

# Michel Léger

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

## **FONCIERE DES REGIONS S.A. (Société Bénéficiaire)**

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 Apportée)**

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

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

## **RAPPORT DU COMMISSAIRE A LA FUSION SUR LA VALEUR 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 valeur 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.

L'actif net apporté 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 une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. A cet effet, j'ai effectué mes diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicables à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la société absorbante augmentée de la prime d'émission.

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. Diligences effectuées et limites de nos travaux
3. Appréciation de la valeur des apports
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](http://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 proposée 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. Le projet de traité de fusion sera soumis à l'approbation des assemblées générales de BENI STABILI S.p.A et de FONCIERE DES REGIONS S.A. qui se tiendront respectivement le 5 septembre 2018 (BENI STABILI S.p.A) et le 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
<b>Total</b>	<b>3 215,1</b>

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
<b>Total</b>	<b>1 372,1</b>

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)
<b>Actif net provisoire transmis</b>	<b>1 382 315 710</b>

### 1.2.4. Rémunération des apports

L'attribution des actions de FONCIERE DES REGIONS aux titulaires d'actions de BENI STABILI sera réalisée par une augmentation de capital de FONCIERE DES REGIONS portant sur un nombre maximum de 9 478 728 actions nouvelles 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, (ii) d'un maximum de 205 423 172 actions de 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.

Aucun ajustement en numéraire de la parité d'échange n'est envisagé. De sorte que :

- 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).

## **2. Diligences effectuées et limites de nos travaux**

### **2.1. Diligences effectuées**

J'ai effectué les diligences que j'ai estimées nécessaires conformément à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicables à ce type de mission, à l'effet :

- de contrôler par sondage la réalité de l'actif net apporté et l'exhaustivité du passif transmis ;
- d'analyser les principales valeurs individuelles proposées dans le traité de fusion ;
- de vérifier la valeur des apports considérés dans leur ensemble et nous assurer que les événements survenus à ce jour n'étaient pas de nature à remettre en cause les valeurs retenues.

En particulier :

- je me suis entretenu avec les représentants et les conseils des sociétés participant à cette opération tant pour appréhender le contexte de l'opération que pour en analyser les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales ;
- j'ai pris connaissance de l'historique des sociétés participant à l'opération, de leurs activités et de leurs perspectives ;
- j'ai apprécié la méthodologie de détermination de la valeur de l'actif net apporté ;
- j'ai examiné la propriété et la libre transmission des actifs apportés et de l'absence de nantissement ;

- j'ai pris connaissance du rapport des Commissaires aux comptes sur les comptes annuels de la société apportée au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2017 et j'ai observé que ces comptes avaient été certifiés sans réserve ;
- j'ai pris connaissance du rapport d'examen limité des Commissaires aux comptes sur les comptes semestriels consolidés de la société absorbée et de la société bénéficiaire au 30 juin 2018. Les rapports émis dans ce cadre ne mentionnent pas d'observation ;
- j'ai pris connaissance des Comptes Estimés de la société absorbée figurant dans les documents présentés au Conseil d'Administration de BENI STABILI le 18 juillet 2018 ;
- j'ai revu les estimations au 31 décembre 2018 des postes d'actifs et de dettes de la société absorbée. Il convient de souligner que, s'agissant de données prévisionnelles, mes diligences ont consisté à apprécier les procédures mises en place par la direction pour établir l'estimation comptable des postes d'actifs et de passifs retenus dans le projet de traité de fusion et à vérifier la conformité des méthodes comptables utilisées avec celles qui devraient être suivies pour l'établissement des comptes définitifs et la traduction chiffrée de ces hypothèses ;
- j'ai obtenu une lettre d'affirmation de la direction des sociétés participant à l'opération ;
- j'ai vérifié jusqu'à la date du présent rapport, l'absence de fait ou d'évènement susceptible de remettre en cause la valeur des apports.

