



COMUNICATO DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI BANCO BPM S.P.A.

ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato, e dell'art. 39 del Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato, relativo alla

OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO VOLONTARIA TOTALITARIA PROMOSSA DA UNICREDIT S.P.A.

ai sensi degli artt. 102, comma 1, e 106, comma 4, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato

IL PRESENTE DOCUMENTO NON DEVE ESSERE DIVULGATO, PUBBLICATO O DISTRIBUITO, IN TUTTO O IN PARTE, DIRETTAMENTE O INDIRETTAMENTE, NEGLI STATI UNITI D'AMERICA, IN CANADA, IN GIAPPONE E IN AUSTRALIA O IN QUALSIASI ALTRO PAESE IN CUI CIÒ COSTITUISCA UNA VIOLAZIONE DELLA DISCIPLINA APPLICABILE

Milano, 24 aprile 2025

SOMMARIO:

EXECUTIVE SUMMARY	5
DIFFICOLTA' RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE NEL VALUTARE L'OPS	13
1. PREMESSE	18
1.1 L'OPS di UCG e il contesto in cui si inserisce.....	18
1.2 Il Corrispettivo e le Condizioni di Efficacia dell' OPS.....	19
1.3 Le finalità del Comunicato dell'Emittente	20
1.4 Anticipazione delle conclusioni del Consiglio di Amministrazione sull' OPS	21
2. VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO ALLE MOTIVAZIONI DELL'OPS E AI PROGRAMMI ELABORATI DALL'OFFERENTE	22
2.1 BBPM è una banca con caratteristiche distintive e con rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i suoi Azionisti, guidata da un <i>management</i> con un <i>track-record</i> di successo	23
2.1.1 BBPM è una banca con caratteristiche distintive	23
2.1.2 BBPM offre rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i propri Azionisti	27
2.1.3 BBPM ha maturato un significativo <i>track-record</i> di successo	32
2.2 L'OPS prevede un Corrispettivo interamente costituito da Azioni UCG e, dunque, richiede un'attenta valutazione delle caratteristiche e dei fattori di rischio dell' Offerente	34
2.2.1 Il <i>business model</i> di UCG presenta elementi di attenzione	34
2.2.2 Le ambizioni in termini di profittabilità e remunerazione per gli Azionisti BBPM che aderendo divenissero azionisti di UCG risultano difficili da valutare in assenza di un piano industriale aggiornato di UCG	36
2.2.3 La presenza in Russia espone l' Offerente ad un rischio significativo nell' attuale contesto geopolitico	38
2.2.4 I recenti investimenti strategici dell' Offerente rappresentano ulteriori elementi di incertezza	40
2.3 La combinazione tra UCG e BBPM, e il conseguente raggiungimento degli obiettivi strategici dell' operazione, risultano soggetti a rischi e ad elementi di incertezza.	43
2.3.1 Il modello di <i>business</i> sviluppato da BBPM appare difficilmente compatibile, in termini di logiche industriali, con quello di UCG	43
2.3.2 Assenza di un piano industriale dell' entità combinata UCG e BBPM	46
2.3.3 La Fusione e l' integrazione di BBPM in UCG presentano elementi di incertezza e rischiosità	46
2.3.4 UCG, negli anni recenti, non ha realizzato acquisizioni ed integrazioni di realtà aziendali di dimensioni comparabili a BBPM	48
3. VALUTAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO AL CORRISPETTIVO	50
3.1 Il Corrispettivo non è congruo da un punto di vista finanziario.....	53
3.1.1 Conferimento degli incarichi agli <i>advisor</i> finanziari di BBPM.....	53
3.1.2 Metodologie di valutazione utilizzate dagli <i>advisor</i> finanziari di BBPM.....	54

3.1.3	Sintesi dei risultati delle analisi svolte dagli advisor finanziari di BBPM.....	54
3.2	Alla Data di Riferimento, il Corrispettivo non riconosce alcun premio agli Azionisti BBPM ed è a sconto rispetto al prezzo dell' Azione BBPM	56
3.2.1	Il confronto del Corrispettivo con il prezzo dell' Azione BBPM al 6 novembre 2024 è ritenuto irrilevante per gli Azionisti BBPM	56
3.2.2	Il Corrispettivo sostanzialmente non rifletteva un premio all'annuncio dell'OPS, una fattispecie senza precedenti per operazioni di questo tipo.....	56
3.2.3	Dalla Data di Annuncio dell'OPS, il Corrispettivo è rimasto a sconto rispetto al prezzo di mercato	58
3.3	Il prezzo dell' Azione BBPM non riflette i fondamentali di BBPM.....	59
3.3.1	Il prezzo dell' Azione BBPM è a sconto rispetto ai prezzi obiettivo degli analisti di ricerca	59
3.3.2	L'utile di BBPM da <i>consensus</i> è ancora inferiore ai <i>target</i> del Piano Strategico	59
3.3.3	L'evoluzione del <i>business</i> model di BBPM, anche alla luce dell'acquisizione di Anima, offre margini di potenziale <i>re-rating</i> del multiplo P/E.....	59
3.4	Il Corrispettivo è interamente in Azioni UCG, la cui performance e la cui valutazione rispetto alle Azioni BBPM devono essere attentamente considerate	60
3.4.1	Dalla Data di Annuncio dell'OPS, il prezzo delle Azioni BBPM ha iniziato a beneficiare delle importanti iniziative intraprese dal <i>management</i> mentre il prezzo dell'azione di UCG ha registrato un incremento significativo pur in assenza di una revisione dei <i>target</i> di medio-lungo periodo/delle prospettive di remunerazione degli azionisti o di variazioni di perimetro dell' Offerente	60
3.4.2	Le stime di <i>consensus</i> degli analisti di ricerca sono sostanzialmente allineate ai <i>target</i> di UCG	61
3.4.3	Il prezzo dell'azione UCG riflette un multiplo P/E superiore all'attuale multiplo di BBPM..	61
3.5	Il Corrispettivo crea valore esclusivamente per gli azionisti di UCG a discapito degli Azionisti BBPM	63
3.5.1	Il Corrispettivo non riflette la contribuzione di BBPM all'utile netto dell'entità combinata	63
3.5.2	L'allocazione delle sinergie, di cui BBPM è il fattore abilitante, è sfavorevole per gli Azionisti BBPM.....	63
4.	VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO ALLE CONDIZIONI DI EFFICACIA DELL'OPS	65
5.	EFFETTI DELL'EVENTUALE SUCCESSO DELL'OPS SUI LIVELLI OCCUPAZIONALI DELL'EMITTENTE E SULLA LOCALIZZAZIONE DEI SITI PRODUTTIVI.....	72
6.	AGGIORNAMENTO DELLE INFORMAZIONI A DISPOSIZIONE DEL PUBBLICO E COMUNICAZIONE DEI FATTI DI RILIEVO AI SENSI DELL'ART. 39 DEL REGOLAMENTO EMITTENTI	73
6.1	Informazioni sui fatti di rilievo successivi all'approvazione dell'ultimo bilancio o dell'ultima situazione contabile infra-annuale periodica pubblicata	73
6.2	Informazioni sull'andamento recente e sulle prospettive dell'Emittente, ove non riportate nel Documento di Offerta	73

7. INDICAZIONE IN MERITO ALLA PARTECIPAZIONE O MENO DEI MEMBRI DEL CONSIGLIO DI AMMINIISTRAZIONE ALLE TRATTATIVE PER LA DEFINIZIONE DELL'OPERAZIONE	74
8. CONCLUSIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	75
9. DESCRIZIONE DELLA RIUNIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE CHE HA APPROVATO IL COMUNICATO DELL'EMITTENTE	78
9.1 Partecipanti alla riunione del Consiglio di Amministrazione	78
9.2 Specificazione di interessi propri o di terzi relativi all'OPS	78
9.3 Documentazione Esaminata	79
9.4 Esito della riunione del Consiglio di Amministrazione.....	81
10. DATI ED ELEMENTI UTILI PER L'APPREZZAMENTO DELL'OPS CONTENUTI NELLA DOCUMENTAZIONE SULL'OPS	82
APPENDICE I - DEFINIZIONI.....	83
ALLEGATO A	90
ALLEGATO B.....	97

EXECUTIVE SUMMARY

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI BANCO BPM, DOPO ATTENTA VALUTAZIONE DEL DOCUMENTO DI OFFERTA E DELLA DOCUMENTAZIONE DISPONIBILE, E PUR IN MANCANZA DI CHIAREZZA DA PARTE DELL'OFFERENTE SU TALUNI ELEMENTI ESSENZIALI, RITIENE L'OPS, CHE NON È STATA CONCORDATA CON L'EMITTENTE, NON CONVENIENTE E IL CORRISPETTIVO NON CONGRUO, EVIDENZIANDO QUANTO SEGUE:

1. **Il Corrispettivo è del tutto insoddisfacente per gli Azionisti BBPM, non riconosce il reale valore delle Azioni BBPM e penalizza gli Azionisti BBPM rispetto agli azionisti di UCG**

Il Corrispettivo offerto da UCG non rispecchia il reale valore potenziale di BBPM e penalizza gli Azionisti BBPM rispetto agli azionisti di UCG.

1.1 Il Corrispettivo non è congruo dal punto di vista finanziario

A seguito di un'attenta valutazione delle informazioni disponibili e alla luce di molteplici fattori, il Consiglio di Amministrazione ha concluso che il Corrispettivo non sia congruo da un punto di vista finanziario per gli Azionisti BBPM. Tale conclusione è supportata, tra i vari fattori considerati, dalle rispettive analisi finanziarie condotte da Citi e Lazard, in qualità di advisor finanziari di BBPM, e dalle rispettive *opinion*. Per un ulteriore esame della non congruità del Corrispettivo si rinvia alla Sezione 3, paragrafo 3.1 del presente Comunicato dell'Emittente.

1.2 Mancato riconoscimento di un premio per il controllo agli Azionisti BBPM

Il Corrispettivo, che incorpora un premio dello 0,5% rispetto al prezzo dell'Azione BBPM al 22 novembre 2024 (ultimo Giorno di Borsa Aperta prima dell'annuncio dell'OPS), non riflette sostanzialmente alcun premio per il controllo. Tale considerazione risulta valida anche prendendo a riferimento, come da prassi in questo tipo di operazioni, le medie dei prezzi dell'Azione BBPM e dell'Azione UCG relative a diversi orizzonti temporali precedenti all'annuncio dell'OPS, che evidenziano premi estremamente contenuti. Inoltre, prendendo a riferimento i valori puntuali dei prezzi ufficiali 6 mesi e 12 mesi prima dell'annuncio dell'OPS, il Corrispettivo riflette addirittura uno sconto rispetto al prezzo dell'Azione BBPM, a tali date, rispettivamente pari al 3,4% e al 15,3%¹.

La sostanziale assenza di un premio non risulta coerente con un'operazione di questa rilevanza ed è una fattispecie ritenuta senza precedenti per operazioni di questo tipo. Infatti, nel contesto delle offerte pubbliche promosse ai fini dell'acquisizione del controllo di una società *target*, agli azionisti di quest'ultima viene di prassi riconosciuto un premio rispetto alla quotazione di Borsa, finalizzato a (i) remunerare la perdita da parte degli azionisti "venditori" del controllo sulla società; (ii) riconoscere alla controparte un'adeguata porzione del valore delle sinergie; nonché (iii) in caso di offerte pubbliche di scambio, riconoscere anche il rischio di *execution* dei piani prospettati dall'offerente.

Si rileva anche che, dalla Data di Annuncio dell'OPS alla Data di Riferimento, il Corrispettivo ha sempre riflesso uno sconto implicito rispetto al prezzo dell'Azione BBPM. Infatti, in tale periodo non vi è stata alcuna seduta di Borsa in cui il rapporto di cambio implicito nei prezzi ufficiali di mercato sia stato pari o inferiore al Corrispettivo.

Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 3, paragrafo 3.2.2 del presente Comunicato dell'Emittente.

1.3 Il Corrispettivo favorisce gli azionisti di UCG, trasferendo loro valore dagli Azionisti BBPM

Il Corrispettivo implica un'attribuzione agli Azionisti BBPM di una partecipazione totale nell'entità combinata pari a circa il 14% (su base ex dividendo), una percentuale che non riflette la contribuzione di BBPM all'utile netto 2027 atteso dell'entità combinata (pari al 18%

¹ Cfr. Sezione E., Paragrafo E.1. del Documento di Offerta.

circa). La somma degli utili 2027 attesi di BBPM e UCG, prima delle sinergie, è pari a circa Euro 12,15 miliardi²; pertanto sulla base del Corrispettivo, agli Azionisti BBPM spetterebbe una quota parte di utile pari a circa Euro 1,7 miliardi. Tale dato è inferiore per circa Euro 0,45 miliardi rispetto all'utile netto 2027 previsto nel Piano Industriale BBPM che spetterebbe agli Azionisti BBPM nello scenario in cui BBPM rimanesse *stand-alone*.

In termini di valore, moltiplicando tale differenza per un multiplo P/E illustrativo pari a circa 8x emergerebbe un trasferimento di valore a favore degli azionisti di UCG e a danno degli Azionisti BBPM pari a Euro 3,64 miliardi.

Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 3, paragrafo 3.5.1 del presente Comunicato dell'Emittente.

1.4 La distribuzione del valore delle eventuali sinergie non è equa e sfavorisce gli Azionisti BBPM

Inoltre, anche presupponendo il raggiungimento degli obiettivi strategici di UCG in termini di potenziale sinergico, si segnala che, ad avviso del Consiglio di Amministrazione, il Corrispettivo non determina un'allocazione equa delle sinergie, di cui BBPM è il fattore abilitante, ma al contrario è estremamente sfavorevole per gli Azionisti BBPM. Infatti, UCG prevede di ottenere un totale di sinergie annue pari a circa Euro 1,2 miliardi ante imposte³ e, in base al Corrispettivo, agli Azionisti BBPM – che come detto al punto precedente già si ritroverebbero penalizzati nella ripartizione dell'utile ante sinergie – verrebbe corrisposto un ammontare annuo netto imposte pari a circa Euro 0,1 miliardi, mentre agli azionisti di UCG spetterebbero circa Euro 0,7 miliardi annui. La creazione di valore derivante da tali sinergie andrebbe a beneficio degli Azionisti BBPM solo per il 14% circa, mentre della restante porzione dell'86% circa beneficerebbero gli azionisti di UCG.

In termini di valore attribuibile alle sinergie nette (sulla base del P/E illustrativo 2027 pari a 8x indicato in precedenza e tenuto conto dei costi di integrazione al netto del relativo effetto fiscale⁴), il Corrispettivo determinerebbe un valore delle sinergie a beneficio degli Azionisti BBPM stimabile in Euro 0,7 miliardi e un valore delle sinergie a beneficio degli azionisti di UCG stimabile in Euro 4,4 miliardi.

Pertanto, come meglio indicato nel paragrafo 3.5, tenuto conto (i) del trasferimento di valore sopra indicato derivante dal fatto che il Corrispettivo non riflette la contribuzione di BBPM all'utile netto dell'entità combinata, (ii) dei valori attribuibili alle sinergie di cui sopra, e pur considerando (iii) il possibile *buyback* a valere sugli utili 2024 di cui potrebbero beneficiare gli Azionisti BBPM a seguito del possibile perfezionamento dell'OPS⁵ (Euro 0,5 miliardi), gli Azionisti BBPM subirebbero un differenziale complessivo negativo di valore rispetto allo scenario *stand alone* stimabile in Euro 2,43 miliardi e gli azionisti di UCG beneficerebbero di un differenziale complessivo positivo di valore rispetto allo scenario *stand alone* stimabile in Euro 7,52 miliardi.

Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 3, paragrafo 3.5.2 del presente Comunicato dell'Emittente.

² Fonte: Somma dell'utile netto atteso 2027 di UCG indicato nella Sezione "Previsioni e stime degli utili" del Documento di Registrazione (circa Euro 10 miliardi) e dell'utile netto atteso 2027 di BBPM indicato nel Piano Strategico (Euro 2,15 miliardi).

³ Cfr. Sezione "Previsioni e stime degli utili" del Documento di Registrazione. L'aliquota fiscale è stata assunta pari al 33%, corrispondente all'aliquota fiscale considerata nella Sezione "Informazioni Finanziarie Pro-Forma" del Documento di Registrazione.

⁴ Cfr. Sezione "Previsioni e stime degli utili" del Documento di Registrazione. L'aliquota fiscale è stata assunta pari al 33%, corrispondente all'aliquota fiscale considerata nella Sezione "Informazioni Finanziarie Pro-Forma" del Documento di Registrazione.

⁵ Cfr. Sezione "Politica dei dividendi e storico dei dividendi" del Documento di Registrazione.

2. **Grazie a un posizionamento e un modello di *business* distintivi, BBPM è una banca con rilevanti prospettive di crescita, di creazione di valore e di remunerazione per i suoi Azionisti**

BBPM è una banca con significative prospettive di crescita di valore, supportate da un posizionamento distintivo sul mercato, da un modello di *business* integrato, dagli obiettivi del Piano Strategico aggiornato e dalla prospettata remunerazione degli Azionisti.

BBPM gode di un posizionamento distintivo sul mercato grazie ad una rete di filiali ben distribuita nelle regioni economicamente più vivaci e dinamiche del Paese nonché al forte impegno a favore di famiglie e PMI italiane. La presenza di BBPM è concentrata in aree geografiche che possono essere annoverate tra le più rilevanti a livello nazionale per attività economica rivolta sia al mercato domestico sia verso l'*export*. Sulla base delle statistiche Eurostat tali aree geografiche sono caratterizzate da un PIL *pro capite* in linea o superiore alla media europea⁶.

Il modello di *business* integrato di BBPM è robusto e diversificato, ed include fabbriche prodotto e soluzioni sviluppate internamente o in *partnership* con importanti operatori specializzati con solide opportunità di crescita e valorizzazione. Tale modello, rafforzato anche dalla recente acquisizione di Anima, consentirà di diversificare ulteriormente le fonti di generazione di ricavi, favorendo nel medio-lungo termine il riequilibrio tra componente commissionale e margine di interesse. In prospettiva, infatti, le componenti non legate all'andamento dei tassi di interesse incrementeranno la propria incidenza dal 40% circa del 2024 fino al 50% del 2027 come previsto dal Piano Strategico, anche grazie all'integrazione e al pieno contributo di Anima all'interno delle fabbriche prodotto di BBPM.

Il posizionamento di BBPM, insieme al suo peculiare modello di *business*, hanno consentito il conseguimento dei positivi risultati ripetutamente annunciati al mercato in occasione della pubblicazione del conto economico e dei principali indicatori di redditività, di qualità del credito e di adeguatezza patrimoniale su base trimestrale e, da ultimo, con riferimento alla chiusura dell'esercizio 2024. Tali risultati attestano ulteriormente la solidità e affidabilità del *track-record* maturato dal gruppo negli anni nonché dell'impegno credibile e costante nel percorso di crescita significativa e di creazione di valore sostenibile e duratura della banca. L'*over-performance* realizzata nel 2024 rispetto alla *guidance* fornita a inizio anno ha inoltre reso necessario per BBPM l'aggiornamento del Piano Strategico con orizzonte triennale al 2027, che ora prevede il raggiungimento di un utile netto consolidato pari ad Euro 2,15 miliardi.

Peraltro, tenuto conto dei risultati conseguiti nel 2024 e delle solide prospettive per il prossimo triennio, il Piano Strategico prevede un aumento significativo della remunerazione degli Azionisti (+50% rispetto ai precedenti *target* di distribuzione). In particolare, il *dividend payout ratio* è stato incrementato all'80% dell'utile netto già a partire dall'esercizio 2024 e sulla base degli obiettivi di utile netto prospettici, il Piano Strategico incorpora una remunerazione complessiva a favore degli Azionisti di oltre Euro 6 miliardi tra il 2024 e il 2027, corrispondente a circa Euro 1,0 per azione su base annua e al 44% circa dell'attuale capitalizzazione dell'Emittente⁷. Tenuto conto dell'*interim dividend* distribuito a novembre 2024, il *dividend yield*, relativo all'esercizio 2024, del titolo BBPM risulta tra i più elevati all'interno del settore bancario a livello europeo⁸.

⁶ Fonte: Eurostat *regional yearbook* 2024 pag. 102 e *database* sottostante (dati riferiti al 2023).

⁷ Nota: Capitalizzazione di BBPM calcolata sulla base del numero di azioni in circolazione al netto delle Azioni Proprie e sulla base del prezzo ufficiale del titolo al 22 aprile 2025 (Fonte: Factset).

⁸ Fonte: FactSet al 22 aprile 2025 (*cash dividend yield* complessivo, relativo all'esercizio 2024, del seguente campione di banche europee: Banco de Sabadell, Banco Santander, BBVA, BMPS, BNP Paribas, Banca Popolare di Sondrio, BPER, CaixaBank, Commerzbank, Crédit Agricole, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, Société Générale, e UCG).

Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 2, paragrafo 2.1 del presente Comunicato dell'Emittente.

3. L'OPS prevede un Corrispettivo interamente costituito da Azioni UCG, richiedendo quindi un'attenta valutazione delle caratteristiche e dei fattori di rischio dell'Offerente

Il Corrispettivo, integralmente in Azioni UCG, fa sì che gli Azionisti BBPM risultino esposti al raggiungimento degli obiettivi strategici di UCG. Peraltro, in assenza di un vero e proprio piano industriale aggiornato di UCG, la realizzazione di tali obiettivi strategici è soggetta a molteplici variabili che rendono incerta la loro concreta attuazione e presenta caratteristiche che richiedono un'attenta e approfondita valutazione.

I risultati economici di UCG si caratterizzano per un contributo inferiore delle commissioni nette e appaiono maggiormente esposti alle attività di *trading* – e, quindi, alle fluttuazioni di mercato – rispetto a BBPM. Sulla base dei dati del piano strategico di BBPM e dei dati di *consensus* di UCG si stima che l'incidenza dei proventi non da interessi sul totale ricavi 2027 sia pari al 50% circa per BBPM e al 42% circa per UCG; nel 2024 la componente del margine di intermediazione di UCG derivante da attività di *trading* è stata pari a circa il 9% rispetto al 3% circa di BBPM.

Quanto alla politica di remunerazione degli azionisti perseguita da UCG, si segnala che essa ha fino ad oggi beneficiato di elementi non necessariamente ripetibili in futuro (azioni di *capital management* realizzate dal *management* precedente, riduzione delle attività di rischio ponderate, etc.) anche alla luce di quanto segue. UCG ha infatti confermato, in occasione dell'annuncio dei risultati di fine anno 2024⁹, che dispone di un *excess capital* pari a Euro 6,5 miliardi da distribuire agli azionisti entro il 2027. Tuttavia, in assenza di dettagli forniti al riguardo da UCG al mercato, il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente non può escludere che gli investimenti straordinari intrapresi dall'Offerente negli ultimi 12 mesi (i.e., acquisto delle quote di partecipazione in Commerzbank AG e Assicurazioni Generali S.p.A.) e i relativi possibili sviluppi possano riverberarsi negativamente sull'*excess capital* disponibile per la remunerazione degli azionisti nei prossimi 3 anni.

