du Code général des impôts français ;
- Concernant les droits d'enregistrement, les parties déclarent que la présente fusion entre dans le champ d'application du régime prévu à l'article 816 du code général des impôts français, la société absorbante et la société absorbée étant des sociétés passibles de l'impôt sur les sociétés.

1.1.5. Régime de l'opération et conditions suspensives

La fusion est une fusion au sens de l'article 1er de la Directive 2009/133/CE du 19 octobre 2009, de l'article 210-0 A du Code général des impôts français et de l'article 178 de la loi italienne sur les impôts.

Elle est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- L'approbation des termes du traité de fusion par l'assemblée générale des actionnaires de la société absorbante ;
- L'approbation des termes du traité de fusion par l'assemblée générale des actionnaires de la société absorbée ;
- La délivrance par le greffe du Tribunal d'instance de Metz et par un notaire italien d'attestations de conformité des actes et des formalités préalables à la fusion ;
- La délivrance par le Tribunal d'instance de Metz ou par un notaire français d'un certificat de légalité relatif à la réalisation de la fusion conformément à l'article 128 de la Directive et à l'article L.236-30 du Code de Commerce ;
- L'approbation de l'admission à la négociation des actions de FONCIERE DES REGIONS émises et remises aux titulaires d'actions de BENI STABILI.

1.2. Nature, évaluation et rémunération des apports

Les termes et conditions du traité de fusion ont été établis par BENI STABILI S.p.A et FONCIERE DES REGIONS S.A, sur la base de la situation intermédiaire du 30 juin 2018 attestée par les commissaires aux comptes sur la base d'un examen limité, et qui seront soumis à approbation des assemblées générales respectives en date du 5 septembre 2018 (BENI STABILI S.p.A) et du 6 septembre 2018 (FONCIERE DES REGIONS S.A).

1.2.1. Actifs provisoires apportés

Les actifs estimés transférés à FONCIERE DES REGIONS par transmission universelle du patrimoine sont, sur la base des Comptes Estimés, les suivants :

	Valeur nette au 31 décembre 2018 (en millions d'euros)
Immobilisations corporelles	2 230,4
Titres mis en équivalence	814,8
Autres actifs non récurrents	49,5
Trésorerie	24,9
Stock et en-cours	22,7
Autres actifs courants	72,8
Total	3 215,1

Il est précisé, en tant que de besoin, que dans l'hypothèse où, par suite d'erreur ou d'omission, certains éléments d'actifs auraient été omis, ces éléments d'actifs seraient réputés être la propriété de la société absorbante, à laquelle ils seraient transmis de plein droit à la date de réalisation.

1.2.2. Passifs provisoires pris en charge

Les passifs estimés transférés à FONCIERE DES REGIONS par transmission universelle du patrimoine sont, sur la base des Comptes Estimés, les suivants :

	Valeur nette au 31 décembre 2018 (en millions d'euros)
Dettes financières long-terme	1 280,0
Autres dettes non récurrentes	14,0
Dettes financières à court terme	10,8
Autres dettes courantes	67,3
Total	1 372,1

Il est précisé, en tant que de besoin, que la prise en charge par la société absorbante des éléments de passif susmentionnés ne saurait en aucun cas constituer une reconnaissance de dette au profit des créanciers, lesquels resteront tenus de faire la preuve de leurs droits et de justifier de la propriété de leurs créances et des montants réclamés.

1.2.3. Actif net provisoire apporté

L'actif net apporté estimé s'élève à 1 843 087 613 euros compte tenu d'un actif apporté de 3 215 098 689 euros et d'un passif pris en charge de 1 372 011 076 euros sur la base des Comptes Estimés. Dans la mesure où le montant définitif de l'actif net apporté par la société absorbée ne sera connu qu'après la date de réalisation, et en l'absence de garantie d'actif net, il a été convenu entre les parties que l'actif net provisoire retenu aux fins du présent traité de fusion sera égal à la somme de l'actif net évalué sur la base des Comptes Estimés, à laquelle une décote de 25% sera appliquée.