Afin d'apprécier la valeur des apports, je me suis appuyé sur l'ensemble des travaux que j'ai réalisés dans le cadre de mon appréciation de la pertinence des valeurs relatives servant à déterminer le rapport d'échange proposé. À ce titre, j'ai notamment :

- analysé le rapport et les travaux réalisés par les banques conseils ;
- revue les rapports des évaluateurs immobiliers externes ;
- effectué différentes analyses permettant d'apprécier la valeur des apports et les critères d'évaluation retenus.

L'objectif du présent rapport est de vous informer sur la nature des apports, les méthodes d'évaluation retenues et mon appréciation sur lesdites méthodes, afin que vous disposiez d'éléments pour prendre votre décision.

Ma mission s'inscrit parmi les autres interventions définies par la loi prévue par le cadre conceptuel de ma doctrine professionnelle. Elle a pour objet l'appréciation d'une valeur par référence à des critères identifiés et au regard d'objectifs définis. En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'implique pas non plus validation du régime fiscal applicable à l'opération.

## **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.

### **3. Appréciation de la valeur des apports**

#### **3.1. Méthodologie et valorisation des apports**

Le traité de fusion indique qu'en application du règlement n° 2004-01 du 4 mai 2004 du Comité de la réglementation comptable relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, la fusion par absorption de BENI STABILI par FONCIERE DES REGIONS est réalisée sur la base de la valeur nette comptable des éléments d'actif et de passif telle qu'elle ressort des Comptes BENI STABILI Estimés. En effet cette opération se fait entre entités sous contrôle commun au sens dudit règlement et est considérée au plan comptable comme une fusion à l'endroit car le collège des actionnaires actuels de la société absorbante FONCIERE DES REGIONS aura le contrôle de la nouvelle entité issue de la fusion.

Il convient de souligner que compte tenu de l'effet différé de la fusion, la valeur nette comptable de l'actif net transmis par BENI STABILI à FONCIERE DES REGIONS a été estimée, conformément à l'avis CU CNC n° 2005-C, à la date du 31 décembre 2018.

La valeur nette comptable de l'actif net transmis par BENI STABILI indiquée dans le projet de traité de fusion a un caractère provisoire. Les valeurs nettes comptables définitives des actifs et passifs transmis et, par conséquent, de l'actif net transmis en résultant, devront être déterminées au 31 décembre 2018 sur la base des comptes définitifs de BENI STABILI au 31 décembre 2018 qui seront arrêtés en 2019 par le conseil d'administration de FONCIERE DES REGIONS.

#### **3.2. Appréciation de la réalité des apports et des valeurs individuelles apportées**

J'ai examiné les valeurs individuelles estimées dans le traité de fusion : les postes d'actif et de passif composant le patrimoine estimé au 31 décembre 2018 ont été identifiés par BENI STABILI sur la base des éléments connus au jour de la signature du projet de traité de fusion.

Nous avons revu les procédures mises en place par la direction de BENI STABILI pour établir l'estimation comptable des valeurs nettes comptables individuelles des différents postes de l'actif net estimé de BENI STABILI au 31 décembre 2018 au regard des hypothèses retenues et des comptes semestriels établis par la direction de BENI STABILI pour la période allant du 1er janvier au 30 juin 2018. Ces comptes ont fait l'objet d'une revue limitée par les commissaires aux comptes de BENI STABILI. J'observe qu'ils sont établis selon le référentiel IFRS de sorte que sont notamment comptabilisés les engagements de retraite ou les impôts différés.

Nous avons également vérifié la conformité des méthodes comptables utilisées avec celles qui devraient être suivies pour l'établissement des comptes définitifs de BENI STABILI en l'absence de fusion et vérifié la traduction chiffrée des hypothèses retenues ainsi que le caractère raisonnable des modalités d'évaluation.