Non appare altresì chiaro quale livello di CET1 *Ratio target* sia stato utilizzato per calcolare l'*excess capital*, atteso che UCG fa riferimento a un *range* compreso tra il 12,5% e il 13,0% e non a un livello puntuale, ed inoltre quali criteri abbia utilizzato UCG per definire tale soglia minima, anche alla luce dell'ammontare del requisito di CET1 *Ratio* fissato dalla Banca Centrale Europea (pari a 10,28% al 1° gennaio 2025, superiore di 110 punti base rispetto allo stesso requisito per BBPM, pari a 9,18%).

Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 2, paragrafo 2.2.1 del presente Comunicato dell'Emittente.

Inoltre, un Corrispettivo interamente in Azioni UCG presenta ulteriori fattori di rischio legati all'esposizione geografica del gruppo facente capo a UCG e alle recenti iniziative intraprese.

Con specifico riguardo alla presenza in Russia, nel Documento di Registrazione la stessa UCG ha affermato che tale presenza "lo espone ai rischi specifici connessi alla crisi ucraina in corso. Questi rischi sono riconosciuti anche dalla BCE che, nell'aprile 2024, ha emesso una decisione in cui richiedeva a UniCredit di svolgere determinate attività per ridurli al minimo; UniCredit – in conformità con la decisione della BCE – sta agendo per ridurre tali rischi. Qualora la BCE dovesse valutare le azioni di UniCredit come non conformi alla sua decisione, la BCE potrebbe adottare ulteriori misure di vigilanza"¹⁰ chiarendo che tale situazione

⁹ Fonte: Presentazione di UCG "4Q24&FY24 Market Presentation".

¹⁰ Cfr. Sezione A, Paragrafo A.1.3 del Documento di Registrazione.

richiede che UCG mantenga "un approccio complessivo prudente e sostenibile in materia di distribuzioni".

Inoltre, come specificato dall'Offerente nel Documento di Registrazione, qualsiasi causa di perdita di controllo "inclusa la nazionalizzazione determinerebbe la derecognition di attività nette aventi un valore contabile di Euro 5,5 miliardi. (...) Questo evento, se si fosse verificato nel 2024, avrebbe portato UniCredit a presentare un risultato positivo dichiarato del Gruppo per l'anno di esercizio 2024 pari a Euro 4,2 miliardi, invece di Euro 9,7 miliardi"¹¹.

A ciò si aggiunge, da ultimo, il Provvedimento Golden Power che, nel riscontrare nell'attuale contesto geopolitico oggettivi rischi per la sicurezza nazionale, ha imposto a UCG di "cessare tutte le attività in Russia (raccolta, impieghi, collocamento fondi prestati transfrontalieri) entro nove mesi dalla data del (presente) provvedimento". Pertanto, ove UCG rinunciaste alla Condizione Altre Autorizzazioni (che per effetto del Provvedimento Golden Power risulta non averata alla Data del Comunicato dell'Emittente) e l'OPS divenisse quindi efficace, UCG dovrebbe ottemperare alle prescrizioni imposte - i cui effetti sull'Offerente non sono stati dallo stesso chiariti a seguito del Provvedimento Golden Power - pena l'imposizione di sanzioni amministrative pecuniarie pari al doppio del valore dell'operazione, e comunque non inferiore all'1% del fatturato realizzato nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio¹².

Per ulteriori informazioni si rimanda alla Sezione 2, paragrafo 2.2.3 del presente Comunicato dell'Emittente.

4. La combinazione tra UCG e BBPM, e il conseguente raggiungimento degli obiettivi strategici dell'OPS, risultano soggetti a rischi e ad elementi di incertezza

La combinazione tra BBPM e UCG conseguente al completamento dell'OPS potrebbe presentare elevate complessità in considerazione dei differenti modelli di *business* adottati dalle banche. Quanto detto risulta evidente principalmente per le seguenti motivazioni:

4.1 Significative differenze nelle strategie perseguite da BBPM e da UCG

La strategia perseguita da BBPM, incentrata sulla generazione di valore per l'Azionista attraverso la piena valorizzazione delle opportunità di sviluppo del *business* presso la clientela di riferimento, con specifico riguardo alle famiglie e alle PMI, appare diversa da quella implementata da UCG. In particolare, dopo aver perfezionato un aumento di capitale da Euro 13 miliardi nel 2017 e aver ceduto nel periodo 2017-2019 una parte dei propri *asset* (tra cui Pioneer Investments, FinecoBank S.p.A. e Bank Pekao S.A.), UCG ha promosso negli ultimi anni una strategia che ha comportato una riduzione delle attività ponderate per il rischio che tra il 2020 e il 2024 sono passate da Euro 326 miliardi a Euro 277 miliardi; per l'Italia, tale orientamento si è tradotto in una riduzione delle attività di rischio ponderate da Euro 131 miliardi a Euro 101 miliardi negli anni dal 2020 al 2024 a cui appare riconducibile una riduzione dei volumi di impieghi da Euro 168 miliardi a Euro 145 miliardi nello stesso periodo¹³.

Ove, a seguito dell'acquisizione dell'Emittente e fermo restando quanto previsto dal Provvedimento Golden Power le cui modalità di implementazione da parte di UCG non risultano chiare, un'eventuale riduzione delle attività di rischio ponderate dovesse interessare anche la clientela di BBPM, sussisterebbero significative incertezze circa la capacità di confermare gli obiettivi di crescita e di generazione di valore di BBPM su basi *stand-alone*.

¹¹ Cfr. Sezione A, Paragrafo A.1.3 del Documento di Registrazione.

¹² Art. 2, comma 6, D.L. 21/2012.

¹³ Fonte: Divisional Database UniCredit al 4Q21 (4Q20 restated) e al 4Q24. Dati 2020 restated per riflettere le modifiche al perimetro delle divisioni UCG avvenute tra il 2020 ed il 2021.

Per ulteriori informazioni si rimanda alla Sezione 2, paragrafo 2.2.2 del presente Comunicato dell'Emittente.

4.2 Differente posizionamento di mercato delle due banche

Al 31 dicembre 2024 il 64% del portafoglio crediti di BBPM era concentrato sui segmenti *retail* (privati e PMI), a fronte di una percentuale del 44% da parte di UCG¹⁴. BBPM focalizza principalmente la propria crescita sul sostegno alle PMI italiane, mentre UCG ha progressivamente diminuito il credito alle imprese italiane focalizzandosi prevalentemente sull'espansione all'estero:

- come già accennato, BBPM è una banca con una presenza capillare nel Nord Italia, una delle aree geografiche più dinamiche d'Europa, con l'obiettivo di affiancare costantemente le famiglie e le PMI del territorio nello sviluppo delle attività imprenditoriali e di risparmio;
- al contrario, UCG è una banca con una presenza in 13 Paesi¹⁵ in Europa e in Italia ha una esposizione maggiore nelle regioni del Centro-Sud rispetto al Nord Italia. Negli ultimi anni, inoltre, il peso dell'Italia per il gruppo UCG appare diminuito. L'Italia è infatti, insieme alla Russia, l'unico Paese in cui UCG ha diminuito lo *stock* di crediti dal 2020 al 2024, per un ammontare pari a oltre 20 miliardi¹⁶.

Per ulteriori informazioni si rimanda alla Sezione 2, paragrafo 2.3.1. del presente Comunicato dell'Emittente.

4.3 Attesa da parte di UCG di riduzione del contributo del business italiano

UCG ha comunicato, in occasione della presentazione dei risultati di fine anno 2024¹⁷, una previsione di riduzione del contributo ai risultati del *business* italiano nei prossimi anni, mentre il Piano Strategico di BBPM presentato in data 12 febbraio 2025 ne prevede una crescita:

- relativamente all'Italia, UCG ha comunicato di prevedere una diminuzione dell'utile netto del 3% medio annuo per il prossimo triennio e una riduzione del contributo al risultato netto di gruppo dal 45% del 2024 al 40% del 2027¹⁸;
- il Piano Strategico di BBPM prevede un'ulteriore espansione dei crediti verso clientela in Italia con un CAGR pari a 1,7% durante l'orizzonte di piano ed un utile netto atteso in crescita con un CAGR 2024 – 2027 pari a 8,4%¹⁹;
- già oggi BBPM presenta una quota di mercato sullo *stock* di crediti verso il mondo imprese molto simile a quella di UCG e addirittura una dimensione a livello di masse della clientela in gestione sostanzialmente equiparabile rispetto a quella di UCG.

Non è chiaro come le citate previsioni di UCG si concilino con la prescrizione contenuta nel Provvedimento Golden Power in merito al mantenimento nei prossimi 5 anni del rapporto impieghi / depositi praticato da BBPM e UCG in Italia e quali impatti abbia sul *business* dell'Offerente tale prescrizione.

Per ulteriori informazioni si rimanda alla Sezione 2, paragrafo 2.3.1. del presente Comunicato dell'Emittente.

4.4 Elementi di incertezza sul ruolo di Anima all'interno del gruppo UCG

¹⁴ Fonte: Elaborazione BBPM su dati Pillar 3 BBPM e UCG.

¹⁵ Cfr. Sezione "Panoramica delle Attività Aziendali" del Documento di Registrazione.

¹⁶ Fonte: Divisional Database UniCredit.

¹⁷ Fonte: Presentazione di UCG "4Q24&FY24 Market Presentation".

¹⁸ Fonte: Presentazione di UCG "4Q24&FY24 Market Presentation".

¹⁹ Fonte: Presentazione di BBPM "Risultati del Gruppo per l'esercizio 2024 e aggiornamento del Piano Strategico".

Il valore generato dall'acquisizione di Anima potrebbe diluirsi all'interno di UCG ponendo a rischio lo sviluppo futuro della fabbrica prodotto:

- come già accennato, alla data odierna UCG ha dichiarato di non avere elaborato un piano strategico e non ha chiarito quali siano i propri piani futuri relativamente ad Anima;
- si rammenta che UCG ha ceduto nel 2017 le proprie attività di *asset management* ad Amundi sottoscrivendo al contempo una *partnership* con il gruppo francese tuttora in vigore;
- non è chiaro come l'acquisto di Anima si riconcilerebbe con il progetto industriale di UCG; infatti, la coesistenza di Anima e della *partnership* con Amundi all'interno di UCG potrebbe determinare una sovrapposizione in termini di fabbrica prodotto quantomeno in alcune aree, con una conseguente potenziale dispersione di valore, potenzialmente dando corso a dissinergie con gli attuali *partner* distributivi di Anima;

Peraltro, si segnala che l'Offerente ha ritenuto opportuno porre come una delle condizioni dell'OPS il fatto che non fossero apportate modifiche all'OPA Anima da parte di BBPM segnalando che la determinazione del Corrispettivo è stata effettuata sulla base dei prezzi precedenti all'annuncio dell'operazione da parte di BBPM.

Tale incertezza non è stata chiarita da UCG neppure a seguito del Provvedimento Golden Power - che, al riguardo, stabilisce come prescrizione in capo a UCG "*per un periodo di almeno 5 anni: (i) non ridurre il peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.A. in titoli di emittenti italiani; (ii) supportare lo sviluppo della Società*" - essendosi limitata a indicare in modo generico nel comunicato stampa diffuso in data 22 aprile 2025 che "*UniCredit continuerà a gestire gli asset in gestione dei suoi clienti nel loro migliore interesse*" e senza precisare il proprio intendimento strategico su Anima.

Per ulteriori informazioni si rimanda alla Sezione 2, paragrafo 2.3.1. del presente Comunicato dell'Emittente.

4.5 Rischio di execution intrinseco dell'integrazione

Operazioni di integrazione come quella prospettata dall'Offerente con BBPM presentano un elevato grado di complessità e le effettive capacità di UCG di realizzare un'operazione di questo genere non sono comprovate da un *track record* recente di rilievo. Peraltro, nel Documento di Registrazione viene evidenziato da UCG che la stessa non ha ancora approvato un nuovo piano industriale consolidato che rifletta il completamento dell'acquisizione di BBPM, prevedendo che tale piano sia approvato solo dopo il completamento dell'OPS.

Si evidenzia infatti che, negli anni recenti, UCG non ha realizzato acquisizioni ed integrazioni di realtà aziendali di dimensioni comparabili a BBPM e che l'ultima operazione paragonabile realizzata dall'Offerente in Italia risale al 2007 ed è rappresentata dalla fusione con Capitalia.

UCG segnala nel Documento di Offerta "*la consolidata esperienza dell'Offerente in operazioni di M&A, come dimostrato dalle recenti iniziative in Grecia, Romania e Germania*"²⁰. Il Consiglio di Amministrazione ritiene che le iniziative menzionate da UCG non siano comparabili con un'integrazione simile a quella prospettata in caso di perfezionamento dell'OPS, dal momento che riguardano acquisizioni di partecipazioni di minoranza o operazioni, come quella in Romania, la cui integrazione è tuttora in corso di realizzazione e con dimensioni non paragonabili a quelle di BBPM.

²⁰ Cfr. Sezione A, Paragrafo A.7.1 del Documento di Offerta.

Inoltre, si rileva che nel settore bancario le operazioni di acquisizione e/o aggregazione "ostili", o non concordate, presentano un potenziale rischio di esecuzione rispetto ad altre fattispecie, con impatti per gli *stakeholder* incerti e non preventivabili.

A tal proposito, si evidenzia che in data 1° aprile 2025 Fitch Ratings ha emesso un *report* avente ad oggetto le opportunità e rischi connessi al consolidamento in corso riguardante le banche italiane, in cui viene indicata l'esistenza di rischi significativi di integrazione, in particolare, in relazione alle offerte non concordate o ostili che includono: disallineamenti culturali, complesse integrazioni IT, potenziale conflitto con il personale della *target* o i suoi clienti.

Per ulteriori informazioni si rimanda alla Sezione 2, paragrafo 2.3.4. del presente Comunicato dell'Emittente.

4.6 Rischi di effettiva realizzazione della fusione tra BBPM e UCG

Il raggiungimento delle sinergie dichiarate da UCG²¹, e la capacità stessa di UCG di conseguire i *target* di redditività annunciati sono altresì influenzati dall'implementazione della prospettata Fusione di BBPM in UCG all'esito dell'OPS, obiettivo strategico per UCG stessa²². Si rileva, tuttavia, che tale fusione presenta elementi di incertezza, in particolare legati al raggiungimento di una partecipazione del 66,67% del capitale sociale di BBPM ad esito dell'OPS. Infatti, ove ad esito dell'OPS UCG venisse a detenere una partecipazione inferiore a quella menzionata, le potrebbe essere precluso il controllo dell'Assemblea straordinaria di BBPM non potendo, di conseguenza, approvare autonomamente la suddetta fusione.

Senza una fusione, la separazione giuridica, organizzativa e gestionale tra UCG e BBPM, insieme all'applicazione delle normative relative alle operazioni con parti correlate, potrebbe creare ostacoli operativi e costi aggiuntivi che influirebbero negativamente sui programmi futuri di UCG.

Per ulteriori informazioni si rimanda alla Sezione 2, paragrafo 2.3.3. del presente Comunicato dell'Emittente.

4.7 Assenza di un piano industriale e strategico dettagliato di UCG

Si segnala nuovamente, infine, che gli Azionisti BBPM non dispongono né di un piano combinato di UCG e BBPM né di un piano consolidato della sola UCG su cui poter fondare le proprie valutazioni. Infatti, (i) alla Data del Comunicato dell'Emittente UCG non ha fornito un piano strategico aggiornato che tenga conto di previsioni e stime inclusive dell'entità risultante dall'integrazione di BBPM e Anima con UCG; e (ii) le più recenti proiezioni di medio-lungo termine di UCG, indicate nel Documento di Registrazione, risalgono all'11 febbraio 2025, data in cui UCG ha presentato un aggiornamento delle stime "Ambition 2025-2027" e della "Guidance 2025". In tali documenti vengono presentati solo alcuni obiettivi finanziari per gli anni dal 2025 al 2027 su basi *stand-alone*, senza una descrizione dettagliata delle azioni specifiche a sostegno dei *target* di piano e senza dettagli sull'evoluzione del capitale regolamentare e di altre grandezze economico-finanziarie.

Fino all'approvazione di un nuovo piano industriale combinato di UCG, gli Azionisti saranno quindi esposti a un ulteriore fattore di incertezza, che andrebbe a sommarsi a quanto già descritto precedentemente relativamente ai rischi specifici del piano UCG.

Per ulteriori informazioni si rimanda alla Sezione 2, paragrafo 2.3.2 del presente Comunicato dell'Emittente.

²¹ Cfr. Sezione "Previsioni e Stime degli Utili" del Documento di Registrazione.

²² Cfr. Sezione G, Paragrafo G.2.3.1. del Documento di Offerta.

* * *

Si specifica che il presente Executive Summary non intende rappresentare una sintesi completa dei principali elementi contenuti nel Comunicato dell'Emittente e, pertanto, per un'esaustiva informativa al riguardo, si rinvia a – e si raccomanda – una lettura integrale del documento.

* * *

DIFFICOLTA' RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE NEL VALUTARE L'OPS

Nell'analizzare l'OPS il Consiglio di Amministrazione di BBPM ha rilevato una limitata informativa e mancanza di chiarezza da parte dell'Offerente su alcuni dei principali elementi della stessa OPS, rendendo particolarmente complesso valutarne i contenuti sia per il Consiglio di Amministrazione sia, di riflesso, per gli Azionisti BBPM. In particolare, si è riscontrata l'assenza di un'informativa adeguata su diversi elementi sostanziali, quali (i) i piani futuri di UCG su BBPM, (ii) il possibile ruolo di Anima in UCG, (iii) le sinergie prospettate, (iv) gli effetti sull'Offerente delle prescrizioni stabilite dal Provvedimento Golden Power, (v) l'effettiva intenzione di perfezionare l'OPS, (vi) i termini finali di un'offerta non concordata, sostanzialmente senza premio e attualmente a sconto rispetto ai prezzi di mercato nonché (vii) i riflessi occupazionali.

Più in dettaglio, si segnalano i seguenti aspetti:

i) Incertezza sui piani futuri di UCG su BBPM

UCG ha reso noto che *"Alla data del Documento di Registrazione, l'Emittente non ha ancora approvato un nuovo piano industriale consolidato per il Gruppo UniCredit che rifletta il completamento dell'acquisizione di BPM"*²³.

Non è quindi disponibile un piano industriale dell'entità combinata che delinei le aspettative di UCG, né da un punto di vista finanziario né tantomeno da un punto di vista strategico e industriale, il che costringe di fatto gli Azionisti BBPM a valutare l'OPS senza indicazioni sulle prospettive finanziarie della partecipazione in UCG che gli Azionisti BBPM otterrebbero a seguito dell'eventuale adesione all'OPS.

Peraltro, gli Azionisti BBPM non dispongono neppure di un piano consolidato della sola UCG su cui eventualmente fondare le proprie valutazioni in merito all'OPS. Le più recenti proiezioni di medio-lungo termine di UCG, riportate nel Documento di Registrazione, risalgono infatti all'11 febbraio 2025, data in cui sono stati presentati solo alcuni obiettivi finanziari per gli anni dal 2025 al 2027 senza una descrizione dettagliata delle azioni specifiche a sostegno di tali obiettivi e senza dettagli sull'evoluzione del capitale regolamentare e di altre grandezze economico-finanziarie.

ii) Incertezza sul possibile ruolo di Anima nel gruppo UCG

Sussistono significativi elementi di incertezza in merito al ruolo che Anima potrebbe avere nell'ambito del gruppo UCG qualora l'OPS si perfezionasse. A tal proposito UCG ha, tra l'altro, dichiarato che *"l'Emittente non ha elaborato alcuna strategia in merito alla potenziale futura integrazione di Anima in conseguenza dell'Offerta BPM e alla sua potenziale integrazione nel Gruppo UniCredit o alla sua potenziale cessione e, pertanto, gli investitori non dovrebbero fare affidamento sulla potenziale integrazione o cessione di Anima al momento di valutare - e prendere - qualsiasi decisione di investimento"*²⁴. Si rammenta che UCG ha ceduto nel 2017

²³ Cfr. Sezione "Previsioni e stime degli utili" del Documento di Registrazione.

²⁴ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.8 del Documento Informativo; in seguito nel fattore di rischio A.1.13 del Documento di Registrazione si riporta altresì che *"le Informazioni Finanziarie Consolidate Abbreviate Pro-Forma non sono state sviluppate sulla base di alcun piano strategico e/o approccio previsto per una potenziale futura integrazione di Anima nel Gruppo UniCredit a seguito dell'Offerta BPM, in quanto, alla Data del Documento di Registrazione, l'Emittente non ha elaborato alcuna strategia in tal senso"*.

le proprie attività di *asset management* ad Amundi sottoscrivendo al contempo una *partnership* con il gruppo francese tuttora in vigore. La coesistenza di Anima e della *partnership* con Amundi all'interno di UCG potrebbe determinare una sovrapposizione in termini di fabbrica prodotto quantomeno in alcune aree, con una conseguente potenziale dispersione di valore, dando corso a dissinergie con gli attuali *partner* distributivi di Anima. Pertanto, l'assenza di una strategia in merito al futuro di Anima costituisce un elemento che, ad avviso del Consiglio di Amministrazione di BBPM, gli Azionisti BBPM devono tenere in debita considerazione per valutare compiutamente se aderire o meno all'OPS e, per l'effetto, divenire azionisti di UCG.

iii) Carenza di dettagli sulle sinergie prospettate

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, UCG ha fornito agli Azionisti BBPM esclusivamente la quantificazione delle sinergie attese dall'eventuale completamento dell'OPS, senza però declinare nel dettaglio gli elementi alla base della propria stima. Tali sinergie sono tuttavia un elemento cruciale per valutare la convenienza finanziaria dell'OPS nel suo complesso, in quanto rappresentano oltre il 40% dell'utile netto 2024 di BBPM pari a Euro 1.920 milioni e oltre il 45% dell'utile netto delle attività correnti del 2024 di BBPM pari a Euro 1.714 milioni, indicati dall'Offerente nel Documento di Registrazione²⁵. Nello specifico, le sinergie di costo stimate da UCG rappresentano oltre il 30% della base costi di BBPM nel 2024.