La valeur de l'actif net provisoire transmis est ainsi la suivante :

	En euros
Actif net apporté	1 843 087 613
Décote 25%	(460 771 903)
Actif net provisoire transmis	1 382 315 710

1.2.4. Rapport d'échange

- Lors de la détermination de la parité d'échange, les conseils d'administration de la société absorbante et de la société absorbée ont considéré que la société absorbante et/ou la société absorbée peuvent prendre certaines mesures sans déclencher un ajustement de la parité d'échange (qu'il s'agisse notamment de l'attribution d'actions gratuites par FONCIERE DES REGIONS dans la limite de 151 455 actions, des effets de la conversion d'obligations convertibles, d'acquisitions d'actions propres ou de la mise en œuvre d'augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription par FONCIERE DES REGIONS à hauteur d'un maximum de titres correspondant à 10% de son capital) dans les conditions décrites en Section 4.1 D du traité de fusion;

- Dans l'hypothèse d'une émission d'actions de la société absorbante ou de la société absorbée avec droit préférentiel de souscription et conformément aux stipulations de la Section 4.1 E du traité de fusion, la parité d'échange sera ajustée pour conférer aux porteurs d'actions de la société absorbée ou de la société absorbante (selon le cas) des effets économiques identiques à ceux envisagés par le traité de fusion avant un tel événement, en modifiant la parité d'échange. Conformément aux exigences du régime SIIQ, avant la date de réalisation, la société absorbée pourrait payer un acompte du dividende au titre de l'exercice 2018, conformément aux dispositions de l'article 2433-bis du Code civil italien. Dans cette hypothèse, la parité d'échange devra être ajustée pour offrir aux porteurs d'actions de la société absorbante ou d'actions de la société absorbée, selon le cas, les mêmes effets économiques que ceux prévus par le traité de fusion avant la survenance d'un tel événement, en modifiant automatiquement la parité d'échange.

Ainsi, en échange d'un nombre maximum d'actions de 1 115 144 525 actions du capital, les actionnaires de BENI STABILI recevront un nombre maximum total de 9 478 728 actions nouvelles émises par FONCIERE DES REGIONS. Le capital social de FONCIERE DES REGIONS serait alors augmenté de 28 436 184 euros, passant de 225 835 737 euros à 254 271 921 euros.

Une prime de fusion sera alors constatée pour un montant estimé à 525 872 414 euros sur la base de l'Actif Net Provisoire (soit 1 382 315 710 euros) et d'une augmentation de capital portant sur un maximum de 9 478 728 actions (étant précisé que le montant définitif de la prime de fusion sera arrêté sur la base de la valeur nette comptable définitive de l'actif net transmis par BENI STABILI à la date de réalisation de la fusion, la quote-part applicable à cette valeur et le montant définitif de l'augmentation de capital résultant de la fusion).

1.2.5. Prime de fusion

Sous réserve des ajustements éventuels dont le principe est déterminé par le traité de fusion, la prime de fusion correspond à la différence entre (a) la quote-part de l'actif net transmis par transmission universelle du patrimoine à la société absorbante correspondant aux actions de la société absorbée (à l'exclusion de la valeur comptable des actions auto-détenues par la société absorbée) et (b) la valeur nominale de l'augmentation de capital de la société.

La prime de fusion estimée est de 525 872 414 euros sur la base de l'actif net provisoire (soit 1 382 315 710 euros) et d'une augmentation de capital portant sur un maximum de 9 478 728 actions (étant précisé que le montant définitif de la prime de fusion sera arrêté sur la base de la valeur nette comptable définitive de l'actif net transmis par BENI STABILI à la date de réalisation de la fusion, la quote-part applicable à cette valeur et le montant définitif de l'augmentation de capital résultant de la fusion).

	En euros
Actif net provisoire apporté	554 308 600
9 478 728 actions nouvelles créées à 3 € chacune	(28 436 184)
Prime de fusion	525 872 414

Cette prime de fusion, sur laquelle porteront les droits de tous les actionnaires, anciens et nouveaux, de la société, sera inscrite pour son montant au passif du bilan de FONCIERE DES REGIONS.