Au titre des opérations significatives intervenues avant la signature du projet de traité de fusion, il convient de préciser que BENI STABILI, conformément aux exigences du régime SIIQ, et avant la date de réalisation du 31 décembre 2018, pourrait payer un acompte du dividende au titre de l'exercice 2018, conformément aux dispositions de l'article 2433-bis du Code civil italien qui n'est pas inclus dans ces prévisions.

Nous avons contrôlé par sondages que les immeubles apportés étaient libres de tout nantissement et que BENI STABILI en avait la libre propriété et je me suis fait confirmer l'absence de toute restriction de propriété ou transmission par lettre d'affirmation.

Notre revue n'a pas révélé d'élément de nature à remettre en cause la valeur individuelle de ces éléments.

Les valeurs individuelles des apports ainsi déterminées n'appellent pas d'observation particulière de ma part.

J'ai examiné, jusqu'à la date de ce rapport, l'absence de faits ou d'évènements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports.

Il convient néanmoins de souligner que les valeurs nettes comptables estimées des éléments d'actif et de passif au 31 décembre 2018 ont été établies à partir de prévisions qui, par nature, pourraient différer des valeurs nettes comptables définitives. La consistance des apports ne peut donc être connue précisément à ce jour.

### 3.3. Approche directe de la valeur des apports considérés dans leur ensemble

J'ai apprécié la valeur de l'actif net apporté à partir d'une approche globale de valorisation de BENI STABILI. Dans cet objectif, je me suis également appuyé sur mes travaux sur la parité d'échange. Mes analyses et conclusions ci-après corroborent une valeur globale de l'apport supérieure à l'actif net apporté décoté.

Ainsi, je me suis appuyé sur :

- les diligences réalisées sur la valeur individuelle des apports (Cf. paragraphe 3.2) ;
- l'ensemble des travaux que j'ai mené dans le cadre de mon appréciation de l'équité de la rémunération de la fusion en me référant à la valorisation retenue pour déterminer le rapport d'échange.

Les méthodes suivantes ont été retenues par les banques conseils :

- L'analyse des cours de bourse ;
- Les objectifs de cours des analystes financiers ;
- L'actif net réévalué et l'actif net réévalué triple net ;
- Dividendes et EPRA earnings 2017 et guidance ;
- L'approche par les multiples de comparables boursiers ;
- L'approche par les multiples de transactions comparables.

L'ensemble de ces méthodes constitue une approche multicritères pertinente.

Je peux préciser à ce stade pour l'appréciation des méthodes retenues que :

- la méthode de l'Actif net comptable (ANC) peut être évincée du fait que BENI STABILI établit ses comptes selon le référentiel IFRS induisant que les immeubles de placement sont comptabilisés à leur juste valeur. En ce sens, une valorisation par ANC paraît peu éloquente car elle serait redondante avec l'approche par l'ANR et moins précise au cas d'espèce que l'ANR triple net EPRA qui intègre notamment une valeur de marché de la dette ;
- les méthodes par les flux de trésorerie futurs ne sont pas non plus retenues. En premier lieu et en l'absence de prévisions de distributions de dividendes, la méthode DDM (*Dividend Discount Model*) apparaît relativement incertaine. Le niveau de dividendes dépend en effet et notamment des résultats de cession sur la vente d'immeubles qui s'avèrent difficilement prévisibles à moyen ou long terme. En second lieu, la méthode DCF peut être rejetée en raison de sa redondance avec la méthodologie appliquée par les experts immobiliers ayant procédé à la valorisation du patrimoine immobilier permettant la détermination de l'ANR. Je note qu'une valorisation par la méthode DCF induirait une valeur inférieure à celle obtenue par la méthode de l'ANR du fait qu'elle intégrerait des coûts *corporate* associés qui sont exclus de l'ANR à date.

En ce sens, les méthodes retenues n'appellent pas d'observation particulière.

Dans le contexte d'une fusion mère fille et par homogénéité des méthodes principales retenues dans notre appréciation de l'équité de la rémunération des apports, j'ai retenu comme méthodes principales:

- Les méthodes de marché (cours de bourse et cours cibles des analystes) ;
- L'ANR et l'ANR triple net.