A titolo esemplificativo, l'Offerente non ha fornito indicazioni - al contrario di quanto succede nella prassi per questo genere di operazioni - sulla loro origine o sul peso della componente di sinergie relativa ad una potenziale riduzione del personale, né è stata fornita una spiegazione esaustiva sulle modalità con cui le sinergie stimate possano essere raggiunte in un lasso temporale così ristretto come quello indicato dall'Offerente (50% delle sinergie raggiunte nell'esercizio 2026, 100% nell'esercizio 2027²⁶).

iv) Incertezza circa gli effetti sull'Offerente delle prescrizioni stabilite dal Provvedimento Golden Power

Il Provvedimento Golden Power impone a UCG talune prescrizioni, i cui potenziali impatti comportano ulteriori rilevanti elementi di incertezza e rischio, che vanno attentamente considerati dagli Azionisti BBPM. Infatti, l'Offerente non ha tutt'ora fornito chiarimenti circa i possibili effetti delle prescrizioni stabilite da tale Provvedimento. Si evidenzia che vi sono elementi di rischio e incertezza che potrebbero influenzare i risultati futuri dell'Offerente in ipotesi di perfezionamento dell'OPS in relazione, in particolare, all'impatto sul conto economico e sul capitale dell'entità risultante dalla eventuale integrazione tra BBPM e UCG a seguito della cessazione delle attività di UCG in Russia, all'impatto dei vincoli in termini di rapporto impieghi / depositi e *project financing* sui *target* di remunerazione degli azionisti indicati nelle "Ambition 2025-2027", nonché circa l'implementazione delle prescrizioni relative ad Anima, tenuto anche conto che l'Offerente non ha comunicato alcuna strategia per una potenziale futura integrazione di Anima nel gruppo UCG.

v) Mancanza di chiarezza in merito alla effettiva intenzione di perfezionare l'OPS

L'OPS presenta un carattere di assoluta unicità in quanto è la sola offerta pubblica registrata nella storia del mercato italiano lanciata su un emittente che a sua volta aveva in corso un'offerta pubblica su un'altra società. Tale aspetto ha creato sostanziali distorsioni di mercato in relazione all'OPA Anima, soprattutto in considerazione del fatto che UCG ha posto come condizione sospensiva dell'OPS che non fossero modificati i termini e le condizioni dell'OPA Anima (la "**Condizione OPA Anima**"). Tali termini e condizioni sono stati

²⁵ Cfr. Sezione "Informazioni finanziarie riguardanti le attività e le passività, la situazione finanziaria e gli utili e le perdite dell'emittente" del Documento di Registrazione.

²⁶ Cfr. Sezione A. Paragrafo A.1.4 del Documento di Registrazione.

tuttavia modificati, a valle della preventiva autorizzazione dell'Assemblea di BBPM, mediante l'incremento del corrispettivo offerto nel contesto dell'OPA Anima e la rinuncia alla condizione di efficacia volontaria relativa al c.d. *Danish Compromise*. Si segnala quindi che, in conseguenza di quanto precede, insieme alla Condizione OPA Anima anche la Condizione su Misure Difensive risulta non avverata alla Data del Comunicato dell'Emittente.

L'Offerente ha, tuttavia, dichiarato nel Documento di Offerta di aver *"preso atto che BPM Vita (in concerto con BPM) ha incrementato il prezzo dell'Offerta BPM da Euro 6,20 (cum dividendo) a Euro 7,00 (cum dividendo) e, come comunicato in data 27 marzo 2025, ha rinunciato alla condizione dell'Offerta BPM relativa all'ottenimento del c.d. Danish Compromise"* e di riservarsi *"di assumere ogni decisione al riguardo nel rispetto dei termini descritti nel presente Documento di Offerta"*²⁷. Quindi, conclusasi con successo l'OPA Anima, l'Offerente (i) riconosce che la Condizione OPA Anima non si sia verificata in via definitiva e (ii) non comunica alcunché in merito al mancato avveramento della Condizione su Misure Difensive. L'Offerente si riserva quindi la piena facoltà di ritirare l'OPS in qualsiasi momento e fino al Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento (ossia 30 giugno 2025, salvo proroghe), paventando tale eventualità, ma senza comunicare una decisione in merito e lasciando piena incertezza al riguardo.

In aggiunta a quanto precede, si segnala che, per effetto del Provvedimento Golden Power, anche la Condizione Altre Autorizzazioni risulta già alla Data del Comunicato dell'Emittente non avverata, poiché il predetto provvedimento contiene specifiche prescrizioni in capo a UCG. Tuttavia, al pari di quanto già osservato con riguardo alla Condizione OPA Anima e alla Condizione su Misure Difensive, UCG ha dapprima comunicato in data 18 aprile che *"L'Offerta è approvata con prescrizioni il cui merito non è chiaro. UniCredit si prenderà il tempo necessario per valutare la fattibilità e l'impatto delle prescrizioni sulla società, sui suoi azionisti sull'operazione di M&A relazionandosi, se del caso, con le autorità competenti"*²⁸ e successivamente ha indicato, tra l'altro, in data 22 aprile *"UniCredit ha quindi prontamente risposto all'autorità esprimendo il proprio punto di vista sul decreto e resta in attesa di un riscontro. Fino ad allora, UniCredit non è in grado di prendere alcuna decisione definitiva sulla strada da seguire in merito all'Offerta"*²⁹.

Al riguardo, il Consiglio di Amministrazione non può esimersi dal notare che l'assenza di chiarezza e la mancata comunicazione da parte di UCG della decisione di rinunciare o meno alle Condizioni di Efficacia dell'OPS non verificatesi ha generato e genera una rilevantisima incertezza sul mercato, in quanto gli Azionisti BBPM che dovessero decidere di aderire all'OPS potrebbero vedersi restituire le Azioni – anche concluso il Periodo di Adesione – per effetto della futura mancata rinuncia da parte di UCG a Condizioni di Efficacia dell'OPS che, già alla data del Comunicato dell'Emittente, risultano non avverate.

vi) Incertezza sui termini finali di un'OPS non concordata, sostanzialmente senza premio e attualmente a sconto sui prezzi di mercato

Ulteriore elemento peculiare dell'OPS, ritenuto senza precedenti per questa tipologia di operazioni, risiede nel fatto che si tratta di un'offerta pubblica di scambio non concordata in cui l'Offerente ha deciso di riconoscere agli Azionisti BBPM un premio limitato allo 0,5% rispetto al prezzo dell'Azione BBPM al 22 novembre 2024 (ultimo Giorno di Borsa Aperta prima dell'annuncio dell'OPS) e, pertanto, con una sostanziale assenza di un premio. Il Consiglio di Amministrazione di BBPM rileva che tale circostanza rappresenta un elemento molto

²⁷ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Offerta.

²⁸ Cfr. comunicato stampa UCG del 18 aprile 2025 (<https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/april/press-release0.html>).

²⁹ Cfr. comunicato stampa UCG del 22 aprile 2025 (<https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/april/press-release1.html>).

singolare rispetto alla prassi per operazioni simili e risulta incoerente con un'operazione di questa rilevanza per UCG.

Parimenti inusuali per questo tipo di operazioni sono le dichiarazioni dell'Offerente relativamente alla possibilità di modificare i termini dell'OPS, dapprima in funzione dei risultati di fine 2024 di BBPM (si fa riferimento alla dichiarazione rilasciate dall'Amministratore Delegato di UCG alla conferenza "M&A: *What's next*" organizzata da Bank of America il 4 dicembre 2024), poi in funzione dei risultati dell'OPA Anima e del prossimo annuncio dei risultati del primo trimestre 2025 (dichiarazioni rilasciate alla "*Morgan Stanley European Financial Conference 2025*" del 19 marzo 2025).

Anche tale aspetto genera una significativa incertezza sul mercato in quanto gli Azionisti BBPM si trovano a dover decidere in merito all'OPS sulla base di termini che, nella formulazione attuale, non solo si differenziano dalla prassi generalizzata per la sostanziale assenza di un premio ma, stando alle dichiarazioni rese tempo per tempo da UCG, sembrerebbero essere oggetto di possibile modifica.

vii) Incertezza sui riflessi occupazionali dell'OPS

Vi sono inoltre profonde incertezze in merito agli effetti che l'eventuale successo dell'OPS potrebbe avere sui livelli occupazionali del Gruppo BBPM. La documentazione relativa all'OPS fa esclusivamente riferimento all'intenzione dell'Offerente di non "*apportare unilateralmente modifiche sostanziali ai contratti di lavoro dei dipendenti di BPM*", che pertanto non prevede "*che l'Offerta abbia conseguenze negative dirette sulla complessiva forza lavoro quanto a condizioni di lavoro o di impiego*"³⁰. Il solo riferimento alle "*modifiche sostanziali ai contratti*" e alle "*condizioni di lavoro o di impiego*" non appare però sufficiente ad escludere che l'Offerente decida, all'esito dell'OPS, di dare corso a piani di esubero, tagli del personale o altre misure organizzative che potrebbero incidere significativamente sull'attività di BBPM e sulle persone che vi lavorano.

Il Consiglio di Amministrazione di BBPM prende atto delle dichiarazioni rese dall'Offerente, non essendo tuttavia nelle condizioni, alla luce delle informazioni messe a disposizione nel Documento di Offerta, di poter effettuare una propria autonoma e compiuta valutazione sul futuro impatto dell'OPS sui livelli di occupazione e sulle filiali.

* * *

Avvertenza in merito al trattamento fiscale in capo agli Azionisti BBPM che decidessero di aderire all'OPS³¹

Gli Azionisti BBPM che aderissero all'OPS, apportando le proprie Azioni BBPM in cambio delle Azioni UCG offerte, eseguirebbero un'operazione "realizzativa" ai fini delle imposte sui redditi (*capital gain*); perciò gli Azionisti BBPM, a seconda del valore di carico/costo fiscale delle Azioni BBPM apportate, potrebbero realizzare plusvalenze imponibili (tassate in misura pari al

³⁰ Cfr. Sezione A, Paragrafo A.7.1 del Documento di Offerta.

³¹ Quanto riportato al presente paragrafo è esclusivamente volto a richiamare l'attenzione degli Azionisti BBPM su taluni profili che potrebbero assumere rilevanza per gli Azionisti BBPM e in nessun caso può costituire né essere inteso quale consulenza fiscale.

26% in capo a talune categorie di Azionisti BBPM³²) ovvero minusvalenze (la cui deducibilità è soggetta a specifiche limitazioni temporali in capo a talune categorie di Azionisti BBPM³³).

L'esatto ammontare di tali plusvalenze/minusvalenze è calcolabile solo alla data di esecuzione del concambio (ovvero la Data di Pagamento dell'OPS).

Non essendo prevista nell'OPS una componente in denaro, ma esclusivamente lo scambio in azioni, gli Azionisti BBPM che aderissero all'OPS (ricevendo in cambio delle proprie Azioni BBPM soltanto Azioni UCG) devono far fronte con propri mezzi finanziari all'assolvimento degli oneri fiscali; gli Azionisti BBPM che detengano Azioni BBPM mediante rapporti di custodia o amministrazione in regime fiscale amministrato presso intermediari abilitati dovranno fornire ai predetti intermediari la provvista in denaro necessaria al fine di assolvere gli eventuali oneri fiscali a loro carico derivanti dall'adesione all'OPS.

Tale circostanza genera un ulteriore elemento di incertezza per gli Azionisti BBPM, i quali si troverebbero a dover decidere in merito all'adesione all'OPS, senza essere in grado di conoscere a priori il relativo possibile carico fiscale.

³² Ci si riferisce, a titolo meramente esemplificativo, alle persone fisiche fiscalmente residenti in Italia. In caso di opzione per la rideterminazione del costo di azioni negoziate in mercati regolamentati possedute al 1° gennaio 2025 (esercitabile da taluni Azionisti, come ad esempio le persone fisiche) nella determinazione della plusvalenza si assume, in luogo del costo o valore di acquisto, il valore normale determinato in base alla media aritmetica dei prezzi rilevati nel mese di dicembre. Tale valore normale deve essere assoggettato all'imposta sostitutiva del 18%.

³³ Ci si riferisce, a titolo meramente esemplificativo, alle persone fisiche fiscalmente residenti in Italia, le cui eventuali minusvalenze realizzate e non utilizzate in compensazione nello stesso periodo d'imposta potrebbero essere computate in deduzione dalle plusvalenze realizzate nei periodi d'imposta successivi, ma non oltre il quarto.

1. PREMESSE

1.1 L'OPS di UCG e il contesto in cui si inserisce

L'OPS, annunciata al mercato in data 25 novembre 2024, si inserisce in un contesto di forte espansione e crescita dimensionale di BBPM avviato già negli esercizi precedenti con il rafforzamento delle fabbriche prodotto in ambito *bancassurance* e monetica e ulteriormente rafforzato nel 2024 con:

- (i) la promozione in data 6 novembre 2024, da parte di BBPM Vita, società interamente controllata dall'Emittente di un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria, ai sensi e per gli effetti degli artt. 102, comma 1, e 106, comma 4, del TUF, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Anima (dedotte le n. 71.459.662 azioni di Anima, pari al 21,97% del capitale sociale, già detenute da BBPM) a un corrispettivo unitario pari a Euro 7 (*cum dividendo*)³⁴. L'OPA Anima ha sin da subito presentato una forte rilevanza industriale e strategica e un elevato potenziale di creazione di valore per gli Azionisti BBPM presenti e futuri, costituendo un pilastro della crescita e del raggiungimento degli obiettivi previsti nel piano industriale del Gruppo BBPM e ponendo positive premesse per una stabile e duratura crescita del conto economico del Gruppo BBPM *standalone*, anche in chiave di diversificazione dei ricavi nell'attuale scenario di riduzione del livello dei tassi di interesse;
- (ii) l'acquisto, in data 13 novembre 2024, da parte di BBPM di una partecipazione azionaria pari al 5% del capitale sociale di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. ("**BMPS**") nell'ambito di una procedura di *accelerated bookbuilding* promossa dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, socio di BMPS. Tale acquisto si è inserito nel contesto più ampio dell'OPA Anima, in coerenza con la strategia di rafforzamento delle fabbriche prodotto del Gruppo BBPM. BMPS è infatti, dopo BBPM, il primo distributore di prodotti del gruppo Anima e rappresenta un *partner* strategico per la crescita futura di Anima e delle sue controllate. A riprova di quanto detto, nel contesto della medesima procedura di *accelerated bookbuilding* Anima è risultata a sua volta assegnataria di una partecipazione pari al 3% circa del capitale sociale di BMPS che, sommata alla partecipazione già posseduta da Anima, l'ha portata a detenere una partecipazione complessiva del 4% circa nel capitale di BMPS. Pertanto, alla Data del Comunicato dell'Emittente BBPM detiene complessivamente direttamente e indirettamente, per il tramite di Anima, una partecipazione pari al 9% circa del capitale sociale di BMPS.

Tali operazioni straordinarie – unitamente ai risultati del Gruppo annunciati lo scorso 12 febbraio, che hanno consentito il superamento di alcuni dei *target* di piano – hanno caratterizzato l'operatività del Gruppo BBPM e impresso una ulteriore accelerazione al raggiungimento degli obiettivi del Piano Strategico, rendendo opportuno un suo aggiornamento, presentato al mercato in data 12 febbraio 2025.

L'OPS promossa da UCG ai sensi e per gli effetti degli artt. 102, comma 1, e 106, comma 4, del TUF ha ad oggetto n. 1.515.182.126 Azioni BBPM, rappresentative del 100% del capitale sociale dell'Emittente – ivi incluse le Azioni Proprie. L'obiettivo dell'OPS, come risulta dalle motivazioni e dai programmi futuri dell'Offerente quali specificati nel Documento di Offerta³⁵, è acquisire l'intero capitale sociale dell'Emittente, revocare le Azioni BBPM dalla quotazione su Euronext Milan nel contesto dell'OPS e realizzare la Fusione per incorporazione di BBPM in UCG. L'Offerente ha dichiarato che intende perseguire la Fusione sia nel caso in cui ad esito dell'OPS Borsa Italiana disponga il *Delisting* di BBPM, sia nel caso in cui non si addivenga a tale revoca.

Dalla Data di Annuncio dell'OPS e sino alla chiusura del relativo Periodo di Adesione, per effetto della c.d. *passivity rule* il compimento di atti o operazioni che possano contrastare gli obiettivi della

³⁴ Corrispettivo incrementato da Euro 6,20 (*cum dividendo*) ad Euro 7,00 (*cum dividendo*) in data 28 febbraio 2025.

³⁵ Cfr. Sezione G, Paragrafo G.2 del Documento di Offerta.

stessa sono soggetti all'autorizzazione dell'Assemblea di BBPM, ai sensi dell'art. 104 del TUF. Tra tali atti rientravano anche eventuali modifiche ai termini e condizioni dell'OPA Anima ovvero rinunce alle condizioni di efficacia volontarie apposte alla stessa, considerato che l'assenza di simili atti è stata apposta da UCG tra le Condizioni di Efficacia all'OPS.

Alla luce di ciò, come noto, l'Assemblea Ordinaria di BBPM del 28 febbraio 2025 ha autorizzato BBPM e per essa il Consiglio di Amministrazione a far sì che, in conformità alle direttive impartite da BBPM nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, BBPM Vita potesse (i) incrementare il corrispettivo dell'OPA Anima a Euro 7 (*cum dividendo*) e (ii) esercitare la facoltà, ove ritenuto opportuno, di rinunciare in tutto o in parte a una o più delle condizioni di efficacia volontarie apposte all'OPA Anima e non ancora soddisfatte.

In forza della citata delibera assembleare:

- in data 28 febbraio 2025, il corrispettivo dell'OPA Anima è stato incrementato a Euro 7 (*cum dividendo*);
- in data 27 marzo 2025, i competenti organi sociali di BBPM e di BBPM Vita hanno deliberato, per quanto di rispettiva competenza, la rinuncia al positivo riscontro della BCE in merito alla possibilità per BBPM di (i) continuare ad applicare il c.d. "Danish Compromise" alla partecipazione in BBPM Vita anche a seguito dell'acquisizione del controllo di Anima, nonché (ii) non dedurre dai fondi propri individuali e consolidati, la partecipazione in Anima e/o nelle società di gestione del risparmio da questa controllate, unitamente al relativo *goodwill* e alle altre attività intangibili generati dall'acquisizione del controllo di Anima (la "**Condizione BCE**").

L'OPA Anima si è perfezionata in data 11 aprile 2025 e ad esito della stessa BBPM è arrivata a detenere, indirettamente per il tramite di BBPM Vita, una partecipazione rappresentativa dell'89,95% circa di Anima.

In data 1° aprile 2025, a seguito dell'ottenimento da parte di UCG delle autorizzazioni richieste dalla normativa di settore in relazione all'OPS, Consob ha: (i) approvato il Documento di Offerta; e (ii) autorizzato la pubblicazione del Documento di Registrazione, della Nota Informativa e della Nota di Sintesi. Successivamente, il 2 aprile 2025, UCG ha pubblicato la citata documentazione e ha reso noto che il Periodo di Adesione avrà inizio in data 28 aprile 2025 e si concluderà il 23 giugno 2025, con Data di Pagamento il 1° luglio 2025, salvo proroghe del Periodo di Adesione.

1.2 Il Corrispettivo e le Condizioni di Efficacia dell'OPS

Come indicato nella Sezione E, Paragrafo E.1. del Documento di Offerta, trattandosi di offerta pubblica di scambio, il Corrispettivo è pari a n. 0,175 azioni dell'Offerente di nuova emissione in esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'OPS ed è da intendersi *cum dividendo*. Tale Corrispettivo incorpora rispettivamente: (i) un premio dello 0,5% rispetto al prezzo ufficiale di BBPM del 22 novembre 2024 (ultimo Giorno di Borsa Aperta prima dell'annuncio dell'OPS)³⁶; e (ii) uno sconto implicito del 7,6% rispetto al prezzo ufficiale di BBPM del 25 novembre 2024³⁷ (Data di Annuncio dell'OPS). Il Corrispettivo di 0,182 azioni di nuova emissione dell'Offerente (rettificato per tenere conto dello stacco della cedola relativa al Dividendo UCG) incorpora uno sconto del 3,8% rispetto al prezzo ufficiale dell'Azione BBPM alla Data di Riferimento³⁸.

Il Corrispettivo, che come anticipato già alla Data di Annuncio dell'OPS non rifletteva sostanzialmente alcun premio, non tiene inoltre conto né dell'apprezzamento del titolo BBPM nel periodo successivo all'annuncio dell'OPS né dei citati sviluppi positivi relativi al completamento

³⁶ Fonte: Factset prezzi ufficiali.

³⁷ Fonte: Factset prezzi ufficiali.

³⁸ Fonte: Factset prezzi ufficiali.

dell'OPA Anima e risulta anzi a sconto rispetto al prezzo di mercato del titolo di BBPM alla Data di Riferimento.

Inoltre, qualora prima della Data di Pagamento:

- (i) L'Emittente e/o l'Offerente dovessero pagare un dividendo ai propri azionisti, o comunque fosse staccata dalle Azioni BBPM e/o dalle azioni di UCG, a seconda del caso, la cedola relativa a dividendi deliberati ma non ancora pagati rispettivamente dall'Emittente e/o da UCG, il Corrispettivo (inteso nell'accezione di cui alla lettera a) della relativa definizione) sarà aggiustato per tenere conto della detrazione del dividendo distribuito dal valore monetario unitario di mercato del Corrispettivo antecedente la Data di Annuncio dell'OPS e/o dal prezzo di rilevazione utilizzato ai fini della sua determinazione; e/o
- (ii) L'Emittente dovesse approvare o dare corso a qualsiasi operazione sul proprio capitale sociale (ivi incluso, a titolo esemplificativo, aumenti o riduzioni di capitale) e/o sulle Azioni BBPM (ivi incluso, a titolo esemplificativo, accorpamento o annullamento di azioni), senza pregiudizio per l'eventuale operatività delle Condizioni di Efficacia dell'OPS, il Corrispettivo sarà aggiustato per tenere conto degli effetti delle predette operazioni.

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, alla luce del punto (i) di cui sopra e per effetto dello stacco della cedola relativa al Dividendo UCG, il Corrispettivo è da considerarsi aggiustato a n. 0,182 Azioni UCG di nuova emissione in esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'OPS ed è da intendersi ex Dividendo UCG e *cum* Dividendo BBPM. Allo stesso modo, successivamente allo stacco della cedola relativa al Dividendo BBPM, prevista per il 19 maggio 2025 e soggetta ad approvazione da parte dell'Assemblea degli Azionisti BBPM prevista per il 30 aprile 2025, il Corrispettivo sarà da considerarsi aggiustato a n. 0,166 Azioni UCG e sarà dunque da intendersi ex dividendo.