De convention expresse, la réalisation définitive de la fusion vaudra autorisation pour le Conseil d'Administration de FONCIERE DES REGIONS de prélever sur ladite prime, le montant notamment de tout frais, droits et honoraires consécutifs à la fusion.

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération.

2.1. Diligences effectuées

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires, selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à ce type d'opération, à l'effet :

- d'une part d'apprécier la pertinence des valeurs relatives et d'analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes ;
- d'autre part, d'apprécier le caractère équitable du rapport d'échange.

J'ai en particulier effectué les travaux suivants :

- je me suis entretenu avec les responsables des sociétés concernées, tant pour comprendre l'opération proposée et le contexte dans lequel elle se situe, que pour analyser les modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées ;
- j'ai eu des entretiens avec les responsables de l'opération et leurs conseils, tant pour appréhender son contexte que pour en comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- j'ai examiné le projet de traité de fusion et ses annexes ;
- afin de m'assurer de la fiabilité des états financiers et des informations comptables qui m'ont été communiqués, je me suis assuré que les Commissaires aux comptes de la société absorbée et de la société absorbante avaient certifié sans réserve les comptes annuels au 31 décembre 2017 ;
- afin de vérifier les informations financières qui m'ont été communiquées et dans le cadre des objectifs de notre mission, j'ai pris connaissance des comptes arrêtés au 30 juin 2018 de la société absorbée ainsi que de l'attestation du Commissaire aux comptes sur cet arrêté ;
- j'ai procédé à un examen critique de l'approche suivie et des critères retenus par les parties pour calculer les valeurs relatives des sociétés et déterminer le rapport d'échange ;
- j'ai analysé les travaux réalisés par la banque conseil ainsi que les travaux et l'attestation d'équité de la banque Lazard à destination du comité indépendant de BENI STABILI ;
- j'ai analysé la sensibilité du rapport d'échange à l'ensemble des fourchettes de valeurs ressortant des travaux de valorisation ;
- j'ai obtenu une lettre d'affirmation de la direction des sociétés participant à l'opération.

Je me suis également appuyé sur les travaux que j'ai réalisés en qualité de commissaire à la fusion chargé d'apprécier la valeur des apports proposés.

2.2. Limites de nos travaux

Ma mission a pour objet d'éclairer les actionnaires des deux sociétés sur la valeur des apports. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne compte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Mon rapport ne peut donc être utilisé dans ce contexte.

2.3. Méthode d'évaluation et valeurs relatives attribuées aux actions de FONCIERE DES REGIONS et de BENI STABILI

La parité d'échange a été déterminée sur la base d'une approche multicritère reposant sur les méthodes de valorisation usuelles appliquées au secteur des sociétés foncières. Ces dernières sont mentionnées dans l'annexe 8 du traité de fusion, à savoir :

- l'analyse des cours de bourse officiels de FONCIERE DES REGIONS et BENI STABILI à la clôture du 19 avril 2018, dernier jour de bourse avant la date d'annonce de l'initiation des discussions relatives à un projet de fusion, ainsi que les moyennes pondérées par les volumes échangés sur une période de 1, 3, 6, 9 et 12 mois précédant cette date ;
- les objectifs de cours des analystes financiers pour les deux sociétés ;
- l'actif net réévalué et l'actif net réévalué triple net publiés au 31 décembre 2017 par FONCIERE DES REGIONS et BENI STABILI, ainsi que l'évaluation des données au 30 juin 2018, calculés selon la méthodologie EPRA (European Public Real Estate Association) ;
- l'approche par les multiples des comparables boursiers consistant à appliquer aux agrégats de FONCIERE DES REGIONS et BENI STABILI des critères de valorisation usuels dans le secteur immobilier ;
- l'approche par les multiples des transactions précédentes de référence dans le secteur immobilier en Europe.

J'ai par ailleurs, en tant que méthode principale, intégré la méthode de comparaison des agrégats EPRA Earnings et dividendes 2017 et 2018 estimés.