Le résultat des méthodes indicatives ne remet pas en cause les conclusions observées sur les méthodes principales retenues.

### 3.3.1. 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)

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. En effet, le total des actions BENI STABILI échangées depuis un an fait apparaître un taux de rotation<sup>1</sup> du capital de 109 % sur un an.

Le cours de bourse de BENI STABILI est historiquement inférieur à la valeur d'actif net comptable. La CMPV sur respectivement un, trois et six mois fait ressortir des primes de 14,4%, 13,8% et 19,2% par rapport à la valeur d'apport, soit une valeur globale de 1 588 M euros, 1 572 M euros et 1 647 M euros respectivement.

Nous constatons une convergence du cours vers la valeur de l'ANR après annonce.

Mes travaux présentés ci-dessus ne prennent pas en compte d'éventuel effet dilutif du capital de BENI STABILI. Néanmoins, après analyse, il apparaît qu'un effet dilutif n'affecterait pas mes conclusions présentées ci-dessus.

### 3.3.2. 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 :

BENI STABILI			
Date	Analystes	Valeur (€/ action)	Capitalisation (M euros)
13/04/2018	Banca Akros	0,800 €	1 816 m€
03/04/2018	Citi	0,830 €	1 884 m€
13/04/2018	Equita SIM SpA	0,790 €	1 793 m€
01/03/2018	Exane BNP Paribas	0,730 €	1 657 m€
09/02/2018	Goldman Sachs	0,600 €	1 362 m€
12/02/2018	Intermonte	0,800 €	1 816 m€
13/04/2018	Invest Securities SA	0,680 €	1 543 m€
12/02/2018	J.P. Morgan	0,760 €	1 725 m€
07/02/2018	Kempen & Co	0,810 €	1 838 m€
07/02/2018	Kepler Cheuvreux	0,830 €	1 884 m€
13/04/2018	Mediobanca SpA	0,770 €	1 748 m€
06/03/2018	Natixis	0,650 €	1 475 m€
13/04/2018	Société Générale	0,700 €	1 589 m€
<b>Moyenne</b>		<b>0,750 €</b>	<b>1 702 m€</b>

Sources: notes de broker

La valeur moyenne cible du cours de BENI STABILI par les analystes s'établit à 0,750 euro par action avant l'annonce de l'opération, soit une valeur globale de 1 702 M euros et une prime de 23,1% par rapport à la valeur de l'apport.

<sup>1</sup> Représente le rapport entre le cumul de titres échangés pendant une période donnée (1 année) et le nombre total de titres formant le capital.

Mes travaux présentés ci-dessus ne prennent pas en compte d'éventuel effet dilutif du capital de BENI STABILI. Néanmoins, après analyse, il apparaît qu'un effet dilutif n'affecterait pas mes conclusions présentées ci-dessus.

### ***3.3.3. 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 de la société.

Ainsi, cette méthode reflète correctement la valeur des actions BENI STABILI et est cohérente avec les données publiées régulièrement.

De plus, l'actif net apporté par BENI STABILI est essentiellement constitué d'immeubles de placement.

L'ANR triple net EPRA après distribution de dividendes de BENI STABILI s'élève au 31 décembre 2017 à 0,792 euro par action, soit une valeur de l'apport de 1 796 M euros. L'ANR EPRA après distribution de dividendes de BENI STABILI s'élève au 31 décembre 2017 à 0,803 euro par action, soit une valeur de l'apport de 1 822 M euros. Au 30 juin 2018, l'ANR triple net EPRA de BENI STABILI s'élève à 0,809 euro par action, soit une valeur de l'apport de 1 836 M euros et l'ANR EPRA s'élève à 0,821 euro par action, soit une valeur de l'apport de 1 863 M euros.

Mes travaux présentés ci-dessus ne prennent pas en compte d'éventuel effet dilutif du capital de BENI STABILI. Néanmoins, après analyse, il apparaît qu'un effet dilutif n'affecterait pas mes conclusions présentées ci-dessus.