L'OPS è inoltre subordinata al verificarsi (o alla rinuncia da parte di UCG nei termini indicati nel Documento di Offerta) delle seguenti Condizioni di Efficacia: la Condizione Antitrust, la Condizione Altre Autorizzazioni, la Condizione Fatti Impeditivi, la Condizione MAE, Condizione su Misure Difensive, la Condizione OPA Anima, la Condizione Atti Rilevanti e la Condizione Soglia. Per maggiori informazioni in merito alle valutazioni del Consiglio di Amministrazione di BBPM relativamente alle Condizioni di Efficacia dell'OPS si rinvia alla Sezione 4 del presente Comunicato dell'Emittente.

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, pur non essendosi avverate (i) la Condizione OPA Anima e la Condizione su Misure Difensive, per effetto dell'incremento del corrispettivo dell'OPA Anima e della rinuncia alla Condizione BCE, nonché (ii) la Condizione Altre Autorizzazioni, per effetto del Provvedimento Golden Power, UCG non ha ancora comunicato al mercato se intende o meno avvalersi del proprio diritto di non dare corso all'OPS in considerazione del mancato avveramento delle citate Condizioni di Efficacia, riservandosi quindi la facoltà di ritirare l'OPS in qualsiasi momento e fino al Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento (*i.e.*, 30 giugno 2025, salvo proroghe del Periodo di Adesione ai sensi della normativa applicabile) e arrogandosi ulteriore discrezionalità.

L'OPS non ricade nella fattispecie di cui all'art. 39-bis del Regolamento Emittenti e, pertanto, non richiede la predisposizione di un parere motivato da parte degli amministratori indipendenti di BBPM contenente le valutazioni sull'OPS e la congruità del Corrispettivo, ai sensi e per gli effetti del citato articolo.

1.3 Le finalità del Comunicato dell'Emittente

Il presente Comunicato dell'Emittente, approvato dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente nel corso dell'adunanza del 24 aprile 2025, è stato redatto ai sensi e per gli effetti dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti.

Il Comunicato dell'Emittente è finalizzato ad integrare il patrimonio informativo degli Azionisti rispetto alle informazioni già fornite da UCG nel Documento di Offerta, esprimendo, *inter alia*, le valutazioni e le considerazioni del Consiglio di Amministrazione di BBPM sull'OPS, sulle motivazioni della medesima, sui programmi elaborati da UCG e sulla congruità del Corrispettivo offerto agli Azionisti.

1.4 Anticipazione delle conclusioni del Consiglio di Amministrazione sull'OPS

Per le ragioni riportate nelle Sezioni 2 e 3 del presente Comunicato dell'Emittente, il Consiglio di Amministrazione, a seguito di un'attenta valutazione delle informazioni disponibili e tenuto conto di vari fattori, ha ritenuto l'OPS non conveniente e il Corrispettivo non congruo.

Si invitano gli Azionisti BBPM a leggere attentamente il Comunicato dell'Emittente, così da poter beneficiare di un patrimonio informativo simmetrico, comprensivo anche delle valutazioni del Consiglio di Amministrazione di BBPM sull'OPS.

Si precisa in ogni caso che, per una compiuta e integrale conoscenza dei presupposti, termini e condizioni dell'OPS, occorre fare anche riferimento al Documento di Offerta pubblicato e messo a disposizione dall'Offerente ai sensi delle disposizioni di legge e regolamentari applicabili.

Il presente Comunicato dell'Emittente non costituisce in alcun modo, né può essere inteso come, una raccomandazione ad aderire o a non aderire all'OPS né sostituisce il giudizio di ciascun Azionista in relazione all'OPS medesima.

2. VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO ALLE MOTIVAZIONI DELL'OPS E AI PROGRAMMI ELABORATI DALL'OFFERENTE

In via preliminare, il Consiglio di Amministrazione richiama l'attenzione degli Azionisti sulla circostanza che l'OPS non è stata preventivamente concordata con BBPM e, anche in considerazione delle peculiarità della medesima che saranno nel seguito meglio dettagliate, è dunque da ritenersi "ostile".

Invero, la gestione del processo di integrazione successivo all'acquisizione (c.d. *post-merger integration*) e la sua puntuale e preventiva pianificazione rappresentano elementi cruciali per il successo di qualsiasi operazione straordinaria, in particolar modo in un settore complesso e vitale per il sostegno dell'economia quale quello bancario. Nonostante quanto rappresentato dall'Offerente nel Documento di Offerta³⁹, come di seguito meglio indicato, il Consiglio di Amministrazione non ritiene che UCG abbia comprovata esperienza recente in simili processi di integrazione e questo può rappresentare un rischio per gli Azionisti BBPM.

Ciò premesso e fermo quanto riportato nella successiva Sezione 3 circa le valutazioni e considerazioni del Consiglio di Amministrazione in merito al Corrispettivo, si sottopongono all'attenzione degli Azionisti alcune considerazioni rilevanti per la valutazione dell'OPS e dell'opportunità di divenire azionisti di UCG:

1. BBPM è una banca con caratteristiche distintive e con rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i suoi Azionisti, con un riconosciuto *track-record* di successo;
2. l'OPS prevede un Corrispettivo interamente costituito da Azioni UCG e, dunque, richiede un'attenta valutazione delle caratteristiche e dei fattori di rischio dell'Offerente, al fine di comprendere a pieno i rischi che gli Azionisti correrebbero divenendo azionisti di UCG;
3. la combinazione tra UCG e BBPM, e il conseguente raggiungimento degli obiettivi strategici dell'operazione, risultano soggetti a rischi e ad elementi di incertezza, che potrebbero assumere ancor più rilevanza in presenza di eventuali ulteriori possibili operazioni straordinarie che dovessero essere effettuate da UCG.

Con specifico riferimento all'implementazione dei programmi futuri dell'Offerente, UCG ha rappresentato nel Documento di Offerta che *"la consolidata esperienza dell'Offerente in operazioni di M&A, come dimostrato dalle recenti iniziative in Grecia, Romania e Germania, consentirà un'integrazione rapida ed efficace con l'Emittente, senza interruzioni nel business o impatti sociali, accelerando il raggiungimento degli obiettivi strategici dell'operazione e posizionando il nuovo gruppo tra i leader del settore bancario europeo, capace di sostenere l'economia reale e creare valore per azionisti, clienti e comunità locali"*⁴⁰. Il Consiglio di Amministrazione ritiene tuttavia che le recenti iniziative menzionate da UCG non siano comparabili con l'OPS e gli obiettivi futuri delineati dallo stesso Offerente, tra i quali l'eventuale Fusione. Le iniziative in Grecia e Germania, infatti, si riferiscono all'acquisto da parte di UCG di una partecipazione di minoranza nel capitale di Alpha Services and Holdings S.A. (circa il 9,6% del capitale)⁴¹ e Commerzbank AG (circa il 28% del capitale di cui il 9,5% in azioni e il resto in strumenti derivati)⁴², mentre l'esperienza in Romania riguarda

³⁹ Cfr. Sezione A, Paragrafo A.7.1 del Documento di Offerta.

⁴⁰ Cfr. Sezione A, Paragrafo A.7.1 del Documento di Offerta.

⁴¹ Nota: Alpha Services and Holdings S.A. che detiene il 100% del capitale sociale della banca greca Alpha Bank S.A.. Fonte, al 31 marzo 2025, della partecipazione detenuta da UCG: sito internet di Alpha Services and Holdings S.A. (<https://www.alphaholdings.gr/en/Holdings/Investor-relations/share-information/shareholder-structure>).

⁴² Fonte: Sezione "Panoramica delle attività aziendali", Paragrafo "Investimento in Commerzbank" del Documento di Registrazione.

l'integrazione di una banca di dimensioni significativamente minori rispetto a BBPM⁴³ e nel contesto di un'operazione concordata con il *management* e l'azionista di controllo.

Inoltre, l'attenzione degli Azionisti dovrebbe essere rivolta al fatto che l'OPS è stata annunciata:

- (i) nel momento in cui BBPM stava perseguendo un percorso di crescita strategica e dimensionale, mediante l'annuncio dell'OPA Anima (completata poi con successo) e l'investimento in BMPS, valutato positivamente dal mercato in considerazione dell'apprezzamento del titolo BBPM successivamente ad entrambe le operazioni; e
- (ii) prima dell'annuncio dei risultati consolidati al 31 dicembre 2024 e dell'aggiornamento del Piano Strategico, avvenuti entrambi in data 12 febbraio 2025.

Fermo restando quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione ritiene che i benefici immediati e prospettici derivanti dalla crescita strategica avviata da BBPM nonché la *performance* sopra richiamata debbano necessariamente essere adeguatamente valorizzati dagli Azionisti nella decisione di divenire o meno azionisti di UCG e ciò, a maggior ragione, in considerazione del fatto che tali benefici, sia immediati che prospettici, non appaiono in alcun modo riflessi nel Corrispettivo.

2.1 BBPM è una banca con caratteristiche distintive e con rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i suoi Azionisti, guidata da un *management* con un *track-record* di successo

2.1.1 BBPM è una banca con caratteristiche distintive

Le caratteristiche distintive di BBPM, che ne fanno una banca di eccellenza rispetto ai *competitor* italiani e di matrice estera presenti sul territorio, includono tra le altre: (i) una rete distributiva radicata nelle aree geografiche più dinamiche del Paese, (ii) una vocazione storica di banca di territorio, vicina alle famiglie e alle PMI, (iii) un modello di *business* solido e completo, con fabbriche prodotte di proprietà o in *joint venture* con primari *player* specializzati, e (iv) un portafoglio crediti di qualità elevata.

Una rete distributiva radicata nelle aree geografiche più dinamiche del Paese

BBPM beneficia di una radicata rete territoriale, caratterizzata dalla storica presenza concentrata nelle regioni più dinamiche del Paese, quali la Lombardia, il Veneto, l'Emilia-Romagna, il Piemonte e la Toscana. Tali regioni sono da sempre tra le più dinamiche a livello nazionale, contraddistinte da un'attività economica rivolta sia al mercato domestico sia verso l'*export*. Sulla base delle statistiche Eurostat tali regioni sono caratterizzate da un PIL *pro capite* in linea o superiore alla media europea (e.g., Lombardia, +34%, Emilia-Romagna, +18%, Veneto, +11% rispetto alla media europea)⁴⁴.

Al 31 dicembre 2024, circa il 76% degli sportelli *retail* BBPM sono concentrati nelle regioni del Nord Italia⁴⁵. In particolare, in Lombardia BBPM ha una quota di mercato per filiali pari a circa il 13%, mentre UCG ha una quota di mercato nella stessa regione di circa il 6%⁴⁶. Si evidenzia, inoltre, che oltre il 76% degli impieghi di BBPM a clientela *core* in Italia sono concentrati nel Nord Italia rispetto al circa 47% degli impieghi per cassa *in bonis* di UCG nella medesima area geografica⁴⁷.

⁴³ Nota: al 31 dicembre 2024, Alpha Bank Romania S.A., banca acquisita da UCG, presentava un totale di bilancio di Euro 4,5 miliardi circa rispetto agli Euro 198,2 miliardi circa di BBPM alla medesima data (dati tratti, rispettivamente, dai bilanci annuali di Alpha Bank S.A. e BBPM).

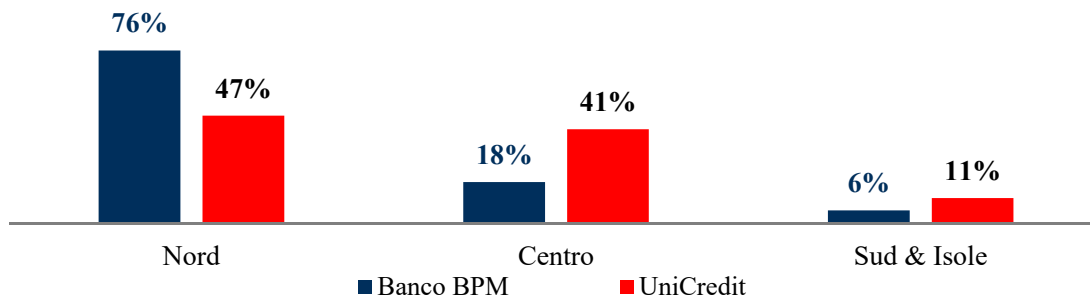
⁴⁴ Fonte: Eurostat *regional yearbook* 2024 pag. 102 e database sottostante (dati riferiti al 2023).

⁴⁵ Fonte: bilancio dell'esercizio 2024 di BBPM (pag. 15).

⁴⁶ Fonte: dati Banca d'Italia relativi al 2023 e pag. 7 della presentazione di UCG del 25 novembre 2024.

⁴⁷ Fonte: cfr. nota successiva.

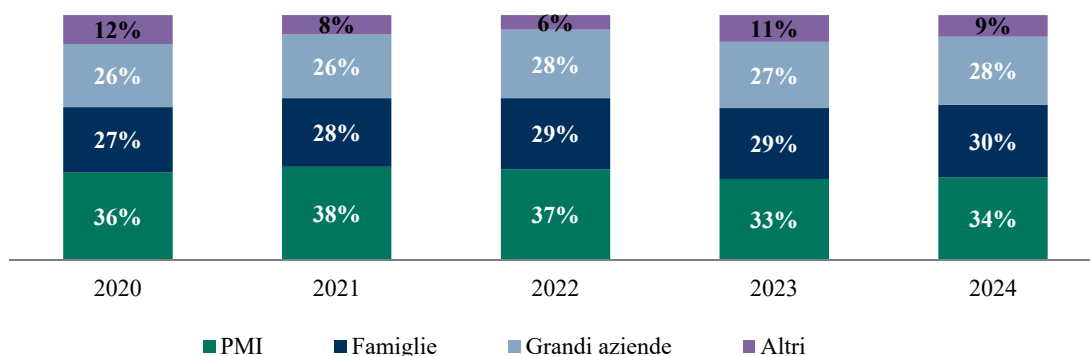
Il grafico di seguito mostra la ripartizione dei crediti verso la clientela *in bonis* in Italia per area geografica⁴⁸:



Una vocazione storica di banca di territorio, vicina alle famiglie e alle PMI

BBPM ha una vocazione storica di banca di territorio, vicina alle famiglie e alle PMI oltre che alle grandi imprese, che affianca con tutte le forme creditizie, dal breve al medio lungo termine, attraverso operazioni di finanza sia ordinaria sia strutturata.

Il supporto costante fornito da BBPM alle PMI italiane è osservabile dall'analisi della composizione del credito per segmento. Come evidenziato nel grafico sottostante, che mostra la ripartizione del credito per segmento di clientela dal 2020⁴⁹, il credito alle PMI rappresenta costantemente più di un terzo dello stock di crediti complessivo di BBPM; includendo le grandi imprese si rileva una quota di credito erogato attorno o superiore al 60% del totale.



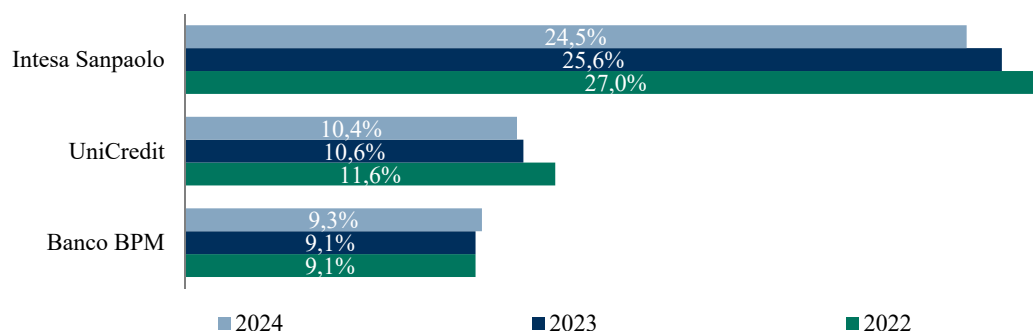
Osservando l'evoluzione dello stock di crediti verso il mondo imprese di BBPM rispetto a quello di UCG negli ultimi tre anni si nota come, malgrado la sua posizione di seconda banca a livello nazionale, la quota di mercato di UCG sia molto simile a quella di BBPM. Tuttavia, BBPM orienta una parte significativa dei propri impieghi verso le imprese italiane, mentre UCG segue una politica di credito diversa, con una percentuale di proprio credito *in bonis* in Italia rispetto al totale dei crediti *in bonis* pari a circa il 37,5% al 31 dicembre 2024⁵⁰.

⁴⁸ Fonte: BBPM: *gross core performing loans* al 31/12/2024 al netto di *repurchase agreements* e *leasing* (cfr. pag. 17 della presentazione "Group FY2024 Results and Strategic Plan update" del 12 febbraio 2025); UCG: distribuzione territoriale delle esposizioni creditizie per cassa non deteriorate verso clientela in Italia (cfr. pag. 989 del Bilancio 2024).

⁴⁹ Fonte: elaborazione di BBPM relativa alle esposizioni *in bonis* lorde, alla fine di ogni anno, inclusive delle esposizioni *in bonis* lorde della società partecipata Agos Ducato originate da BBPM. Nota: per PMI si intendono società con fatturato fino a Euro 50 milioni o totale attivo fino a Euro 43 milioni e fino a 250 dipendenti.

⁵⁰ Fonte: *Divisional Database* di UCG relativo al 4Q 2024.

Il grafico di seguito mostra la quota di mercato “Impieghi Imprese” su totale Italia per i primi tre *player*⁵¹:



Un modello di business solido e completo, con fabbriche prodotte di proprietà o in joint venture con primari player specializzati

L’attività di BBPM, uno dei pochi conglomerati finanziari presenti in Italia, si basa su un solido modello di *business* in grado di fornire un’ampia e completa gamma di prodotti e servizi finanziari, facendo leva su un completo *set* di fabbriche prodotte, come fattore abilitante di un forte presidio su comparti specializzati ad alto valore aggiunto e di un *franchising* distributivo competitivo. Nello specifico:
































- alcune fabbriche prodotte sono interne al gruppo: *Asset management* (Anima) e *Life insurance* (BBPM Vita, Vera Vita e BBPM Life). In relazione all’attività di *life insurance*, in particolare, BBPM è una delle poche banche italiane ad aver proceduto alla sua internalizzazione e ottenuto il riconoscimento dello *status* di *Financial Conglomerate*. UCG, d’altro canto, ha avviato solo nel settembre del 2024 un percorso di internalizzazione del proprio *business* assicurativo vita, con il completamento “previsto nel corso del 2025”⁵². Alla Data del Comunicato dell’Emittente, quindi, sulla base dei dati pubblicamente disponibili, UCG non ha ancora completato tale processo così come non ha ottenuto l’applicazione del *Danish Compromise* alle proprie attività di *bancassurance* vita;
- altre fabbriche prodotte sono in *joint venture* con primari operatori del settore con un approccio volto a consentire a BBPM un ruolo di rilievo nella definizione delle scelte strategiche e nella *governance*: *Non life insurance* (BBPM Assicurazioni, Vera Assicurazioni), Credito al consumo (Agos), Pagamenti (Numia), secondo una strategia che ha visto BBPM stipulare *partnership* strategiche con altri operatori specializzati di primario *standing* a livello nazionale (Agos) o europeo (Crédit Agricole Assurances), ovvero partecipare alla costituzione di una start-up innovativa in *partnership* con la rete delle banche di credito cooperativo (Numia).

Attraverso questo modello, unico nel settore in Italia, BBPM riesce a generare valore dalla partecipazione diretta agli utili di tutte le fabbriche prodotte.

⁵¹ Fonte: Quota di mercato illustrativa elaborata da BBPM come rapporto tra (i) *stock* di crediti *performing* netti verso imprese non finanziarie tratti dai rispettivi bilanci annuali di BBPM, Intesa Sanpaolo e UCG e (ii) *stock* dei crediti *performing* netti complessivi a tali soggetti sulla base dell’elaborazione di dati forniti da Banca d’Italia (flussi di ritorno delle segnalazioni di vigilanza).

⁵² Cfr. Sezione A., Paragrafo A.3.13 del Documento di Registrazione.

La tabella di seguito mostra un'analisi comparativa illustrativa del modello di *business* di BBPM rispetto a UCG e agli altri principali *peers* italiani⁵³:

	 					
Asset Management						
Assicurazione Vita						
Assicurazione Danni						
Credito al consumo						
Pagamenti						

Il modello di *business* di BBPM, rafforzato anche dall'integrazione di Anima, consentirà di diversificare ulteriormente le fonti di generazione di ricavi, favorendo nel medio-lungo termine il riequilibrio, all'interno dei ricavi *core*, tra componente commissionale e margine di interesse – inevitabilmente destinato a ridursi in un possibile scenario di progressiva riduzione dei tassi di interesse sul mercato. Inoltre, come riportato nel Piano Strategico, si prevede che l'incidenza dei ricavi non da interessi si incrementerà ulteriormente dal 40% circa nel 2024 fino al 50% circa nel 2027 grazie all'integrazione e al contributo di Anima all'interno delle fabbriche prodotto di BBPM.

Inoltre, si evidenzia che, grazie al contributo di Anima, l'importo degli *asset under management* di BBPM risulta sostanzialmente equiparabile a quello di UCG⁵⁴.