Ces méthodes sont également celles qui ont été utilisées par la banque Lazard pour l'émission de son attestation d'équité à destination du comité des administrateurs indépendants de BENI STABILI.

2.4. Critères d'évaluation écartés dans le projet de traité de fusion

Les méthodes suivantes ont été écartées pour apprécier la parité d'échange de la fusion :

- La méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) ;
- La méthode d'actualisation des dividendes futurs.

Ces méthodes d'évaluation intrinsèque par actualisation des flux ont été écartées car elles sont à la fois redondantes avec les autres méthodes utilisées et moins pertinentes que ces dernières. En effet, les experts immobiliers retiennent notamment dans leurs évaluations les résultats de l'approche fondée sur la capitalisation des revenus pour estimer la valeur du portefeuille immobilier.

Par ailleurs, j'ai écarté ces méthodes puisque je n'ai pas obtenu de plan d'affaires ni pour BENI STABILI ni pour FONCIERE DES REGIONS.

2.5. Commentaires et/ou observations sur les évaluations exposées dans le projet de traité de fusion

J'ai apprécié les critères d'évaluation exposés dans le projet de traité de fusion eu égard aux caractéristiques des sociétés FONCIERE DES REGIONS et BENI STABILI :

2.5.1. L'analyse des cours de bourse

Au 19 avril 2018, veille de l'annonce de l'opération, le cours BENI STABILI s'établissait à 0,730 euro (source : Capital IQ).

FONCIERE DES REGIONS et BENI STABILI sont toutes les deux des sociétés cotées. Les actions FONCIERE DES REGIONS sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé Euronext Paris et font également partie des indices S.I.I.C FRANCE, SBF 120, CAC MID100, EPRA Europe MSCI, Euronext IEIF, GPR 250., FTSE4 Good, ASPI Eurozone® et DJSI World.

Les actions BENI STABILI sont admises aux négociations à titre principal sur le MTA, organisé et géré par Borsa Italiana S.p.A., et sur Euronext Paris à titre secondaire, et font également partie des indices FTSE All-Share Capped, FTSE Italia All-Share, FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia All-Share Financials, et FTSE Italia Real Estate.

Les actions des deux sociétés font l'objet d'un suivi régulier de la part d'un certain nombre d'analystes de marché et sont, en outre, échangées dans un volume de transactions satisfaisant.

Le cours de bourse constitue une référence incontournable pour l'appréciation de la Parité d'Échange.

Les parités des cours moyens pondérés par les volumes de transactions au 19 avril 2018 sont respectivement de 7,8x sur 1 mois, de 7,8x sur 3 mois et 8,1x sur 6 mois.

2.5.2. L'objectif de cours des analystes financiers

La méthode des objectifs de cours des analystes est fondée sur l'analyse, pour les sociétés cotées, des cours cibles présentés par les analystes.

Les objectifs cibles sont présentés dans les tableaux ci-dessous :

FONCIERE DES REGIONS			BENI STABILI			Parité induite
Date	Analystes	Valeur (€/ action)	Date	Analystes	Valeur (€/ action)	
19/02/2018	Alpha Value	98,90 €	13/04/2018	Banca Akros	0,800 €	
15/02/2018	Bank of America	87,40 €	03/04/2018	Citi	0,830 €	
15/02/2018	Citi Research	96,10 €	13/04/2018	Equita SIM SpA	0,790 €	
15/02/2018	Degroof petercam	95,00 €	01/03/2018	Exane BNP Paribas	0,730 €	
01/03/2018	Exane BNP Paribas	95,00 €	09/02/2018	Goldman Sachs	0,600 €	
21/02/2018	Goldman Sachs	103,50 €	12/02/2018	Intermonte	0,800 €	
15/02/2018	ING	91,00 €	13/04/2018	Invest Securities SA	0,680 €	
21/02/2018	Invest Securities	88,00 €	12/02/2018	J.P. Morgan	0,760 €	
09/04/2018	JP Morgan	92,00 €	07/02/2018	Kempen & Co	0,810 €	
28/02/2018	Kempen	94,00 €	07/02/2018	Kepler Cheuvreux	0,830 €	
15/02/2018	Kepler Cheuvreux	89,00 €	13/04/2018	Mediobanca SpA	0,770 €	
13/03/2018	Morgan Stanley	101,00 €	06/03/2018	Natixis	0,650 €	
15/02/2018	Natixis SA	88,00 €	13/04/2018	Société Générale	0,700 €	
Moyenne		93,85 €	Moyenne		0,750 €	8,0x

Sources: notes de broker

La parité d'échange moyenne induite par cette méthode est de 8,0x.