A titre indicatif, j'ai retenu comme méthodes secondaires dans notre appréciation de l'équité de la rémunération des apports, 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. Les résultats présentés ci-après ne remettent pas en cause les conclusions précédemment observées :

### ***3.3.4. Application des multiples boursiers de sociétés comparables***

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 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 triple net EPRA par action publié au 31 décembre 2017 (prime ou décote sur l'ANR triple net EPRA) ;

- le rapport entre le dividende 2017 ainsi que le dividende 2018 estimé par action et le cours de bourse (rendement des dividendes).

Concernant 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.

La valeur de l'action de BENI STABILI, évaluée sur cette base fait ressortir une valeur par action de BENI STABILI comprise entre 0,654 euro pour la méthode selon prime ou décote sur l'ANR EPRA Triple net et 1,024 euro pour la méthode sur rendement des dividendes versés en 2017. Ainsi la valeur extériorisée de l'apport par cette méthode se situe entre 1 485 M euros et 2 325 M euros soit une prime comprise entre 7,4% et 68,2% par rapport à la valeur de l'apport.

Mes travaux présentés ci-dessus ne prennent pas en compte d'éventuel effet dilutif du capital de BENI STABILI. Néanmoins, après analyse, il apparaît qu'un effet dilutif n'affecterait pas mes conclusions présentées ci-dessus.

### ***3.3.5. Application des multiples (primes et décotes d'ANR) sur 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. Elle consiste, en l'application de la moyenne des multiples d'ANR Triple Net EPRA observés lors des offres publiques récentes.

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 des 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%.

La valeur de l'action BENI STABILI, par l'application des transactions comparables ressort à 0,716 euro pour l'ANR EPRA et 0,783 euro pour le cours spot soit une valeur de l'apport de 1 625 M euros et 1 778 M euros respectivement. Cette méthode extériorise donc respectivement des primes de 17,5% et 28,6% par rapport à la valeur de l'apport.

Mes travaux présentés ci-dessus ne prennent pas en compte d'éventuel effet dilutif du capital de BENI STABILI. Néanmoins, après analyse, il apparaît qu'un effet dilutif n'affecterait pas mes conclusions présentées ci-dessus.

Je n'ai pas retenu les méthodes d'évaluation par les flux pour apprécier la valeur de l'apport de BENI STABILI. Ces méthodes d'évaluation intrinsèques 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 cette approche pour estimer la valeur du portefeuille immobilier.



Ainsi, la synthèse de l'évaluation de BENI STABILI dans le cadre de la valorisation des apports ressort comme suit, selon les méthodes d'évaluations retenues et exposées ci-dessus :

Méthodes utilisées	BENI STABILI (euro/action)	BENI STABILI - Cap. Propres (M euros)	Prime/ (décote) induite par rapport à la valeur de l'apport
Valeur de l'apport	0,609 €	1 382 m€	n.a
<b>Méthodes principales</b>			
<b>Cours de bourse</b>			
Cours de clôture cum-div (19/04/2018)	0,730 €	1 657 m€	19,9%
Cours de clôture ex-div (19/04/2018)	0,697 €	1 582 m€	14,4%
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	0,699 €	1 588 m€	14,8%
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	0,693 €	1 572 m€	13,8%
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	0,726 €	1 647 m€	19,2%
Moyenne pondérée par les volumes 9 mois	0,717 €	1 628 m€	17,7%
Moyenne pondérée par les volumes 12 mois	0,692 €	1 572 m€	13,7%
<b>Cours cibles des analystes</b>			
Objectif moyen de cours	0,750 €	1 702 m€	23,1%
<b>ANR</b>			
ANR EPRA Triple net 31/12/2017	0,825 €	1 871 m€	35,4%
ANR EPRA Triple net (ex-div) 31/12/2017	0,792 €	1 796 m€	30,0%
ANR EPRA 31/12/2017	0,836 €	1 897 m€	37,2%
ANR EPRA 2017 (ex div) 31/12/2017	0,803 €	1 822 m€	31,8%
ANR EPRA Triple net 30/06/2018	0,809 €	1 836 m€	32,8%
ANR EPRA 30/06/2018	0,821 €	1 863 m€	34,8%
<b>Méthodes secondaires</b>			
<b>Multiplés des comparables boursiers</b>			
P/D ANR EPRA Triple net	0,654 €	1 485 m€	7,4%
P/D ANR EPRA	0,656 €	1 488 m€	7,7%
DPS 2017	1,024 €	2 325 m€	68,2%
DPS 2018	0,799 €	1 813 m€	31,2%
<b>Transactions comparables</b>			
P/D ANR EPRA	0,716 €	1 625 m€	17,5%
P/D cours spot	0,783 €	1 778 m€	28,6%