Un portafoglio crediti di qualità elevata

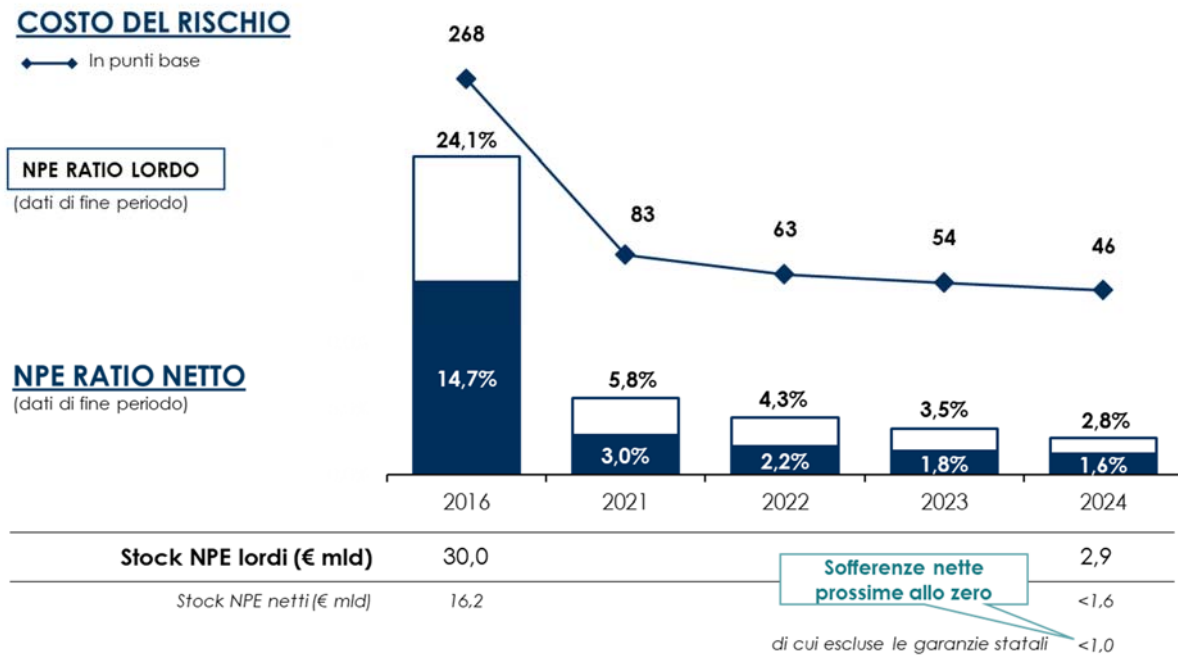
Le iniziative strategiche e le azioni di gestione dei portafogli di crediti *non performing* dell'Emittente hanno consentito a BBPM, senza ricorrere ad aumenti di capitale da parte degli Azionisti, di migliorare significativamente la qualità del proprio credito, raggiungendo nel 2024 il risultato storico di seguito specificato in termini di qualità dell'attivo e di *cost of risk*. Infatti, in particolare, per quanto riguarda la qualità del portafoglio creditizio, a fine 2024 l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei crediti lordi (*NPE ratio*) si è ulteriormente ridotta al 2,8%, corrispondente ad una riduzione di 3 punti percentuali rispetto al 2021 e di oltre 21 punti percentuali rispetto al 2016, e il *cost of risk* si è attestato attorno a 46 punti base (corrispondente ad una riduzione di circa il 45% rispetto al 2021 e di circa l'83% rispetto al 2016). Inoltre, si evidenzia un *NPE ratio* al netto degli accantonamenti del

⁵³ Fonte: elaborazione di BBPM. Note: per UCG il grafico prende in considerazione le *joint ventures* nel settore assicurativo (CNP UniCredit Vita e UniCredit Allianz Vita, in fase di internalizzazione con l'acquisto da parte di UCG del relativo controllo previsto nel corso del 2025 subordinatamente alle ordinarie autorizzazioni da parte delle autorità competenti, e UniCredit Allianz Assicurazioni) e la fabbrica prodotto proprietaria nel credito al consumo. I *peers* includono B MPS, BPER e Intesa Sanpaolo.

⁵⁴ Nota: dati al 30 giugno 2024; BBPM: circa Euro 217 miliardi di *asset under management* pro-forma per l'acquisizione di Anima (fonte: pag. 5 della presentazione di annuncio dell'OPA Anima del 6 novembre 2024) e UCG: circa Euro 213 miliardi (fonte: pag. 8 del comunicato stampa del 24 luglio 2024, pari alla somma di "AuM + AuA" (Euro 155,3 miliardi) e "Insurance" (Euro 58,1 miliardi)).

1,6% a fine 2024 (in riduzione di circa 1,5 punti percentuali e 13 punti percentuali rispetto, rispettivamente, al 2021 e al 2016) con uno stock di sofferenze nette prossime allo zero⁵⁵.

Il grafico di seguito mostra l'evoluzione della qualità del credito e del costo del rischio di BBPM⁵⁶:



2.1.2 BBPM offre rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i propri Azionisti

BBPM offre rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i propri Azionisti, ulteriormente rafforzate dall'acquisizione della quasi totalità del capitale sociale di Anima, avvenuto per effetto dell'OPA Anima perfezionatasi in data 11 aprile 2025, che posiziona il Gruppo BBPM come *player* integrato in ambito *life insurance & asset management*, con benefici in termini di crescita e diversificazione dei ricavi da commissioni, in particolare nell'attuale scenario di riduzione attesa del livello dei tassi di interesse.

Invero, negli ultimi anni BBPM ha intrapreso un chiaro percorso evolutivo verso un *business mix* maggiormente diversificato e orientato all'erogazione di servizi e alla distribuzione di prodotti a valore aggiunto, anche grazie all'integrazione delle fabbriche prodotte nel proprio modello di *business*. Tali iniziative strategiche consentono a BBPM di diversificare il proprio *business* con attività più *capital light* (i.e., meno gravose in termini di assorbimento di capitale regolamentare) e non direttamente esposte all'evoluzione dei tassi di interesse, incrementando, pertanto, la stabilità e la visibilità delle prospettive di crescita di BBPM nel medio-lungo termine, nonché la relativa qualità degli utili.

Le rilevanti prospettive di crescita di BBPM sono testimoniate dai contenuti del Piano Strategico, centrato su chiare linee guida e, in particolare da: (i) un RoTE e un ROE attesi a fine piano superiori, rispettivamente, al 21% e al 16% favoriti da un ulteriore miglioramento del *mix* di ricavi e dell'utile

⁵⁵ Nota: escludendo i crediti con garanzie statali, le sofferenze nette di BBPM al 31 dicembre 2024 erano pari a circa Euro 209 milioni

⁵⁶ Fonte: pag. 33 della presentazione di BBPM "Risultati del Gruppo per l'esercizio 2024 e aggiornamento del Piano Strategico" del 12 febbraio 2025. Nota: escludendo i prestiti con garanzie statali le sofferenze nette erano pari a circa Euro 209 milioni al 31 dicembre 2024.

netto, (ii) un livello di remunerazione degli Azionisti sotto forma di dividendo *cash* tra i più elevati del settore, (iii) una solida posizione di capitale superiore ai requisiti regolamentari e in linea con il settore.

Un Piano Strategico aggiornato e credibile con chiare linee guida

In data 12 febbraio 2025, BBPM ha pubblicato un aggiornamento del Piano Strategico, con estensione dell'orizzonte temporale al 2027. Tale aggiornamento si è reso necessario tenuto conto dei solidi risultati conseguiti nel corso dell'esercizio 2024 e del superamento in anticipo dei principali *target* previsti originariamente per l'esercizio 2026.

L'*over-performance* realizzata nel 2024 rappresenta un'ulteriore conferma di un solido ed affidabile *track-record* maturato negli anni e dell'impegno credibile e costante da parte del *management* nel percorso di crescita e di creazione di valore sostenibile di BBPM. In particolare, si evidenzia che si è reso opportuno aggiornare il Piano Strategico anche tenuto conto dei seguenti principali risultati conseguiti nell'ultimo esercizio:

- incremento significativo dell'utile: utile netto *adjusted* al 2024 pari a Euro 1,691 miliardi (a fronte di un valore pari a Euro 710 milioni nel 2021), con un risultato superiore di oltre Euro 300 milioni rispetto alla *guidance* relativa all'esercizio 2024 riportata nel precedente piano strategico 2023 - 2026 (pari a circa Euro 1,360 miliardi⁵⁷);
- riduzione del credito deteriorato: *gross NPE ratio* al 2024 pari al 2,8% (a fronte di un valore pari al 5,8% nel 2021), già al di sotto della soglia del 3% *target* per l'anno 2026⁵⁸;
- solidità del capitale: CET1 *ratio* al 2024 pari al 15% (a fronte di un valore pari al 13,4% nel 2021), superiore al "punto di arrivo" della traiettoria del Piano Strategico previgente pari al 14%⁵⁹.

Il Piano Strategico è stato sviluppato in continuità con i pilastri della strategia di BBPM basata, in particolare, sui seguenti elementi:

- consolidata vocazione di banca vicina alle famiglie e alle PMI;
- confermata volontà di rafforzamento delle aree *wealth management* e *life insurance*;
- sviluppo delle fabbriche prodotto in *partnership*, con particolare riferimento all'assicurazione *non life* e alla monetica, in ottica di rafforzamento di un modello di *business* maggiormente diversificato e capace di generare maggior valore aggiunto;
- potenziamento dell'omni-canalità per una banca sempre più digitale;
- ulteriore impulso all'innovazione in ambito tecnologico per una banca più efficiente e sicura in ambito *cyber*;
- confermata volontà di mantenere una solida posizione patrimoniale, mantenendo forte attenzione alla qualità degli attivi e preservando ampi margini rispetto ai requisiti regolamentari minimi di capitale;
- vicinanza alle persone e alla comunità supportandone la crescita.

Si evidenzia che il Piano Strategico riflette un *trend* prudenziale di decremento del margine di interesse, l'incremento della componente reddituale non derivante da interessi e il miglioramento

⁵⁷ Fonte: pag. 7 della presentazione di BBPM "Risultati del Gruppo per l'esercizio 2024 e aggiornamento del Piano Strategico" del 12 febbraio 2025.

⁵⁸ Fonte: pag. 18 della presentazione di BBPM "Risultati del Gruppo per l'esercizio 2024 e aggiornamento del Piano Strategico" del 12 febbraio 2025.

⁵⁹ Fonte: pag. 18 e pag. 20 della presentazione di BBPM "Risultati del Gruppo per l'esercizio 2024 e aggiornamento del Piano Strategico" del 12 febbraio 2025.

della qualità degli attivi di BBPM, da cui deriverà una conferma del *trend* di riduzione del costo del rischio, atteso su livelli (40 punti base al 2027) simili a quelli attualmente riportati da parte dei *peers*⁶⁰.

Alla luce delle attese di riduzione dei tassi di interesse, il Piano Strategico è stato sviluppato incorporando ipotesi macroeconomiche maggiormente conservative alla base dell'evoluzione del margine di interesse, atteso ridursi dai circa Euro 3,4 miliardi registrati nel 2024 ad Euro 3,15 miliardi nell'esercizio 2027, a seguito di una riduzione prudenziale del tasso Euribor a 3 mesi dal 3,6% (valore medio registrato durante l'anno 2024) al 2,0% (valore medio atteso per gli anni 2026 e 2027), parzialmente compensata dall'incremento dei volumi, con particolare riferimento ai prestiti *core* per i quali è previsto un CAGR del 1,7% nel periodo 2024-2027.

Come maggiormente dettagliato nel seguito, il Piano Strategico prevede un importante incremento della componente di ricavi non derivanti da interessi, attesa aumentare di circa 10 punti percentuali dal 40% nel 2024 al 50% nel 2027, grazie all'incremento della componente commissionale e all'entrata a pieno regime di tutte le principali fabbriche prodotte (inclusa Anima), le quali potranno generare oltre Euro 1,7 miliardi di ricavi nel 2027 rispetto ai circa Euro 1,0 miliardi nel 2024, più che compensando, pertanto, il *trend* decrescente del margine di interesse.

RoTE e ROE attesi a fine piano superiori, rispettivamente, al 21% e al 16% favoriti da un ulteriore miglioramento del mix di ricavi e dell'utile netto

Il Piano Strategico prevede un utile netto consolidato stimato del Gruppo BBPM al 2027 di Euro 2,15 miliardi, con un importante contributo derivante dall'integrazione di Anima (pari a circa Euro 200 milioni nel 2027), che si prevede comporti un incremento dell'utile netto per azione stimato al 2027 di circa il 10% rispetto alle stime di BBPM *standalone*. Tale incremento dell'utile netto stimato al 2027 include, oltre al contributo derivante dal consolidamento di Anima, anche il conseguimento di importanti sinergie stimate prudenzialmente in un importo complessivo a regime pari a Euro 60 milioni (al lordo del relativo effetto fiscale)⁶¹. BBPM, alla luce del raggiungimento di una partecipazione pari all'89,95% circa del capitale di Anima a seguito dell'OPA Anima e tenuto conto dell'attuale pendenza dell'OPS, si riserva di valutare in futuro ogni possibile iniziativa alla quota di Anima ad oggi non detenuta, nell'ottica di massimizzare il contributo della società di *asset management* ai risultati del Gruppo BBPM nei prossimi anni.

Si prevede per l'esercizio 2027 un *return on tangible equity* (c.d. "RoTE") superiore al 21% e un *return on equity* (c.d. "ROE") superiore al 16%⁶², favoriti da un miglioramento del *business mix*, risultato di un percorso di trasformazione, già intrapreso da BBPM e che continuerà in arco piano, verso un modello di *business* a maggior valore aggiunto, con un contributo all'utile netto 2027 sempre crescente del "Wealth & Asset Management", del comparto "Protection" e delle "Specialty Banking Solutions" la cui incidenza è prevista raggiungere il ~45-50%, a fronte di un *commercial banking* al ~50-55%. Anche a livello dei ricavi totali si prevede un significativo miglioramento del contributo dei proventi non da interessi come incidenza sul totale dei ricavi, con un incremento atteso dal 38-40% nel 2023-2024 a circa il 50% nel 2026-2027, grazie, in particolare, all'acquisizione di Anima⁶³.

Il grafico di seguito mostra l'evoluzione dell'utile netto, su base storica e in arco piano⁶⁴, evidenziando come a fine 2027 una quota compresa tra il 45% e il 50% dell'utile complessivo sia

⁶⁰ Il costo del rischio riportato nel 2024 è pari a 30 punti base per Intesa Sanpaolo, 29 punti base per UCG Italia, 36 punti base per BPER, 53 punti base per BMPS e 53 punti base per Banca Popolare di Sondrio (Fonte: presentazioni al mercato sui risultati 2024).

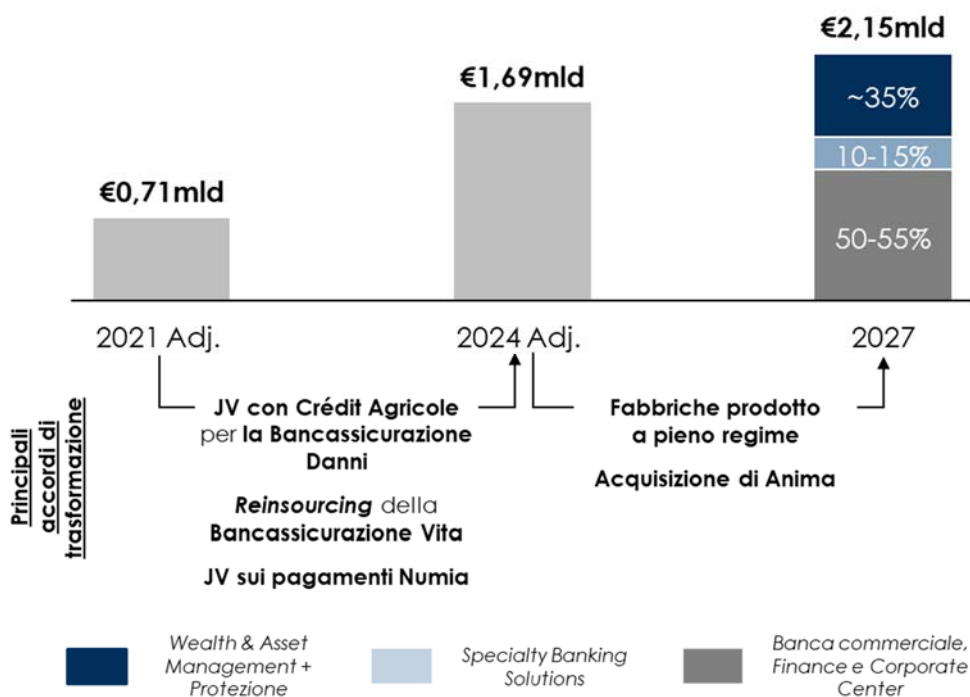
⁶¹ Fonte: Nota integrativa datata 27 febbraio 2025 alla relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di BBPM sul primo punto all'ordine del giorno dell'Assemblea Ordinaria degli Azionisti del 28 febbraio 2025.

⁶² Nota: dati ricalcolati, rispetto al Piano Strategico del 12 febbraio 2025, sulla base di una distribuzione complessiva a favore degli Azionisti di Euro 6 miliardi in arco piano.

⁶³ Fonte: pag. 27 della presentazione di BBPM "Risultati del Gruppo per l'esercizio 2024 e aggiornamento del Piano Strategico" del 12 febbraio 2025.

⁶⁴ Fonte: pag. 38 della presentazione di BBPM "Risultati del Gruppo per l'esercizio 2024 e aggiornamento del Piano Strategico" del 12 febbraio 2025.

riconducibile ai business "Wealth & Asset Management" e "Protezione" e "Specialty Banking Solutions", a cui il mercato tende ad attribuire una valorizzazione più elevata rispetto alle attività di "banca commerciale":



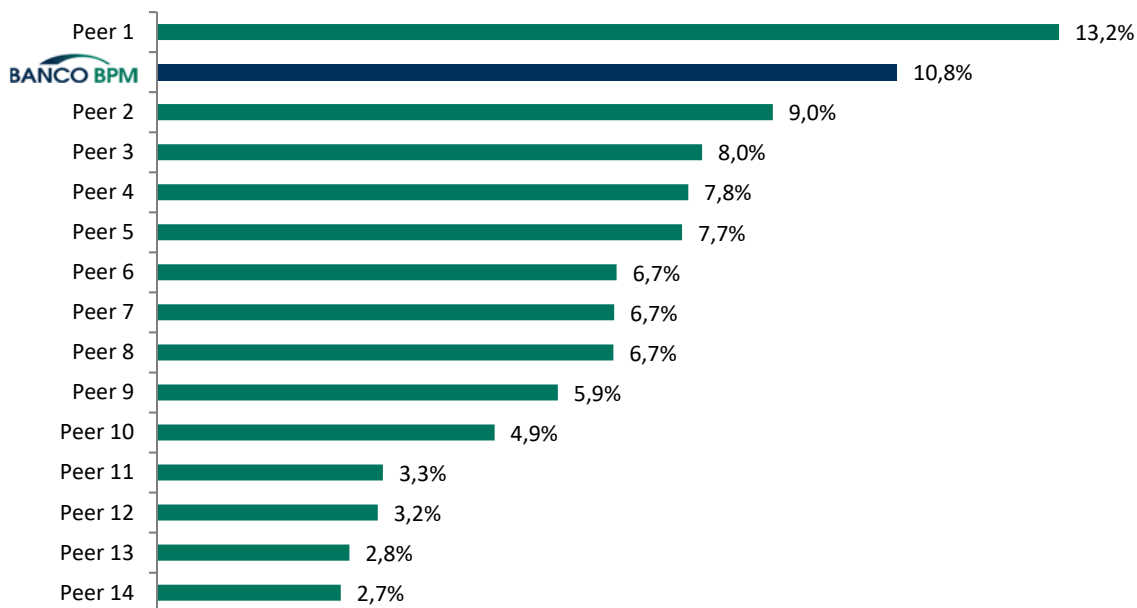
Un livello di remunerazione degli Azionisti sotto forma di dividendo cash tra i più elevati del settore

Tenuto conto dei risultati conseguiti nel 2024 e delle solide prospettive per il prossimo triennio, il Piano Strategico prevede un aumento significativo della remunerazione degli Azionisti (+50% rispetto ai precedenti target di distribuzione). In particolare, il *dividend payout ratio* è stato incrementato all'80% dell'utile netto già a partire dall'esercizio 2024 e sulla base degli obiettivi di utile netto prospettici, il Piano Strategico incorpora una remunerazione complessiva a favore degli Azionisti, nonostante la mancata applicazione del c.d. *Danish Compromise* all'acquisizione di Anima, di oltre Euro 6 miliardi tra il 2024 e il 2027, corrispondente a circa Euro 1,0 per azione su base annua e al 44% circa dell'attuale capitalizzazione dell'Emittente⁶⁵, rispetto ad una remunerazione totale di Euro 4 miliardi nel periodo 2023-2026 inclusa nel precedente piano strategico triennale.

Si ricorda che, tenuto conto dell'*interim dividend* distribuito a novembre 2024, il *dividend yield* relativo all'esercizio 2024, del titolo BBPM risulta tra i più elevati all'interno del settore bancario a livello europeo.

⁶⁵ Nota: capitalizzazione di BBPM calcolata sulla base del numero di azioni in circolazione al netto delle azioni proprie e sulla base del prezzo ufficiale del titolo al 22 aprile 2025 (Fonte: Factset).

Il grafico seguente riporta a titolo indicativo il *cash dividend yield* relativo al 2024 di un campione di banche europee⁶⁶:



Una solida posizione di capitale al di sopra dei requisiti regolamentari e in linea con il settore

In linea con gli ultimi anni, BBPM si caratterizza per una solida posizione di capitale e il Piano Strategico prevede il mantenimento di un CET1 *ratio* non inferiore al 13% alla fine di ogni anno di piano, in linea con il livello medio delle proiezioni delle principali banche italiane pari a circa il 13%⁶⁷. Si evidenzia che il CET1 *ratio*, che precedentemente era previsto raggiungere il 14% alla fine del 2026, riguarda adesso nel Piano Strategico un obiettivo minimo pari al 13%, senza risentire, se non in misura contenuta, della decisione dell'Emittente di incrementare complessivamente la remunerazione a favore degli Azionisti fino a oltre Euro 6 miliardi in arco piano (rispetto al precedente *target* di Euro 4 miliardi).

Inoltre, come comunicato al mercato il 27 marzo 2025, BBPM ha già intrapreso le prime misure di ottimizzazione del proprio capitale finalizzate a raggiungere, già dal mese di giugno 2025, il livello minimo del 13% di CET1 *ratio*, tenuto conto della mancata applicazione del *Danish Compromise* all'acquisizione di Anima. Si evidenzia altresì che ulteriori misure di *capital optimisation* potranno essere attivate a valle delle risultanze preliminari del processo di *Purchase Price Allocation* relativo all'acquisizione di Anima.

Si segnala altresì che il livello minimo di CET1 *ratio* del 13% indicato da BBPM è in linea con la parte alta del *range* di CET1 *ratio target* comunicato da UCG⁶⁸. Inoltre, a partire dal 1° gennaio 2025 a BBPM è applicabile un requisito minimo SREP del 9,18%, circa 110 punti base inferiore rispetto al

⁶⁶ Fonte: FactSet al 22 aprile 2025 (*cash dividend yield* complessivo, relativo all'esercizio 2024, del seguente campione di banche europee: Banco de Sabadell, Banco Santander, BBVA, BMPS, BNP Paribas, Banca Popolare di Sondrio, BPER, CaixaBank, Commerzbank, Crédit Agricole, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, Société Générale e UCG).

⁶⁷ Nota: media delle principali banche italiane (BMPS, BPER, Intesa Sanpaolo e UCG). Fonte: BMPS ("*management target*" CET1 *ratio* del 14%, pag. 34 della presentazione "2Q 24 & 1H 24 Results & Business Plan 2024 2028" del 6/08/2024), BPER ("CET1 *ratio* 2027E" superiore al 14,5%, pag. 12 della presentazione "B:Dynamic | Full Value 2027" del 10/10/2024), Intesa Sanpaolo ("*Basilea 3/Basilea 4 CET1 ratio fully phased-in target*" superiore al 12%, pag. 4 della presentazione "Piano di Impresa Intesa Sanpaolo 2022-2025" del 4/02/2022, e UCG ("*target CET1 ratio*" del 12,5%-13,0%, pag. 4 della presentazione "UniCredit Unlocked" dell'11/02/2025).