2.5.3. L'actif net réévalué EPRA et l'actif net réévalué triple net EPRA (European Public Real Estate Association)

La méthode de valorisation par l'Actif Net Réévalué (ANR) Triple net EPRA est la méthode de référence des sociétés du secteur de foncières permettant leurs comparaisons. Cet indicateur part du prérequis suivant : la société foncière doit détenir et gérer les actifs en question sur une longue période.

La méthode de l'ANR consiste à déterminer la valeur de l'actif économique ou valeur intrinsèque d'une société en procédant à l'évaluation de chacun des actifs de son portefeuille. L'Actif Net Réévalué est un indicateur clé de la performance des sociétés foncières, dont la publication est recommandée par l'EPRA (European Public Real Estate Association). Les SIIC peuvent adopter des méthodologies de valorisation de leur portefeuille relativement homogènes bien que présentant des spécificités. L'ANR triple net correspond à la situation nette IFRS, ainsi que les plus ou moins-values latentes sur les immeubles de placement, si celles-ci ne sont pas déjà comptabilisées, et de la juste valeur des dettes financières.

Il est rappelé que l'ANR, référentiel usuel dans ce type de transaction, est une évaluation statique qui ne prend pas en compte le potentiel de création de valeur lié aux projets qui sous-tend le plan d'affaires proposé établie par la société.

Les valeurs par actions ainsi que la parité d'échange induite qui ressortent selon cette méthode au 31 décembre 2017 et au 30 juin 2018 pour FONCIERE DES REGIONS et BENI STABILI sont exposées dans le tableau ci-dessous :

En € par action	FONCIERE DES REGIONS	BENI STABILI	Parité d'échange induite pour 1000 actions BS
ANR EPRA			
ANR EPRA Triple net 31/12/2017	86,28 €	0,825 €	9,6x
ANR EPRA Triple net (ex-div) 31/12/2017	81,78 €	0,792 €	9,7x
ANR EPRA 31/12/2017	94,52 €	0,836 €	8,8x
ANR EPRA 2017 (ex div) 31/12/2017	90,02 €	0,803 €	8,9x
ANR EPRA Triple net 30/06/2018	87,48 €	0,809 €	9,2x
ANR EPRA 30/06/2018	95,39 €	0,821 €	8,6x

Sources: analyses BDO, documents de références 2017 et Etats financiers au 30 juin 2018 FONCIERE DES REGIONS et BENI STABILI

Au 30 juin 2018, la parité d'échange induite par cette méthode est de 8,6x par la méthode de l'ANR EPRA et de 9,2x par la méthode de l'ANR EPRA Triple net.

2.5.4. L'approche des comparaisons d'agrégats

Cette méthode consiste à comparer pour les deux sociétés, la valeur par action des dividendes versées et la valeur du résultat par action sur l'exercice 2017 et attendues sur l'exercice 2018 afin d'en faire ressortir un ratio de parité d'échange induit.

Le tableau ci-contre met en exergue les résultats suivants :

En € par action	Exercices	FONCIERE DES REGIONS	BENI STABILI	Parité d'échange induite pour 1000 actions BS
Dividendes	2017A	4,50 €	0,033 €	7,3x
	2018E	4,64 €	0,035 €	7,5x
EPRA Earnings	2017A	4,86 €	0,038 €	7,8x
	2018E	5,01 €	0,040 €	8,0x

Sources: analyses BDO, documents de référence 2017 FONCIERE DES REGIONS et BENI STABILI et management

A titre indicatif, j'ai retenu comme méthodes secondaires, deux autres méthodes d'évaluation usuellement utilisées dans le cadre d'évaluation de foncières, les méthodes des multiples boursiers de sociétés comparables et des transactions comparables. Ces dernières étant moins robustes et pertinentes que celles que je viens d'exposer, elles permettent de corroborer les résultats présentés précédemment :

2.5.5. L'approche par les multiples des comparables boursiers

L'approche par l'analyse des capitalisations boursières comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers de BENI STABILI les multiples boursiers des sociétés foncières cotées considérées comme comparables en termes d'activité, de taille, de rendement et de taux d'occupation.