Sources: analyses BDO, documents de référence 2017 et Etats financiers au 30 juin 2018 BENI STABILI, Capital IQ, notes de broker et travaux d'évaluation des conseils

A ce jour, nous n'avons pas relevé de fait ou d'évènement significatif susceptible de remettre en cause la valeur de l'actif net apporté, de même qu'il ne nous en a pas été signalé par BENI STABILI.

### 3.4. Avantages particuliers

Je n'ai pas été informé de quelconque avantage particulier accordé.

## 4. Synthèse

La fusion concerne des sociétés sous contrôle commun au sens du règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées.

Dès lors, la valeur d'apport retenue est la valeur nette comptable conformément aux dispositions de ce règlement. Je note que la valeur globale de l'apport est basée sur un référentiel IFRS de sorte qu'il inclut notamment les engagements de retraites et les impôts différés.

Il convient de noter que l'opération étant réalisée avec effet différé, les valeurs des actifs et passifs transmis ont été estimées, sur la base des comptes BENI STABILI dans leur configuration projetée au 31 décembre 2018. S'agissant d'une estimation de l'actif net au 31 décembre 2018, cette prévision présente par nature un caractère incertain. Il ne peut donc être exclu que la valeur nette comptable définitive de l'actif net transmis puisse différer des montants mentionnés dans le projet de traité de fusion. Dans une telle hypothèse, l'ajustement serait réalisé, à la hausse ou à la baisse, sur le montant de la prime de fusion.

Tel que précisé dans le traité de fusion, une décote de 25% est appliquée sur l'actif net estimé au 31 décembre 2018 sous les hypothèses de construction des Comptes Estimés précisés au traité de fusion. Cette décote est essentiellement, à notre sens, destinée à éviter une surévaluation des apports car l'estimation de l'actif net apporté dépend de nombreux facteurs ou variables que BENI STABILI ne peut pas contrôler et qui peuvent impliquer des situations qu'elle ne peut prévoir. Dans cette continuation, elle devrait couvrir plus directement la potentialité plus avérée, à la date de ce rapport, d'une distribution de dividende intercalaire de BENI STABILI, l'estimation résiduelle de cette décote pouvant être destinée à couvrir une éventuelle augmentation du taux de capitalisation (donc d'amodrissement de la valeur des actifs) et capter une valeur d'actif net estimée correspondant à un ANR triple net. En ce sens si les méthodes de valorisation mises en œuvre donnent un résultat supérieur à l'actif net apporté, l'appréciation du niveau de décote apparaît comme un écart susceptible de résorber des aléas possibles. Tel que précisé précédemment toutes les méthodes de valorisation mises en œuvre confortent le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée.

## 5. Conclusion

En conclusion de mes travaux, je suis d'avis que la valeur des apports s'élevant à la somme de 1 382 315 710 euros, n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société absorbante, majorée de la prime de fusion.

Paris, le 31 juillet 2018

Le Commissaire à la Fusion,



Michel Léger

Commissaire aux comptes  
Membre de la Compagnie régionale de Paris