⁶⁸ Nota: 12,5% - 13,0% di CET1 *ratio target* comunicato da UCG. Fonte: Sezione "*Previsioni e stime degli utili*", Paragrafo "*Contributo all'Ambitions 2025-27*" del Documento di Registrazione.

requisito minimo SREP di UCG pari al 10,28%⁶⁹, e inferiore di circa 382 punti base rispetto al livello minimo di CET1 *ratio* di BBPM del 13% alla fine di ogni anno di piano.

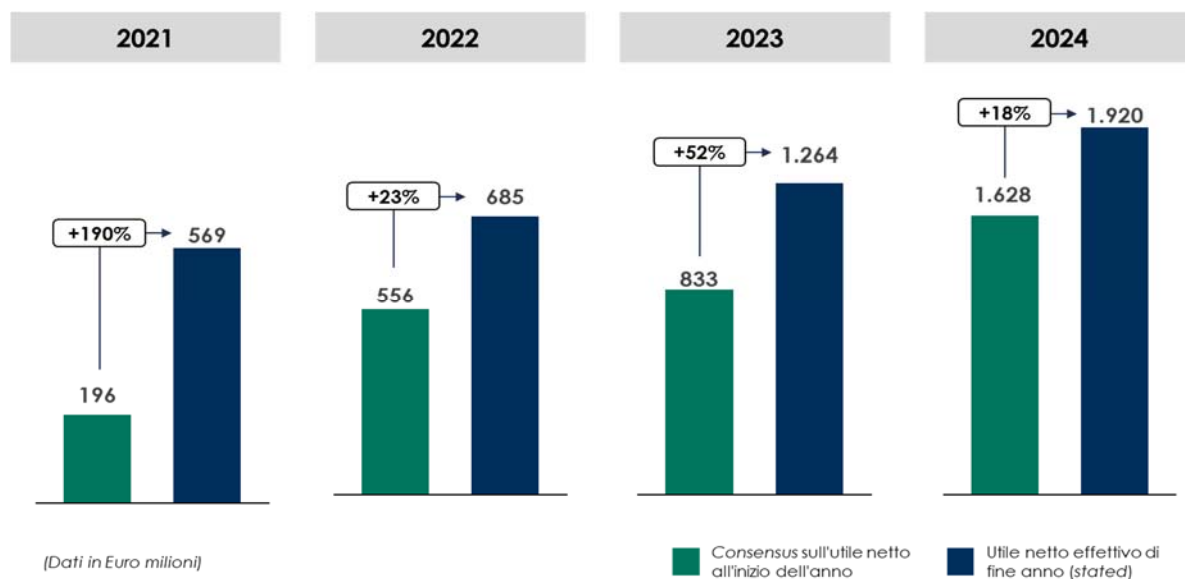
2.1.3 BBPM ha maturato un significativo *track-record* di successo

BBPM ha maturato una comprovata esperienza come banca commerciale a vocazione territoriale e nell'arco di 10 anni circa ha messo in atto una chiara visione strategica guidata da logiche industriali dimostrando capacità di creare valore per gli Azionisti, come evidenziato, tra l'altro, dal fatto che come di seguito illustrato: (i) BBPM ha raggiunto risultati superiori al *consensus* di mercato, (ii) il titolo BBPM ha generato un significativo valore per gli Azionisti, e (iii) il *management* di BBPM ha una consolidata esperienza nella realizzazione di operazioni straordinarie, completate senza aumenti di capitale a carico degli Azionisti.

BBPM ha raggiunto risultati superiori al consensus di mercato

Il *management* di BBPM, che negli anni ha operato con impegno per trasformare un modello tradizionale di banca commerciale in un conglomerato finanziario diversificato e integrato, è riuscito a conseguire risultati finanziari superiori alle attese, come dimostrato dal raggiungimento in anticipo dei principali *target* del Piano Strategico e dal conseguimento, negli esercizi dal 2021 al 2024, di un utile netto superiore rispetto alle stime di *consensus* degli analisti di ricerca.

Il grafico di seguito mostra un confronto tra le stime di *consensus* e l'utile netto effettivo realizzato da BBPM⁷⁰ negli ultimi 4 esercizi:



Il titolo BBPM ha generato un significativo valore per gli Azionisti

⁶⁹ Fonte: Sezione A.4, Paragrafo A.4.1.1. del Documento di Registrazione.

⁷⁰ Fonte: pag. 19 della presentazione di BBPM "Risultati del Gruppo per l'esercizio 2024 e aggiornamento del Piano Strategico" del 12 febbraio 2025.

Come mostrato dal grafico di seguito, il titolo BBPM ha registrato negli ultimi 5 anni circa un incremento di valore significativo pari a circa il 1.080% in termini di *total shareholder return* rispetto ad un incremento di valore dell'indice FTSE Italy Banks del 344% circa nel medesimo periodo⁷¹.



Il management di BBPM ha una consolidata esperienza nel creare valore senza richiedere ulteriore capitale ai propri Azionisti

Il management di BBPM ha dimostrato notevoli capacità nella realizzazione di importanti operazioni strategiche e complesse senza richiedere nuovo capitale agli Azionisti, quali l'integrazione tra Banca Popolare di Milano e Banco Popolare a seguito della fusione tra i due istituti, la riorganizzazione delle fabbriche prodotte nei segmenti del credito al consumo, della monetica e del *wealth management*, l'internalizzazione del *business* assicurativo, il rafforzamento della qualità del credito tramite la dismissione di portafogli di crediti deteriorati per complessivi circa Euro 35,7 miliardi nel periodo 2017 - 2024⁷², nonché l'acquisizione di Anima.

Inoltre, la fiducia e l'apprezzamento sul *track-record* di successo e la consolidata esperienza del management di BBPM sono dimostrate dalla partecipazione al capitale della Banca di importanti investitori istituzionali italiani e internazionali (e.g., *asset manager* internazionali e domestici, enti previdenziali e fondazioni bancarie) nonché dall'investimento di Crédit Agricole S.A., avvenuto nell'aprile 2022 a seguito dell'acquisizione di una partecipazione del 9,2% circa nel capitale di BBPM⁷³ che, facendo seguito a quanto comunicato in data 6 dicembre 2024, è stata incrementata al 19,8%⁷⁴.

Infine, si ricorda la presenza del patto parasociale tra i seguenti Azionisti rappresentativi di una partecipazione complessiva pari a circa il 6,5% del capitale sociale di BBPM: Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca, Fondazione Cassa di Risparmio di Alessandria, Fondazione ENPAM, Fondazione Cassa di Risparmio di Carpi, Fondazione Cassa di Risparmio di Reggio Emilia Pietro Manodori, Inarcassa - Cassa Nazionale di Previdenza ed Assistenza per gli Ingegneri ed Architetti Liberi Professionisti, e Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense⁷⁵.

⁷¹ Nota: dal 21 maggio 2020 al 22 aprile 2025 (estremi inclusi). Fonte: elaborazione su dati FactSet al 22 aprile 2025.

⁷² Nota: calcolato come somma dell'importo complessivo delle operazioni di c.d. "*derisking*" effettuate nel periodo 2017-2023 pari a circa Euro 34,9 miliardi (fonte: pag. 9 della presentazione dei risultati 2023 di BBPM dell'8 febbraio 2023) e delle dismissioni di portafogli di crediti non *performing* perfezionate nel corso del 2024 - incluse quelle deliberate - pari a circa Euro 0,8 miliardi (fonte: pag. 32 del bilancio dell'esercizio 2024 di BBPM).

⁷³ Per completezza informativa, si riporta di seguito un estratto del comunicato stampa pubblicato da Crédit Agricole S.A. in data 7 aprile 2022 relativo all'investimento strategico nel capitale di BBPM: "[...] *The transaction highlights Crédit Agricole's very positive appreciation of Banco BPM's intrinsic qualities: a solid franchise, positive financial perspectives and a strong and performing management team. It also strengthens the solid relationship with Banco BPM, characterized by the long-standing strategic partnership in consumer finance through the joint-venture Agos. Crédit Agricole aims at expanding the scope of strategic partnerships with Banco BPM. [...]*"

⁷⁴ Fonte: comunicati stampa pubblicati da Crédit Agricole S.A. in data 6 dicembre 2024 e 2 aprile 2025.

⁷⁵ Fonte: "Informazioni essenziali del patto parasociale avente ad oggetto azioni di Banco BPM S.p.A." del 7 gennaio 2025.

2.2 L'OPS prevede un Corrispettivo interamente costituito da Azioni UCG e, dunque, richiede un'attenta valutazione delle caratteristiche e dei fattori di rischio dell'Offerente

In via preliminare, si sottolinea che il Corrispettivo è costituito esclusivamente da Azioni UCG, una fattispecie ritenuta piuttosto inusuale per operazioni di questa tipologia. Si consideri, in tal senso, che alla Data del Comunicato dell'Emittente, per quanto a conoscenza del Consiglio di Amministrazione, non constano precedenti significativi in Italia di operazioni pubbliche di scambio volontarie totalitarie non concordate, diverse da quelle promosse dall'azionista di controllo, completate con successo che prevedessero un corrispettivo interamente in azioni e senza riconoscere un premio rispetto alla quotazione di Borsa dell'emittente alla relativa data di annuncio.

Ciò premesso, il Consiglio di Amministrazione ritiene opportuno che gli Azionisti, quali futuri potenziali azionisti di UCG, valutino attentamente le caratteristiche dell'Offerente nel seguito evidenziate, le quali sottolineano talune differenze rilevanti rispetto a BBPM. In particolare: (i) il *business model* di UCG presenta elementi di attenzione; (ii) le ambizioni in termini di profittabilità e remunerazione degli azionisti risultano difficili da valutare in assenza di un piano industriale aggiornato; (iii) la presenza in Russia espone l'Offerente ad un rischio significativo nell'attuale contesto geopolitico; (iv) i recenti investimenti straordinari dell'Offerente rappresentano ulteriori elementi di incertezza.

2.2.1 Il *business model* di UCG presenta elementi di attenzione

I risultati economici di UCG si caratterizzano per un contributo inferiore delle commissioni nette e per una maggiore incidenza del trading

I risultati economici di BBPM beneficeranno al termine del Piano Strategico di un contributo rilevante dei proventi non da interessi sul totale dei ricavi, pari al 50%, ovvero Euro 3,21 miliardi di proventi non da interessi su Euro 6,36 miliardi di totale ricavi⁷⁶, anche grazie all'acquisto di Anima. I risultati economici di UCG, invece, si caratterizzano per un contributo inferiore delle commissioni nette e altri ricavi, pari a circa 42% al 2027, sulla base del *consensus* degli analisti di ricerca messo a disposizione sul sito di UCG⁷⁷, e per una maggiore incidenza dei ricavi derivanti da interessi e delle altre componenti di ricavo, come i ricavi da *trading*, che possono risultare maggiormente volatili.

Il rischio relativo all'impatto delle fluttuazioni di mercato sulle attività di *trading* e di investimento è riportato, al fattore di rischio di cui al paragrafo A.3.5. del Documento di Registrazione, in cui UCG sottolinea che *"Il Gruppo UniCredit mantiene posizioni di trading in tutte le classi di attività (debito, tassi di interesse, valute, materie prime e azioni) e posizioni di investimento nei mercati del debito e azionari, anche attraverso contratti derivati, che possono essere detenuti a scopo di negoziazione, copertura o investimento. Queste posizioni potrebbero essere influenzate negativamente dalla volatilità dei mercati finanziari, ovvero dal grado di fluttuazione dei prezzi in un determinato periodo in determinate condizioni di mercato. Di conseguenza, il Gruppo UCG è esposto a questi rischi e può subire perdite nelle sue attività di trading, copertura e investimento, anche attraverso contratti derivati, a causa delle fluttuazioni e della volatilità del mercato."*

A tale riguardo, si specifica che UCG evidenzia una maggiore incidenza dei ricavi da *trading*, potenzialmente più volatili, rispetto a BBPM: facendo riferimento allo schema di conto economico consolidato, i ricavi da *trading* hanno rappresentato nel 2024 circa il 9% del Margine di Intermediazione (Voce 120) per UCG e solo il 3% per BBPM⁷⁸.

⁷⁶ Cfr. "Risultati del Gruppo per l'esercizio 2024 e aggiornamento del Piano Strategico" di BBPM, pag. 27.

⁷⁷ Cfr. <https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/en/investors/consensus-analysts/2024/Post-4Q24-Consensus.pdf>, pag. 2. Rapporto tra "Net commissions and insurance result" e "Total Revenues".

⁷⁸ Cfr. Bilanci e Relazioni 2024 - Progetto di Bilancio di UCG, pag. 353 e Relazioni e Bilanci Esercizio 2024 di Banco BPM, pag. 370. Ricavi da *trading* calcolati come somma di Risultato netto dell'attività di negoziazione (Voce 80), Risultato netto dell'attività di copertura (Voce 90) e Risultato netto delle altre attività e passività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico (Voce 110).

Il livello del costo del rischio di UCG tra il 2023 e il 2024, che appare riflettere anche un significativo contributo della riduzione delle rettifiche sul portafoglio performing, va valutato con attenzione nel lungo periodo

Il costo del rischio di UCG tra il 2023 e il 2024 è stato pari a 13 punti base e 15 punti base, rispettivamente; a tal riguardo si osserva, peraltro, che tra il 31.12.2022 e il 31.12.2024 le rettifiche di valore sullo stock di portafoglio performing sono scese, nei due anni, da 5.604 a 4.049 milioni⁷⁹: in assenza di tale riduzione (i.e., mantenendo invariato il livello delle coperture sulle posizioni performing) – sulla cui ripetibilità in futuro potrebbero sussistere elementi di incertezza – il costo del rischio sarebbe risultato superiore di 22 punti base (2023) e di 15 punti base (2024) rispetto al dato riportato⁸⁰. Si osserva, inoltre, come il minor costo del rischio a livello di gruppo per gli esercizi 2023 e 2024 sia influenzato da alcune dinamiche inusuali e potenzialmente non ripetibili come, a titolo di esempio, la presenza di costi del rischio negativi (i.e., rettifiche di valore positive nette o *write-ups*) per alcuni segmenti geografici (e.g., il segmento “Eastern Europe” riporta un costo del rischio pari a -22 punti base e -6 punti base rispettivamente per gli esercizi 2023 e 2024). Per completezza, si segnala altresì come tale metrica sia maggiore sul segmento italiano (29 punti base per l’esercizio 2024) rispetto al costo del rischio a livello di gruppo. Con riferimento al 2025, il management di UCG ha confermato un target a fine anno in linea con il dato del 2024, ovvero pari a 15 punti base “includendo un utilizzo atteso delle rettifiche contabili (overlays)”⁸¹. In occasione della presentazione dei risultati di fine 2024, l’Amministratore Delegato di UCG ha, infatti, dichiarato che “we have built unique line of defence, including €1.7 billion of overlays to insulate us from the cost-of-risk cycle. [...] And I remind everybody in doing your numbers, if, as we are expecting, the cost of risk trends up materially, they will be used to keep it below 20 to 25 basis points. Actually now, we assume even lower because we've given you 15 basis points”.

Il citato ammontare di overlays, pari a Euro 1,7 miliardi, potrebbe generare, a titolo esemplificativo, circa 41 punti base di beneficio a livello del costo del rischio⁸² nell’ipotesi di un utilizzo one-off della totalità dell’ammontare nel 2025. A tal proposito si osserva che, non considerando gli overlays, la copertura del portafoglio performing al 31.12.2024 passerebbe da 97 punti base a 56 punti base⁸³, un livello che andrebbe attentamente valutato alla luce del mix geografico di UCG, esposto a paesi contrassegnati da un rischio di credito storicamente superiore a quello che negli ultimi anni ha caratterizzato i territori di riferimento di BBPM. Si soggiunge in tale contesto che, all’interno delle *Supervisory Priorities 2025-2027*, punto 2.2, la BCE ha posto particolare attenzione al corretto indirizzo dei rischi geopolitici nella predisposizione del bilancio, in ragione di una persistente turbolenza macro-economica. Infatti, a parere della BCE, il contesto attuale è caratterizzato da una perdurante incertezza riguardo alle prospettive economiche e da minacce geopolitiche di crescente intensità; ne potrebbero derivare difficoltà nel raggiungimento di obiettivi di contenimento del costo del rischio basati su ulteriori riduzioni delle coperture dei crediti performing, anche alla luce della circostanza che UCG non fornisce informazioni ulteriori sull’evoluzione prospettica del costo del rischio nonché sui driver che spiegherebbero la possibilità di usufruire dei benefici legati all’utilizzo atteso degli overlays. La sostenibilità nel lungo periodo dell’attuale livello contenuto del costo del rischio di UCG dovrebbe pertanto essere attentamente considerata.

⁷⁹ Cfr. UniCredit Group, Divisional Database, Asset Quality Group_4Q23 e 4Q24.

⁸⁰ Fonte: elaborazione di BBPM sui dati disponibili da UniCredit Group, Divisional Database, Income Statement / Asset Quality Group 4Q23 e 4Q24.

⁸¹ Cfr. Sezione 6, Paragrafo 6.2 del Documento Informativo.

⁸² 41 punti base calcolato rapportando Euro 1,7 miliardi di overlays alla somma di Euro 6 miliardi di *Net Non Performing Exposures* e Euro 412 miliardi di *Net Performing Loans*. Fonte: “Asset Quality Group_4Q24” UniCredit Divisional Database al 31 dicembre 2024.

⁸³ Fonte: elaborazione di BBPM sui dati disponibili da UniCredit Group, Divisional Database, Income Statement / Asset Quality Group 4Q23 e 4Q24.

Il CET1 buffer implicito nel target di CET1 ratio di UCG appare inferiore rispetto a quello di BBPM

A partire dal 1° gennaio 2025 il requisito SREP fissato dalla BCE per UCG è stato pari a 10,28%⁸⁴. Lo stesso requisito fissato per BBPM è stato pari a 9,18%⁸⁵, ovvero 110 punti base più basso rispetto al livello fissato per UCG. Tale differenziale di requisito SREP si riflette anche sul CET1 *buffer* implicito nelle proiezioni di CET1 *ratio* delle due banche, esponendo gli Azionisti a una banca con un possibile minor CET1 *buffer* e, di conseguenza, un possibile minor livello di *excess capital* potenzialmente atteso.

In particolare, con un *target* CET1 *ratio* pari a 12,5-13,0%, come indicato dalla stessa UCG nel Documento di Registrazione, il CET1 *buffer* sarebbe pari a circa 220-270 punti base. BBPM, invece, con un *target* CET1 *ratio* atteso alla fine di ogni anno di piano superiore al 13%, il CET1 *buffer* sarebbe superiore a circa 380 punti base.

2.2.2 Le ambizioni in termini di profittabilità e remunerazione per gli Azionisti BBPM che aderendo divenissero azionisti di UCG risultano difficili da valutare in assenza di un piano industriale aggiornato di UCG

La politica di dividendi e remunerazione degli azionisti perseguita da UCG fino ad oggi ha beneficiato di elementi non necessariamente ripetibili in futuro e potrebbe essere influenzata da possibili evoluzioni riguardanti gli investimenti recentemente intrapresi dall'Offerente

Dal 2021, UCG ha beneficiato di numerose azioni di *capital management* portate avanti dal *management* precedente, volte a migliorare la situazione patrimoniale del gruppo. Tra le azioni a maggiore impatto, si evidenziano (i) le attività di *de-risking* sul portafoglio crediti, (ii) la cessione di *asset* strategici (tra cui Pioneer Investments con un impatto di circa 80 punti base sul capitale CET1, FinecoBank per circa 20 punti base, Bank Pekao per circa 70 punti base)⁸⁶ e (iii) il rilevante aumento di capitale perfezionato nel 2017 di circa Euro 13 miliardi (con un impatto di circa 350 punti base sul capitale CET1)⁸⁷.

Inoltre, UCG ha beneficiato di una significativa riduzione delle attività di rischio ponderate a livello consolidato tra il 2021 ed il 2024, con un CAGR negativo pari a circa 4,9%, in special modo con particolare riferimento alle attività di rischio ponderate relative al rischio di credito, scese a un CAGR negativo del 5,9%. Nello stesso periodo, sotto la guida del *management* attuale, le attività di rischio ponderate relative al perimetro italiano sono diminuite in maniera ancora più significativa, con un CAGR negativo pari a circa 7%⁸⁸.

Si ritiene che, nonostante UCG dichiarò nel Documento di Registrazione che "avrà Euro 6,5 miliardi di capitale in eccesso da restituire agli azionisti entro il 2027, riducendo ulteriormente il rischio associato alle proprie distribuzioni"⁸⁹; si evidenzia come tale livello di capitale in eccesso sia calcolabile come differenza rispetto a una soglia di CET1 pari al 12,5%, senza che siano stati forniti al mercato gli elementi di dettaglio né sulla sostenibilità di tale soglia in un'ottica di medio-lungo termine né sui fattori che hanno portato a dimensionarla a questo livello.

Nel Documento di Registrazione, UCG ha indicato che l'impatto pro-forma sul Capitale CET1 al 31 dicembre 2024 dell'operazione su BBPM, ipotizzando adesione al 100%, sarebbe pari a 78 punti base e che, considerando l'inapplicabilità del c.d. *Danish Compromise* alla partecipazione in Anima, tale impatto sarebbe maggiorato di ulteriori circa 44 punti base per un totale pari a circa 122 punti base

⁸⁴ Cfr. comunicato stampa UCG diffuso in data 11 dicembre 2024.

⁸⁵ Cfr. comunicato stampa BBPM diffuso in data 11 dicembre 2024.

⁸⁶ Comunicati stampa UCG diffusi il 3 luglio 2017, 8 maggio 2019 e 7 giugno 2017.

⁸⁷ Comunicato stampa UCG diffuso in data 12 gennaio 2017.

⁸⁸ UniCredit Group, Divisional Database pubblicati da UCG tra 2021 e 2024.

⁸⁹ Cfr. Sezione "Previsioni e Stime degli Utili" del Documento di Registrazione. Le attività di rischio ponderate del gruppo UCG sono stimati pari a circa Euro 300 miliardi, riflettendo l'impatto di Basilea IV, altre modifiche normative e nuove iniziative, parzialmente compensate da ulteriori azioni di ottimizzazione del portafoglio.