L'approche de valorisation analogique reposant sur les sociétés comparables cotées consiste à appliquer aux agrégats de FONCIERE DES REGIONS et BENI STABILI des critères de valorisation usuels dans le secteur immobilier :

- le rapport entre le cours de bourse et l'ANR EPRA par action publié au 31 décembre 2017 (prime ou décote sur l'ANR EPRA) ;
- le rapport entre le cours de bourse et l'ANR EPRA triple net par action publié au 31 décembre 2017 (prime ou décote sur l'ANR EPRA triple net) ;
- le rapport entre le dividende 2017 ainsi que le dividende 2018 estimé par action et le cours de bourse (rendement des dividendes).

L'échantillon des sociétés comparables a été déterminé ainsi :

- FONCIERE DES REGIONS

L'échantillon des sociétés comparables retenu est constitué de sociétés cotées françaises opérant principalement dans le secteur de l'immobilier de bureau, bénéficiant du régime fiscal des Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées (SIIC), avec un flottant et une liquidité significative. Cet échantillon est néanmoins restreint et n'est composé que de deux sociétés, GECINA et ICADE. A l'instar de FONCIERE DES REGIONS, chacune de ces sociétés est également exposée pour partie à des secteurs de diversification, l'immobilier résidentiel pour GECINA et l'immobilier de santé pour ICADE.

Pour FONCIERE DES REGIONS, la moyenne des décotes sur l'ANR EPRA et l'ANR EPRA triple net au 31 décembre 2017 observées sur l'échantillon des comparables boursiers de FONCIERE DES REGIONS s'établissent à (7,9%) et (6,7%). Il s'agit d'une moyenne pondérée par les capitalisations boursières afin de tenir compte des tailles des différentes sociétés de l'échantillon des comparables. Ces décotes ont été appliquées aux agrégats correspondant de FONCIERE DES REGIONS pour déterminer la valeur induite d'une action FONCIERE DES REGIONS.

De même, les valeurs moyennes des rendements des dividendes 2017 versés et des dividendes 2018 estimés sont respectivement de 4,6% et 4,9% et ont été appliquées aux agrégats correspondant de FONCIERE DES REGIONS.

- BENI STABILI

Compte-tenu du faible nombre de sociétés immobilières cotées en Italie, l'échantillon des sociétés comparables retenu a été analysé entre un échantillon principal et un échantillon secondaire. Seul l'échantillon principal a été retenu, ne comportant qu'une seule société comparable, COIMA RES.

Pour BENI STABILI, les décotes sur l'ANR EPRA et l'ANR EPRA triple net au 31 décembre 2017 de (21,5 %) et (20,6%). Les rendements des dividendes 2017 versés et des dividendes 2018 estimés observés sur COIMA RES sont de 3,2% et 4,2% respectivement et ont été appliqués aux agrégats correspondant de BENI STABILI.

En conclusion, cette méthode met en exergue une fourchette de parité d'échange comprise entre 7,5x (P/D ANR EPRA) et 10,5x (DPS 2017) et conforte en moyenne les méthodes retenues à titre principal.

2.5.6. L'approche par les transactions comparables

J'ai retenu la méthode des multiples de transactions comparables, méthode d'évaluation analogique employant les multiples observés sur un échantillon de transactions passées jugées comparables sur des sociétés foncières. Il ressort de l'analyse de ces transactions des primes ou décotes sur la parité d'échange calculée à partir des derniers ANR EPRA publiés et sur les derniers cours de bourse observés avant l'annonce de l'opération. La moyenne de ces primes ou décotes observées peuvent être appliquées aux parités correspondantes de l'opération entre FONCIERE DES REGIONS et de BENI STABILI.

Au cours des quatre dernières années, 22 opérations de fusion-absorption ou d'offre publique d'achat impliquant une société immobilière européenne bénéficiant du régime SIIC ont été identifiées. Il en ressort qu'en moyenne, nous observons une décote les parités d'échange des derniers ANR EPRA publiés d'environ (10,8%) et une prime sur les parités d'échange basées sur les derniers cours de bourse avant annonce de 7,3%.

En conclusion, cette méthode met en évidence une fourchette de parité d'échange comprise entre 8,0x (P/D ANR EPRA) et 8,9x (Cours de bourse spot) et conforte les méthodes retenues à titre principal.

Ainsi, la synthèse des valeurs relatives de la parité d'échange entre une action FONCIERE DES REGIONS et 1 000 actions BENI STABILI dans le cadre de la fusion selon les méthodes d'évaluation ci-dessus exposés s'établit comme suit :

En € par action	FONCIERE DES REGIONS	BENI STABILI	Parité d'échange induite pour 1000 actions BS
Méthodes principales			
Cours de bourse			
Cours de clôture cum-div (19/04/2018)	88,30 €	0,730 €	8,3x
Cours de clôture ex-div (19/04/2018)	83,80 €	0,697 €	8,3x
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	89,20 €	0,699 €	7,8x
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	88,18 €	0,693 €	7,9x
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	89,02 €	0,726 €	8,2x
Moyenne pondérée par les volumes 9 mois	87,52 €	0,717 €	8,2x
Moyenne pondérée par les volumes 12 mois	86,33 €	0,692 €	8,0x
Moyenne - Méthode du cours de bourse			8,1x
Cours cibles des analystes			
Objectif moyen de cours	93,85 €	0,750 €	8,0x
ANR EPRA			
ANR EPRA Triple net 31/12/2017	86,28 €	0,825 €	9,6x
ANR EPRA Triple net (ex-div) 31/12/2017	81,78 €	0,792 €	9,7x
ANR EPRA 31/12/2017	94,52 €	0,836 €	8,8x
ANR EPRA 2017 (ex div) 31/12/2017	90,02 €	0,803 €	8,9x
ANR EPRA Triple net 30/06/2018	87,48 €	0,809 €	9,2x
ANR EPRA 30/06/2018	95,39 €	0,821 €	8,6x
Moyenne - Méthode de l'ANR EPRA			9,1x
Comparaison des agrégats			
EPRA Earnings 2017A	4,86 €	0,038 €	7,8x
EPRA Earnings 2018E	5,01 €	0,040 €	8,0x
2017A	4,50 €	0,033 €	7,3x
2018E	4,64 €	0,035 €	7,5x
Moyenne - Méthode de comparaison des agrégats			7,7x
Moyenne - Méthodes principales			8,3x
Méthodes secondaires			
Multiplés des comparables boursiers			
P/D ANR EPRA Triple net	80,53 €	0,654 €	8,1x
P/D ANR EPRA	87,04 €	0,656 €	7,5x
DPS 2017	97,74 €	1,024 €	10,5x
DPS 2018	94,73 €	0,799 €	8,4x
DPS 2019	93,66 €	0,774 €	8,3x
Moyenne - Méthode des comparables boursiers			8,6x
Transactions comparables			
ANR EPRA (ex-div)	80,28 €	0,716 €	8,0x
Cours de bourse spot	94,77 €	0,783 €	8,9x
Moyenne - Méthode des transactions comparables			8,4x
Moyenne de l'ensemble des méthodes			8,4x

Sources: analyses BDO, documents de références 2017 et Etats financiers au 30 juin 2018 FONCIERE DES REGIONS et BENI STABILI, Capital IQ, notes de broker, management et évaluations des conseils

3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

3.1. Parité d'échange présentées par les parties

Le rapport d'échange arrêté le 18 juillet 2018 par le Conseil d'Administration de BENI STABILI et le 19 juillet par le Conseil d'Administration de FONCIERE DES REGIONS est de 8,5 actions FONCIERE DES REGIONS pour 1 000 actions BENI STABILI.