(o 126 punti base in caso in cui le adesioni all'OPS fossero pari a 50% + 1 azione)⁹⁰. Inoltre, in caso di disapplicazione temporanea del c.d. *Danish Compromise* con riferimento alle compagnie assicurative del Gruppo BBPM, UCG ha comunicato un ulteriore impatto negativo di 29 punti base in caso di adesione al 100% e 14 punti base in caso di adesione al 50% + 1 azione⁹¹. Non è chiaro l'impatto che tali circostanze, unitamente ai recenti investimenti intrapresi (e.g., Commerzbank AG, per cui UCG ha comunicato un impatto di circa 70 – 100 punti base⁹²) e ai potenziali impatti negativi sull'esposizione in Russia (per cui UCG ha comunicato un impatto di circa 55 punti base⁹³), potranno avere sulla politica di remunerazione degli azionisti di UCG.

Infatti, si osserva come UCG, nel Documento di Registrazione, evidenzi quanto segue: *"A seguito della prospettiva di acquisizione e integrazione di BPM, UniCredit continuerà a valutare annualmente i presupposti per la distribuzione di dividendi o di altro capitale non vincolato, coerentemente con la propria politica dei dividendi e considerando, tra l'altro, la struttura del Gruppo, la condizione finanziaria, le condizioni economiche e di business generali e le prospettive future, che potrebbero portare a una deviazione o a una modifica della politica dei dividendi, inclusa la decisione di non distribuire dividendi o di effettuare un riacquisto di azioni proprie. L'importo dei dividendi che UniCredit potrebbe pagare in un determinato esercizio è, pertanto, incerto e non vi è alcuna garanzia che i dividendi vengano pagati. Eventuali dividendi pagati o altri fondi propri non vincolati distribuiti da UniCredit negli esercizi precedenti non sono un'indicazione dei dividendi che saranno pagati in futuro"*⁹⁴.

Con riferimento a possibili impatti di iniziative di crescita per linee esterne, si ricorda che UCG stessa, con riguardo alle indicazioni fornite in merito alla politica di remunerazione degli azionisti, specifica quanto segue: *"Distribuzioni soggette ad approvazione da parte delle autorità di vigilanza, del Consiglio di Amministrazione e degli azionisti, nonché a opportunità inorganiche e al raggiungimento delle ambizioni finanziarie"*⁹⁵. Viene pertanto esplicitato che la politica di remunerazione degli azionisti potrebbe essere influenzata da *"opportunità inorganiche"*.

Assenza di un piano industriale di UCG aggiornato con informazioni di dettaglio sui fattori abilitanti alla base dei target annunciati

Nel Documento di Registrazione, UCG non include un piano industriale dettagliato ma solamente alcune previsioni e stime relative agli obiettivi della sua *performance* futura (l' *"Ambition 2025-2027"*). A tale riguardo, si evidenziano ad esempio i seguenti aspetti rilevanti:

- **Margine di Interesse:** le stime di UCG riportate nel Documento di Registrazione, che assumono un *"tasso di deposito della BCE pari al 2% entro la fine del 2025 e stabile fino al 2027"*⁹⁶, indicano un *"declino moderato"*⁹⁷ del Margine di Interesse Netto nel 2025 che *"riflette l'attesa di un contesto di tassi d'interesse più bassi e un'ulteriore compressione legata alla Russia"*⁹⁸ (senza fornire dettagli con riguardo all'evoluzione rispetto al 2024) e non riportano il contributo del Margine di Interesse ai Ricavi totali attesi per il 2027;

⁹⁰ Cfr. Sezione A.1., Paragrafo A.1.1. del Documento di Registrazione.

⁹¹ Cfr. Sezione A.1., Paragrafo A.1.1. del Documento di Registrazione.

⁹² Cfr. *transcript* delle dichiarazioni dell'Amministratore Delegato di UCG alla Morgan Stanley Financials Conference, FactSet, 19 marzo 2025: *"At the moment, as you know, we are consuming 30 basis points or less of capital on that because we're hedged. If we were to equity consolidate, we would consume anywhere between 70 and 100 basis points of capital"*.

⁹³ Cfr. Sezione A, Paragrafo A.1.3. del Documento di Registrazione.

⁹⁴ Cfr. Sezione A, Paragrafo A.1.9. del Documento di Registrazione.

⁹⁵ Cfr. Sezione *"Previsioni e Stime degli Utili"* del Documento di Registrazione.

⁹⁶ Cfr. Sezione A, Paragrafo A.1.4. del Documento di Registrazione.

⁹⁷ Cfr. Sezione *"Previsioni e Stime degli Utili"* del Documento di Registrazione.

⁹⁸ Cfr. Sezione *"Previsioni e Stime degli Utili"* del Documento di Registrazione.

- **Ricavi da Commissioni:** i *target* forniti da UCG non fanno alcun riferimento all'obiettivo dei ricavi da commissioni da raggiungere per l'anno 2027, fissando solo un obiettivo a livello di ricavi totali pari a circa Euro 24 miliardi⁹⁹;
- **Ricavi da Trading:** nel 2024 i ricavi consolidati di UCG hanno beneficiato di ricavi da *trading* pari a Euro 1,7 miliardi¹⁰⁰; all'interno di tale voce va rilevato il contributo del *trading* su CO2 *certificates* effettuato dalla controllata UniCredit Bank GmbH (plusvalenze e utili da negoziazione pari a Euro 2,1 miliardi nel 2024¹⁰¹), sul quale non sono stati forniti al mercato ulteriori elementi utili a valutarne la ripetibilità in un'ottica di medio-lungo termine. Più in generale, UCG non fornisce informazioni sull'andamento atteso dei ricavi da *trading* nel triennio 2025-2027 e sul relativo contributo al raggiungimento dell'utile consolidato atteso 2027 pari a Euro 10 miliardi¹⁰²; il *consensus* messo a disposizione sul sito di UCG in data 14 aprile 2025 fornisce una stima costante negli anni di tali ricavi da *trading* pari a circa Euro 1,4 miliardi su base annua¹⁰³;
- **EPS e DPS:** UCG stima un utile netto 2027 pari a circa Euro 10 miliardi rispetto a un utile netto rettificato 2024 pari a Euro 10,3 miliardi¹⁰⁴; ciononostante la banca prevede una "*forte crescita*"¹⁰⁵ dell'EPS e del DPS nel 2025 e nel 2027, senza fornire dettagli sull'evoluzione attesa del numero di azioni della società in circolazione e sulle relative ipotesi (e.g., ipotesi in merito ad attività di *buyback*)¹⁰⁶;
- **Altri elementi:** UCG ha fornito limitati elementi informativi in merito agli elevati costi di integrazione, pari a circa Euro 800 milioni nel 2024 e circa Euro 1 miliardo nel 2023¹⁰⁷. Inoltre, in occasione della recente *Morgan Stanley European Financials Conference* a Londra il *management* di UCG ha dichiarato che tali costi andranno progressivamente ad azzerarsi nei prossimi 3 anni. Questi elementi di costo sono ripresi nelle stime di *consensus* messe a disposizione sul sito di UCG in data 14 aprile 2025 per importi significativamente inferiori rispetto a quelli degli ultimi anni¹⁰⁸;

2.2.3 La presenza in Russia espone l'Offerente ad un rischio significativo nell'attuale contesto geopolitico

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, le ripercussioni delle politiche sul commercio internazionale annunciate dagli Stati Uniti in data 2 aprile 2025 destano particolare preoccupazione e sono fonte di intensa volatilità sui mercati finanziari. Peraltro, tali politiche vanno ad aggiungersi ad un contesto geopolitico già particolarmente complesso anche alla luce dei conflitti in Medio Oriente e di quello tra Russia e Ucraina.

In tale contesto, come dichiarato al fattore di rischio A.1.3. del Documento di Registrazione, la presenza di UCG in Russia espone la banca ai rischi specifici connessi alla crisi ucraina in corso. In particolare "*Alla Data del Documento di Registrazione, la presenza dell'Emittente in Russia lo espone ai rischi specifici connessi alla crisi ucraina in corso. Questi rischi sono riconosciuti anche dalla BCE che, nell'aprile 2024, ha emesso una decisione in cui richiedeva a UniCredit di svolgere determinate attività per ridurli al minimo; UniCredit – in conformità con la decisione della BCE – sta agendo per*

⁹⁹ Cfr. UniCredit FY24 Group Results, pag. 44.

¹⁰⁰ Cfr. UniCredit FY24 Group Results, pag. 10.

¹⁰¹ Cfr. Bilanci e Relazioni 2024 - Progetto di Bilancio di UCG, pag. 497.

¹⁰² Cfr. UniCredit FY24 Group Results, pag. 41.

¹⁰³ Cfr. [https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/en/investors/consensus-analysts/2025/Pre-1Q25-Consensus\(1\).pdf](https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/en/investors/consensus-analysts/2025/Pre-1Q25-Consensus(1).pdf), pag. 2.

¹⁰⁴ Cfr. Sezione "*Previsioni e Stime degli Utili*" del Documento di Registrazione. L'utile netto è stato rettificato per i costi di integrazione e per il caso RCA.

¹⁰⁵ Cfr. Sezione "*Previsioni e Stime degli Utili*" del Documento di Registrazione.

¹⁰⁶ Cfr. Sezione "*Previsioni e Stime degli Utili*" del Documento di Registrazione.

¹⁰⁷ UniCredit Group, Divisional Database pubblicati da UCG nel 2024.

¹⁰⁸ Cfr. [https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/en/investors/consensus-analysts/2025/Pre-1Q25-Consensus\(1\).pdf](https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/en/investors/consensus-analysts/2025/Pre-1Q25-Consensus(1).pdf).

ridurre tali rischi. Qualora la BCE dovesse valutare le azioni di UniCredit come non conformi alla sua decisione, la BCE potrebbe adottare ulteriori misure di vigilanza. UniCredit ha considerato i possibili effetti di un ipotetico scenario estremo sulle sue attività rilevanti e sulle esposizioni creditizie, ipotizzando la totale irrecuperabilità e cancellazione delle sue posizioni. Sebbene la solida posizione patrimoniale di UniCredit sia stata confermata come tale da consentire il pieno assorbimento di tali effetti, ciò non elimina il rischio di sviluppi più gravi e inaspettati che potrebbero derivare dalla crisi ucraina. Tale esposizione al rischio richiede, inoltre, che l'Emittente impieghi costantemente una quantità significativa di risorse per la gestione dinamica dei rischi e la valutazione continua dei possibili effetti della crisi geopolitica, mantenendo al contempo un approccio complessivo prudente e sostenibile in materia di distribuzioni".

Inoltre, come specificato dell'Offerente nel medesimo fattore di rischio del Documento di Registrazione, qualsiasi causa di perdita di controllo "inclusa la nazionalizzazione determinerebbe la derecognition di attività nette aventi un valore contabile di Euro 5,5 miliardi. (...) Questo evento, se si fosse verificato nel 2024, avrebbe portato UniCredit a presentare un risultato positivo dichiarato del Gruppo per l'anno di esercizio 2024 pari a Euro 4,2 miliardi, invece di Euro 9,7 miliardi".

Da un punto di vista regolamentare, l'Offerente segnala che l'impatto negativo sul capitale in uno scenario di perdita estrema sarebbe pari a 55 punti base sul CET1 ratio al 31 dicembre 2024¹⁰⁹, compreso l'impatto della deduzione della soglia, se applicabile al momento in cui si verifica l'evento.

Inoltre, la presenza diretta in Russia (nonché in altri Paesi extra europei) espone l'Offerente anche ad un rischio significativo operativo e di *cyber security*, che potrebbe pregiudicare la riservatezza dei dati personali e finanziari dei clienti del gruppo, nonché – con specifico riguardo alla Russia – a rischi di *compliance* e antiriciclaggio derivanti dalle transazioni russe, acuite dalla circostanza che le controllate russe non possono legittimamente trasmettere a UCG le informazioni sui clienti, né applicare integralmente le politiche e i regolamenti del gruppo¹¹⁰.

Un ulteriore fattore di rischio, che si aggiunge a quanto già sopra menzionato, riguarda il contenzioso legale attualmente in essere tra AO Bank, la controllata russa di UCG, e UniCredit Germany GmbH ove, come riportato nel Documento di Registrazione, "Nel mese di aprile 2024, UCB è stata citata in giudizio da AO Bank innanzi al Tribunale di Mosca, in Russia, con riferimento a richieste di garanzia. UCB ha rilasciato controgaranzie nei confronti di AO Bank in favore di una società russa. Dopo aver effettuato un pagamento in favore della società russa in esecuzione delle garanzie prestate, AO Bank ha richiesto il pagamento azionando le controgaranzie a UCB, che non è stata in grado di adempiere per via delle sanzioni UE applicabili"¹¹¹. Tale contenzioso espone UCG a un potenziale rischio reputazionale che gli Azionisti devono valutare attentamente.

La presenza di UCG in Russia (che nel 2024 ha contribuito per il 5% circa ai ricavi di UCG¹¹²), come evidenziato dalla stessa, rappresenta un fattore di rischio per gli Azionisti, con potenziali effetti rilevanti sui risultati economici di UCG. In particolare, nel 2024 i ricavi totali a livello consolidato di UCG hanno beneficiato per Euro 1,3 miliardi dalle attività in Russia (Euro 1,2 miliardi nel 2023) e il risultato ante imposte per Euro 0,7 miliardi (Euro 0,9 miliardi nel 2024)¹¹³. Tali benefici andranno ad azzerarsi entro il 2027, come riferito dall'Amministratore Delegato di UCG, durante la presentazione dei risultati di fine anno 2024: "I also would like to highlight that Russia becomes quite marginal in our numbers. One of the reason why we grow "only" to €10 billion in net profit is because we absorb the

¹⁰⁹ Cfr. Sezione A, Paragrafo A.1.3. del Documento di Registrazione.

¹¹⁰ Tale profilo è espressamente enfatizzato dal Provvedimento Golden Power.

¹¹¹ Cfr. Sezione "Panoramica delle Attività Aziendali" del Documento di Registrazione.

¹¹² Cfr. Sezione "Panoramica delle Attività Aziendali" del Documento di Registrazione.

¹¹³ Cfr. Bilanci e Relazioni 2024 - Progetto di Bilancio di UCG, pag. 113.

entire contribution for Russia during the period. So we are assuming that the contribution will trend to zero by 2027."

A ciò si aggiunge, da ultimo, il Provvedimento Golden Power che, nel riscontrare nell'attuale contesto geopolitico oggettivi rischi per la sicurezza nazionale, ha imposto a UCG di "cessare tutte le attività in Russia (raccolta, impieghi, collocamento fondi prestati transfrontalieri) entro nove mesi dalla data del (presente) provvedimento". Pertanto, ove UCG rinunciasse alla Condizione Altre Autorizzazioni (che per effetto del Provvedimento Golden Power risulta non avverata alla Data del Comunicato dell'Emittente) e l'OPS divenisse quindi efficace, UCG dovrebbe ottemperare alle prescrizioni imposte - i cui effetti sull'Offerente non sono stati dallo stesso chiariti a seguito del Provvedimento Golden Power - pena l'imposizione di sanzioni amministrative pecuniarie pari al doppio del valore dell'operazione, e comunque non inferiore all'1% del fatturato realizzato nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio¹¹⁴.

2.2.4 I recenti investimenti strategici dell'Offerente rappresentano ulteriori elementi di incertezza

Come noto, negli ultimi 12 mesi UCG ha perfezionato l'acquisto di partecipazioni rilevanti in Commerzbank AG e Assicurazioni Generali S.p.A.. Nonostante la rilevanza dei suddetti investimenti, l'Offerente non ha, alla Data del Comunicato dell'Emittente, fornito al mercato informazioni chiare e precise circa gli obiettivi che intende perseguire, i rischi connessi a tali investimenti e i possibili impatti sull'attività e sui coefficienti patrimoniali di UCG. In particolare, in assenza della comunicazione al mercato da parte di UCG di informazioni specifiche, il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente evidenzia come non possa escludersi che gli investimenti straordinari intrapresi dall'Offerente negli ultimi 12 mesi (i.e., acquisto delle quote di partecipazione in Commerzbank AG e Assicurazioni Generali S.p.A.) e i relativi possibili sviluppi possano riverberarsi negativamente sull'*excess capital* disponibile per la remunerazione degli azionisti nei prossimi 3 anni. Tale situazione di incertezza risulta inoltre amplificata dalla mancanza di un piano consolidato su cui gli Azionisti possano fondare le proprie valutazioni e decidere se aderire all'OPS, divenendo azionisti di UCG. A tal riguardo, si ricorda infatti che, alla Data del Comunicato dell'Emittente, UCG non ha fornito un piano strategico aggiornato (che tenga quindi conto di previsioni e stime inclusive dell'entità risultante dall'integrazione di BBPM e Anima con UCG), limitandosi ad annunciare, in data 11 febbraio 2025, un aggiornamento delle stime "Ambition 2025-2027" e della "Guidance 2025", riportati nel Documento di Registrazione.

Alla luce di quanto precede, ci si limita di seguito a ripercorrere gli eventi principali sulla base delle comunicazioni rese al pubblico dall'Offerente.

L'investimento in Commerzbank

In data 11 settembre 2024 UCG ha annunciato di aver acquisito una partecipazione azionaria pari a circa il 9% del capitale sociale di Commerzbank AG ("CBK"), di cui il 4,49% acquistato nell'ambito di un'offerta di *accelerated bookbuilding* condotta per conto della Repubblica Federale di Germania, in linea con l'intenzione di quest'ultima di ridurre la propria partecipazione in CBK, mentre il resto era stato acquistato mediante operazioni sul mercato. In quell'occasione UCG ha dichiarato "UniCredit esplorerà insieme a Commerzbank AG possibili opportunità di creazione di valore per gli stakeholder di entrambe le banche (...) al fine di mantenere flessibilità, UniCredit presenterà alle autorità competenti, se e quando necessario, le istanze autorizzative per poter eventualmente superare la soglia di partecipazione del 9.9% in Commerzbank AG"¹¹⁵.

In data 23 settembre 2024, UCG ha confermato di aver presentato "istanza regolamentare per l'acquisizione di una partecipazione superiore al 10% e fino al 29,9% in CBK" e al contempo di aver

¹¹⁴ Art. 2, comma 6, D.L. 21/2012.

¹¹⁵ Cfr. comunicato stampa di UCG dell'11 settembre 2024 (<https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2024/september/press-release.html>).

sottoscritto strumenti finanziari aventi ad oggetto una partecipazione pari a circa l'11,5% del capitale sociale di CBK, il cui regolamento in azioni (*physical settlement*) può avvenire solo subordinatamente all'ottenimento delle relative autorizzazioni, portando la posizione complessiva di UCG al 21% di CBK. In tale data UCG dichiarava, tra l'altro *"UniCredit ritiene che ci sia un significativo potenziale di creazione di valore che possa essere estratto in Commerzbank, sia in uno scenario standalone che in UniCredit, a beneficio dell'intera Germania e di tutti i suoi stakeholders"*¹¹⁶.

In data 18 dicembre 2024, UCG ha annunciato di aver sottoscritto ulteriori strumenti finanziari portando la propria posizione complessiva in CBK a circa il 28% (di cui il 18,5% rappresentato da strumenti derivati), confermando altresì che il processo di autorizzazione era in quella data attivato e le interazioni con le autorità erano in corso. Nella stessa data, UCG ha dichiarato: *"Questa operazione conferma l'opinione di UniCredit che all'interno di Commerzbank vi sia un valore significativo che deve essere consolidato. Riflette la fiducia nella Germania, nelle sue imprese e nelle sue comunità, nonché l'importanza di un settore bancario forte nel sostenere lo sviluppo economico del Paese"*¹¹⁷.

In data 14 marzo 2025, UCG ha annunciato di aver ricevuto l'autorizzazione della BCE ad acquisire una partecipazione diretta in CBK fino al 29,9%, precisando tuttavia che fossero alla data pendenti alcuni procedimenti autorizzativi avanti le rispettive autorità competenti, ivi inclusa l'Autorità Federale Tedesca della Concorrenza, la cui positiva conclusione è necessaria prima che la quota di circa il 18,5% detenuta tramite strumenti derivati possa essere convertita in azioni, aggiungendo *"Alla luce di questo, la nostra tempistica originale per decidere se procedere o meno con una potenziale aggregazione si estenderà probabilmente ben oltre la fine del 2025"*¹¹⁸.

In data 19 marzo 2025, durante l'incontro pubblico con una serie di operatori di mercato presso la *Morgan Stanley Financials Conference* a Londra, l'Amministratore Delegato di UCG ha dichiarato di valutare possibili alternative per l'investimento in CBK, tra cui, a valle delle necessarie autorizzazioni, la conversione dell'attuale posizione finanziaria in una partecipazione diretta fino al 29,9% in CBK. Tale investimento, e la possibile conversione degli strumenti derivati di cui sopra, potrebbe avere un impatto significativo sulla posizione di capitale di UCG. Nel corso della *Morgan Stanley Financials Conference* a Londra, l'Amministratore Delegato di UCG ha infatti indicato un potenziale impatto sul CET1 *ratio* di UCG nell'ordine di 70 – 100 punti base in caso di contabilizzazione a patrimonio netto di tale partecipazione¹¹⁹. Tale impatto andrebbe a ridurre l'attuale ammontare dichiarato come eccesso di capitale da UCG e, di conseguenza, potrebbe avere un impatto sulle possibili distribuzioni future della banca.

In data 14 aprile 2025, UCG ha ricevuto dall'Autorità federale tedesca per la concorrenza (*Bundeskartellamt*) l'autorizzazione *antitrust* ad aumentare la propria partecipazione diretta in CBK sino al 29,99% del capitale sociale e dei diritti di voto correlati a tale partecipazione. UCG ha reiterato che *"Commerzbank rimane un investimento, con protezione da eventuali ribassi. UniCredit si è assicurata l'opzionalità di poter eseguire l'operazione solo se rispetterà i suoi rigorosi parametri finanziari e se migliorerà il suo stimolante piano di base."*¹²⁰

¹¹⁶ Cfr. comunicato stampa di UCG del 23 settembre 2024 (<https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2024/september/unicredit-enters-into-additional-instruments-relating-to-commerz.html>).

¹¹⁷ Cfr. comunicato stampa di UCG del 18 dicembre 2024 (<https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2024/december/unicredit-enters-into-additional-instruments-relating-to-commerz.html>).

¹¹⁸ Cfr. comunicato stampa di UCG del 14 marzo 2025 (<https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/march/ecb-authorizes-unicredit-to-increase-commerzbank-stake-to-29-9-.html>).

¹¹⁹ UCG CEO transcript from Morgan Stanley Financials Conference, FactSet, 19 March 2025: *"At the moment, as you know, we are consuming 30 basis points or less of capital on that because we're hedged. If we were to equity consolidate, we would consume anywhere between 70 and 100 basis points of capital"*.

¹²⁰ Cfr. comunicato stampa di UCG del 14 aprile 2025 (<https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/april/german-federal-cartel-office--bundeskartellamt--authorizes-unicr.html>).