Il convient de noter que :

- la parité d'échange sera ajustée conformément aux stipulations de la Section 4.1 E du traité de fusion dans l'hypothèse (i) dans l'hypothèse d'une émission d'actions de FONCIERE DES REGIONS ou de BENI STABILI avec maintien du droit préférentiel de souscription (l'émission d'actions étant limitée à un nombre d'actions correspondant à 10% du capital social de la société absorbée ou de la société absorbante (selon le cas,) à la date du traité de fusion, et (ii) en cas de paiement d'un dividende avant la date de réalisation de la fusion par la société absorbée au titre de l'exercice 2018 conformément aux exigences du régime SIIQ;
- la parité d'échange ne fera l'objet d'aucun ajustement en cas de mise en œuvre des opérations visées à l'article 4.1 D du traité de fusion, notamment en cas d'émission d'actions par FONCIERE DES REGIONS conformément aux termes et conditions des autorisations financières accordées au conseil d'administration de FONCIERE DES REGIONS à hauteur d'un nombre maximum de titres correspondant à 10% du capital social de la société absorbante à la date du traité de fusion.

Il convient également de noter le mécanisme de droit de retrait aux termes duquel les actionnaires de BENI STABILI qui n'approuveraient pas le traité de fusion pourront exercer leur droit de retrait, conformément aux règles de droit italien et dans les conditions décrites à l'article 9.5 du traité de fusion (le prix de rachat étant de 0,7281 euro par action BENI STABILI).

Les éléments qui précèdent ne sont pas de nature à affecter mes conclusions présentées ci-dessous.

3.2. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange

En contrepartie de l'apport effectué par BENI STABILI, il sera attribué à ses actionnaires un nombre maximum de 9 478 728 actions nouvelles émises par FONCIERE DES REGIONS, d'une valeur nominale de 3 euros, entièrement libérées, créées au titre de l'augmentation de son capital (sur la base (i) d'une parité d'échange de 8,5 actions de FONCIERE DES REGIONS pour 1 000 actions de BENI STABILI (sous réserve d'un éventuel ajustement de la parité d'échange dans les conditions prévues 4.1 E du traité de fusion) , (ii) d'un maximum de 205 423 172 actions BENI STABILI qui pourraient être émises avant la date de réalisation de l'apport en conséquence de la conversion des Obligations Convertibles et sur la base du prix de conversion en vigueur à la date du traité de fusion (lequel prix de conversion est susceptible d'être ajusté conformément aux termes et conditions des Obligations Convertibles) et (iii) d'une absence de prise en compte d'une éventuelle augmentation de capital de BENI STABILI avant la date de réalisation).

Comme indiqué dans le paragraphe 2 de mon rapport, la parité d'échange induite par les méthodes que j'ai jugées les plus pertinentes est comprise dans une fourchette entre 7,3 et 9,7 FONCIERE DES REGIONS pour 1 000 actions BENI STABILI. Le rapport d'échange retenu s'inscrit dans cette fourchette et est légèrement supérieur à la moyenne des différentes méthodes retenues à titre principal.

En conséquence le rapport d'échange proposé n'appelle pas d'autre commentaire de ma part.

3.3. Synthèse

Nous avons apprécié le caractère équitable du rapport d'échange proposé en réalisant notamment des tests de sensibilité.

Les valeurs retenues pour déterminer la parité ont été obtenues par l'emploi de méthodes usuelles pour les sociétés de foncières.

4. Conclusion

En conclusion de mes travaux et étant rappelé les modalités spécifiques à la détermination de la parité, je suis d'avis que le rapport d'échange de 8,5 actions FONCIERE DES REGIONS pour 1 000 actions BENI STABILI est équitable.

Paris, le 31 juillet 2018

Le Commissaire à la Fusion,



Michel Léger

Commissaire aux comptes
Membre de la Compagnie régionale de Paris