L'investimento di UCG in Generali

In data 2 febbraio 2025, UCG ha comunicato di detenere una partecipazione di circa il 4,1% nel capitale di Assicurazioni Generali S.p.A. ("**Generali**"), acquisita nel tempo sul mercato come puro investimento finanziario con un impatto sul CET1 considerato trascurabile dall'Offerente. Una quota addizionale pari a circa lo 0,6% era detenuta in tale data come sottostante dell'ordinaria attività per i clienti e relative coperture¹²¹.

In data 4 aprile 2025, UCG ha comunicato alla Consob ai sensi dell'art. 119 del Regolamento Emittenti di aver raggiunto in data 1 aprile 2025 una posizione complessiva pari al 5,543% nel capitale di Generali, di cui il 5,266% riferibile ad una partecipazione diretta in azioni e il resto tramite strumenti derivati¹²².

Si rileva che alla Sezione "*Panoramica delle Attività aziendali*" del Documento di Registrazione, UCG riportava ancora la partecipazione precedente all'investimento del 1 aprile e non forniva alcuna considerazione di merito sulle finalità finanziarie o strategiche di tale partecipazione, limitandosi a qualificarla come un "*puro investimento*".

¹²¹ Cfr. comunicato stampa di UCG del 2 febbraio 2025 (<https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases/2025/january/press-release.html>).

¹²² Si segnala inoltre che, sulla base delle notizie riportate da diversi organi di stampa nazionali alla Data del Comunicato dell'Emittente, in occasione dell'assemblea degli azionisti di Generali tenutasi alla medesima data, la partecipazione di UCG in Generali risulta complessivamente pari al 6,7% del relativo capitale sociale (di cui, il 6,51% riferibile a una partecipazione diretta di UCG e il restante 0,19% riferibile a una partecipazione indiretta, detenuta per il tramite di una società controllata dalla stessa UCG).

2.3 La combinazione tra UCG e BBPM, e il conseguente raggiungimento degli obiettivi strategici dell'operazione, risultano soggetti a rischi e ad elementi di incertezza.

Il Consiglio di Amministrazione evidenzia che l'integrazione di BBPM all'interno del gruppo UCG, da completarsi tramite la Fusione, presenta elementi di rischiosità e non necessariamente porterebbe ad una creazione di valore per gli Azionisti. Tra gli altri, si evidenziano di seguito alcuni aspetti che si ritiene possano dar luogo ai principali elementi di rischio: (i) il modello di *business* sviluppato da BBPM appare difficilmente compatibile, in termini di logiche industriali, con quello di UCG; (ii) l'assenza di un piano industriale dell'entità risultante dalla potenziale Fusione; (iii) la potenziale Fusione di BBPM in UCG presenta specifici elementi di incertezza e rischiosità; (iv) UCG, dall'acquisizione di Capitalia (2007), non ha più realizzato, in Italia, acquisizioni ed integrazioni di realtà aziendali di dimensioni comparabili a BBPM.

2.3.1 Il modello di *business* sviluppato da BBPM appare difficilmente compatibile, in termini di logiche industriali, con quello di UCG

Significative differenze nelle strategie perseguite da BBPM e da UCG

La strategia perseguita da BBPM, incentrata sulla generazione di valore per l'Azionista attraverso la piena valorizzazione delle opportunità di sviluppo del *business* presso la clientela di riferimento, con particolare riguardo alle famiglie e alle PMI, appare diversa da quella implementata da UCG. In particolare, dopo aver perfezionato un aumento di capitale da Euro 13 miliardi nel 2017 e la dismissione di parte dei propri *asset* (tra cui Pioneer Investments, FinecoBank S.p.A. e Bank Pekao S.A.), UCG ha promosso negli ultimi anni una strategia che ha comportato una riduzione delle attività ponderate per il rischio che tra il 2020 e il 2024 sono passate da Euro 326 miliardi a Euro 277 miliardi; per l'Italia, tale orientamento si è tradotto in una riduzione delle attività di rischio ponderate da Euro 131 miliardi a Euro 101 miliardi negli anni dal 2020 al 2024 a cui appare riconducibile una riduzione dei volumi di impieghi da Euro 168 miliardi a Euro 145 miliardi nello stesso periodo¹²³.

Ove, a seguito dell'acquisizione e fermo restando quanto previsto dal Provvedimento Golden Power, un'eventuale riduzione delle attività di rischio ponderate dovesse interessare anche la clientela di BBPM, sussisterebbero significative incertezze circa la capacità di confermare gli obiettivi di crescita e di generazione di valore di BBPM su basi *stand-alone*.

Il modello di *business* di BBPM si caratterizza peraltro per la profonda conoscenza, costruita nel tempo anche mediante il proprio modello di servizio, dei territori in cui opera, valorizzando le risorse locali e creando una rete di rapporti con i clienti difficilmente riproducibile. L'eventuale integrazione in UCG potrebbe mettere a rischio queste caratteristiche distintive, incidendo sulla possibilità per l'entità risultante di continuare ad operare con efficacia nelle aree in cui BBPM ha una presenza storica.

BBPM focalizza principalmente la sua crescita sul sostegno dato alle PMI italiane, mentre UCG ha diminuito il credito alle imprese italiane focalizzandosi prevalentemente sull'espansione all'estero

L'operazione appare soggetta ad elementi di incertezza alla luce, tra l'altro, delle diverse caratteristiche dei *business model* delle due banche.

BBPM ha una vocazione storica di banca del territorio, vicina alle famiglie e alle PMI oltre che alle grandi imprese. In particolare, come già evidenziato, il credito a famiglie e PMI ha rappresentato costantemente circa i due terzi del credito totale in essere tra il 2020 ed il 2024 (64% a fine 2024¹²⁴). Diversamente, UCG sembrerebbe seguire una politica di credito differente, con una esposizione verso le famiglie e le PMI pari a circa il 44% al 31 dicembre 2024¹²⁵.

¹²³ Fonte: Divisional Database UniCredit al 4Q21 (4Q20 restated) e al 4Q24. Dati 2020 *restated* per riflettere le modifiche al perimetro delle divisioni UCG avvenute tra il 2020 ed il 2021.

¹²⁴ Fonte: Elaborazione BBPM su dati Pillar 3 BBPM.

¹²⁵ Fonte: Elaborazione BBPM su dati Pillar 3 UCG.

BBPM ha una presenza capillare nel Nord Italia, una delle aree geografiche più dinamiche d'Europa. L'obiettivo strategico per BBPM è quello di affiancare costantemente le famiglie e le PMI del territorio nello sviluppo delle attività imprenditoriali e di risparmio. Il legame con il territorio è riflesso nella dinamica dei volumi creditizi che negli anni si sono mantenuti sempre su livelli significativi seguendo da vicino privati e piccole e medie imprese. Dal punto di vista geografico, il credito erogato è sostanzialmente concentrato sul perimetro nazionale (come evidenziato dalla tabella che segue), mentre le erogazioni UE ed extra UE sono quasi sempre finalizzate a supportare all'estero gruppi o controparti di matrice italiana. Inoltre, analizzando il rapporto impieghi / depositi si nota una differenza importante di politica del credito sul perimetro italiano: mentre BBPM presenta uno stock di credito sostanzialmente equivalente ai depositi raccolti presso la clientela, per UCG Italia questa percentuale è di gran lunga inferiore, pari al 78,6% ¹²⁶(circa 20 punti percentuali in meno rispetto al 98,2% di BBPM al 31 dicembre 2024).

Stock credito performing per geografia – Credito per cassa al lordo degli accantonamenti
(=Gross book value, "GBV" – Valori espressi in milioni di Euro)

	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24
GBV PERFORMING	98.127	103.191	104.278	105.583	102.575	98.587
ITALIA	96.041	101.066	102.488	103.745	100.740	97.023
UE	615	575	531	674	713	546
EXTRA UE	1.472	1.549	1.259	1.164	1.123	1.018
ITALIA	97,9%	97,9%	98,3%	98,3%	98,2%	98,4%
UE	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,7%	0,6%
EXTRA UE	1,5%	1,5%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%

Differentemente da BBPM, UCG è una banca con una presenza in 13 Paesi in Europa¹²⁷. Negli ultimi anni, inoltre, il peso dell'Italia all'interno del gruppo UCG appare diminuito. In particolare, nel 2020, i crediti verso la clientela in Italia rappresentavano il 40,5% dello stock complessivo, mentre nel 2024 il dato si attesta a 35,8%¹²⁸. L'Italia è, insieme alla Russia, l'unico Paese in cui UCG ha diminuito lo stock di crediti dal 2020 al 2024, per un ammontare pari a oltre 20 miliardi¹²⁹. Negli altri Paesi UCG ha mantenuto il livello di credito erogato verso la clientela oppure l'ha aumentato sensibilmente (Germania 31,1% nel 2024 vs. 29,1% nel 2020, Austria è rimasta stabile, Centro Europa 7,7% nel 2024 vs. 5,7% nel 2020, Est Europa 10,0% nel 2024 vs. 6,2% nel 2020)¹³⁰.

In ragione di quanto precede, e delle peculiari caratteristiche dell'Offerente, il Consiglio di Amministrazione ritiene che le implicazioni sulle politiche degli impieghi dell'entità risultante dall'acquisizione di BBPM vadano attentamente valutate. L'impatto principale potrebbe riguardare proprio le politiche, in quanto, ancora più che negli specifici valori di bilancio sugli impieghi, la peculiarità di BBPM – che sarebbe impattata dalla sua eventuale integrazione nel gruppo UCG – è, come anzidetto, la sua visione strategica di banca a servizio dell'economia italiana e, specificamente, delle aziende del Nord Italia, con focus in particolare sulle PMI.

A tal riguardo, si segnala infatti che la politica sugli impieghi perseguita da UCG è radicalmente diversa da quella di BBPM, in quanto focalizzata, fra l'altro, sul contenimento degli assorbimenti patrimoniali e con grande attenzione allo sviluppo degli attivi in Paesi caratterizzati da basso costo del lavoro (e quindi minore *cost-to-serve*). È, inoltre, significativo il calo di esposizione creditizia di

¹²⁶ Fonte: *Divisional Database* UniCredit al 4Q24.

¹²⁷ Cfr. Sezione "*Panoramica delle Attività Aziendali*" del Documento di Registrazione.

¹²⁸ Bilanci d'esercizio UCG 2021 (2020 restated) - 2024. Dati 2020 *restated* per riflettere le modifiche al perimetro delle divisioni UCG avvenute tra il 2020 ed il 2021.

¹²⁹ Fonte: *Divisional Database* UniCredit.

¹³⁰ Fonte: Bilanci d'esercizio UCG 2021 (2020 restated) - 2024. Dati 2020 *restated* per riflettere le modifiche al perimetro delle divisioni UCG avvenute tra il 2020 ed il 2021.

UCG verificatosi sul perimetro Italia dal 2021, anno di nomina dell'attuale Amministratore Delegato, che ha fatto registrare una riduzione di circa 10 punti percentuali in più rispetto a quella del totale impieghi a residenti in Italia, per circa Euro 25 miliardi complessivi¹³¹.

Tali peculiarità e i possibili impatti sulla politica degli impieghi di BBPM sono stati tenuti in considerazione anche nel Provvedimento Golden Power, ove è stato indicato che *"si rende necessario, nell'ottica della tutela dell'attivo coinvolto, strategico per la sicurezza nazionale: (i) garantire la complessiva stabilità degli impieghi di gruppo evitando possibili compensazioni tra le politiche di credito delle due banche; (ii) introdurre il rapporto impieghi/depositi (...)"* ed è stato prescritto a UCG di *"non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi / depositi praticato da Banco BPM S.p.a. e UniCredit S.p.a. in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali"*. Al riguardo, nel riservarsi ogni valutazione, l'Offerente si è limitato a indicare genericamente *"UniCredit ha la chiara intenzione di mantenere o incrementare l'esposizione dell'entità combinata alle PMI e di supportarle ulteriormente con le proprie fabbriche prodotte di eccellenza"* senza indicare con quali azioni e con quali impatti a livello finanziario e strategico rispetto a quanto in precedenza comunicato al mercato.

UCG ha annunciato una contrazione del contributo del business italiano nei prossimi anni, mentre il Piano Strategico di BBPM ne prevede una crescita

In ottica prospettica, UCG prevede una riduzione del contributo ai risultati del *business* italiano. Con riferimento al mercato italiano, UCG, come annunciato in occasione della presentazione dei risultati di fine 2024 e indicato nel Documento di Registrazione, prevede una riduzione dell'utile netto del 3% medio annuo per il prossimo triennio con un contributo al risultato netto di gruppo in discesa dal 45% del 2024 al 40% del 2027¹³².

Al contrario, il Piano Strategico di BBPM, prevede un'ulteriore espansione dei crediti verso clientela in Italia con un CAGR pari a 1,7% durante l'orizzonte di piano ed un utile netto atteso in crescita con un CAGR 2024 – 2027 pari all'8,4%¹³³.

La rilevanza dell'OPS per il rafforzamento del posizionamento competitivo di UCG in Italia emerge anche da quanto indicato nel Documento di Offerta, UCG ha evidenziato che mediante l'operazione *"rafforzerà significativamente il proprio franchise in Italia aggiungendo una rete altamente complementare, capillare e con forte radicamento nei territori di riferimento come quella di BPM"*, sottolineando come questa *"consentirà di (i) sostanzialmente raddoppiare la quota di mercato per numero di filiali dell'Offerente nel nord Italia, con una quota di mercato dell'entità combinata per numero di filiali pari a circa il 20% (rispetto a quella attuale dell'Offerente pari a circa l'11%); e (ii) incrementare significativamente la quota di mercato dell'Offerente a livello nazionale in termini di volumi intermediati, con una quota di mercato pari a circa il 15% in termini di crediti alla clientela (rispetto a una quota attuale dell'Offerente pari a circa il 9%) e pari a circa il 14% in termini di depositi alla clientela (rispetto a una quota attuale dell'Offerente pari a circa il 9%)"*¹³⁴.

Per quanto riguarda le prescrizioni contenute nel Provvedimento Golden Power sugli impieghi in Italia si rimanda al paragrafo precedente.

Elementi di incertezza sul ruolo di Anima all'interno del gruppo UCG

¹³¹ Impieghi *performing* al netto dei pronti contro termine attivi, REPO - Dati di Bilancio per BBPM (dato riferito agli impieghi *performing* con esclusione delle operazioni di pronti contro termine); Divisional Database UniCredit Group - segmento Italia; dati di sistema da fonte Banca D'Italia – Banche e Istituzioni finanziarie: finanziamenti e raccolta per settori e territori – dati riassuntivi dei prestiti e dei depositi – impieghi residenti ex PCT e sofferenze per il dato di sistema Italia (settembre 2024). Per BBPM: riduzione degli impieghi verso clienti italiani del 5% tra il 2021 e il 2024 (in linea con il sistema); per UCG Italia: riduzione del 15% nel medesimo periodo.

¹³² Cfr. Presentazione UniCredit Risultati di Gruppo 4Q24, pag. 27.

¹³³ Stimato sulla base di un utile netto atteso per 2027 pari a Euro 2,15 miliardi e un utile netto *adjusted* per 2024 pari a Euro 1,69 miliardi. Fonte: pag. 27 della presentazione di BBPM "Risultati del Gruppo per l'esercizio 2024 e aggiornamento del Piano Strategico" del 12 febbraio 2025.

¹³⁴ Cfr. Sezione G., Paragrafo G.2. del Documento di Offerta.

Sussistono significativi elementi di incertezza sul ruolo che Anima potrebbe avere nell'ambito del gruppo UCG qualora l'OPS si perfezionasse. A tal proposito UCG ha, tra l'altro, dichiarato che *"l'Emittente non ha elaborato alcuna strategia in merito alla potenziale futura integrazione di Anima in conseguenza dell'Offerta BPM e alla sua potenziale integrazione nel Gruppo UniCredit o alla sua potenziale cessione e, pertanto, gli investitori non dovrebbero fare affidamento sulla potenziale integrazione o cessione di Anima al momento di valutare - e prendere - qualsiasi decisione di investimento"*¹³⁵. Elemento, quest'ultimo, che il Consiglio di Amministrazione di BBPM ritiene di significativa rilevanza affinché gli Azionisti possano compiutamente valutare se aderire o meno all'OPS. L'acquisto di Anima, infatti, potrebbe probabilmente causare per UCG una potenziale situazione di conflitto rispetto alla strategia di esternalizzazione delle fabbriche prodotte "risparmio gestito" perseguita fin dal momento della vendita di Pioneer ad Amundi, e, al contempo, potrebbe generare non trascurabili dissinergie con gli attuali partner distributivi di Anima.

Tale incertezza non è stata chiarita da UCG neppure a seguito del Provvedimento Golden Power - che, al riguardo, stabilisce come prescrizione in capo a UCG *"per un periodo di almeno 5 anni: (i) non ridurre il peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.A. in titoli di emittenti italiani; (ii) supportare lo sviluppo della Società"* - essendosi limitata a indicare in modo generico nel comunicato stampa diffuso in data 22 aprile 2025 che *"UniCredit continuerà a gestire gli asset in gestione dei suoi clienti nel loro migliore interesse"* e senza precisare il proprio intendimento strategico su Anima.

2.3.2 Assenza di un piano industriale dell'entità combinata UCG e BBPM

Nello stesso Documento di Registrazione alla sezione *"Previsioni e stime degli utili"* viene evidenziato da UCG quanto segue: *"Alla data del Documento di Registrazione, l'Emittente non ha ancora approvato un nuovo piano industriale consolidato per il Gruppo UCG che rifletta il completamento dell'acquisizione di BPM. A tal riguardo, l'Emittente prevede che il piano industriale della nuova entità risultante dall'integrazione di BPM nel Gruppo UCG sarà approvato solo dopo il completamento dell'Offerta Pubblica di Scambio (a seguito della quale UCG avrà una maggiore visibilità sugli elementi sopra menzionati) e secondo una tempistica ancora da definirsi alla data del Documento di Registrazione."*

Gli Azionisti si trovano quindi a dover valutare l'OPS in assenza di un piano consolidato su cui possano fondare le proprie valutazioni e decidere di aderire, divenendo azionisti di UCG.

A tal riguardo, si ricorda che, alla Data del Comunicato dell'Emittente le più recenti proiezioni di medio-lungo termine disponibili con riferimento a UCG, indicate nel Documento di Registrazione, risalgono all'11 febbraio 2025, data in cui UCG ha presentato un aggiornamento delle stime *"Ambition 2025-2027"* e della *"Guidance 2025"*, privo degli elementi di dettaglio necessari a comprendere i fattori/le azioni su cui si basano tali attese di *performance*.

2.3.3 La Fusione e l'integrazione di BBPM in UCG presentano elementi di incertezza e rischiosità

Come indicato al fattore di rischio A.1.1. del Documento di Registrazione, UCG evidenzia in particolare come la possibilità di conseguire le sinergie previste dall'acquisizione di BBPM dipenda in primo luogo dal livello di adesioni all'OPS e, conseguentemente, dalla possibilità di UCG di procedere con la Fusione per incorporazione di BBPM in UCG. In particolare, ove UCG decidesse di rinunciare alla Condizione Soglia (come definita nel Documento di Offerta) e venisse a detenere ad esito dell'OPS una partecipazione superiore al 50% del capitale sociale più 1 (una) Azione ma

¹³⁵ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.8 del Documento Informativo; in seguito nel fattore di rischio A.1.13 del Documento di Registrazione si riporta altresì che *"le Informazioni Finanziarie Consolidate Abbreviate Pro-Forma non sono state sviluppate sulla base di alcun piano strategico e/o approccio previsto per una potenziale futura integrazione di Anima nel Gruppo UniCredit a seguito dell'Offerta BPM, in quanto, alla Data del Documento di Registrazione, l'Emittente non ha elaborato alcuna strategia in tal senso."*

inferiore al 66,67% del capitale sociale di BBPM, potrebbe non riuscire ad implementare la Fusione. In tale ipotesi, come riportato all'interno del Documento di Registrazione, l'Offerente realizzerebbe solo l'85% delle sinergie di costo e di ricavo inizialmente previste con una diminuzione di circa Euro 200 milioni, senza tuttavia beneficiare di alcuna riduzione dei costi una tantum del processo di integrazione stimati per Euro 2 miliardi ante imposte¹³⁶. Non è chiaro come la mancata Fusione possa determinare una riduzione delle sinergie limitata a circa il 15% del totale, anche in considerazione del fatto che in tale scenario BBPM rimarrebbe presumibilmente quotata e le minoranze sarebbero tutelate da eventuali eccessive riduzioni di presidi necessari al funzionamento della banca.

Tuttavia, a prescindere dal livello di adesioni all'OPS, l'effettiva creazione di valore rimane incerta e ancor più difficile da prevedere nell'attuale contesto di incertezza e scarsa visibilità sull'evoluzione del contesto macroeconomico e sulle prospettive future dell'Offerente, il quale dichiara che *"indipendentemente dalla percentuale di partecipazione che UniCredit potrebbe acquisire al termine dell'Offerta, potrebbero verificarsi altri eventi relativi a BPM che sono al di fuori del controllo dell'Emittente e che potrebbero ritardare e/o ridurre il raggiungimento delle sinergie di costo e di ricavi stimate, nonché avere un potenziale impatto negativo sui risultati, sulla performance e sugli obiettivi strategici del Gruppo UniCredit"*. E prosegue *"La concretizzazione di tutte le sinergie derivanti dall'acquisizione è, infatti, molto incerta anche alla luce del contesto macroeconomico in rapida evoluzione. L'esistenza dei suddetti rischi deriva in gran parte dal fatto che, alla Data del Documento di Registrazione, il periodo di adesione all'Offerta non è ancora iniziato e l'Emittente si è basato esclusivamente su dati di pubblico dominio come base per la formulazione delle proprie stime relative alle sinergie di costo e di ricavi che si prevede possano derivare dalla stessa Offerta"*¹³⁷.

Tale rischio è tanto più rilevante nella valutazione dell'OPS da parte degli Azionisti BBPM, in quanto il valore delle azioni di UCG potrebbe in futuro risentire negativamente di un mancato raggiungimento degli obiettivi come rappresentato dall'Offerente, che afferma *"Qualora tali stime dovessero rivelarsi inesatte o le sinergie attese non dovessero concretizzarsi nella misura e nei tempi previsti dall'Emittente, i ricavi e i costi del Gruppo UniCredit potrebbero, in futuro, essere diversi da quelli stimati e ciò potrebbe avere un impatto negativo sul valore di mercato delle azioni di UniCredit e sul rendimento che gli investitori potrebbero ottenere dalle stesse"*¹³⁸.

Peraltro, operazioni di questa rilevanza comportano gradi elevati di complessità e di rischio dell'integrazione dei sistemi informatici. A tal riguardo, nel Documento di Registrazione UCG ha indicato che *"Tali migrazioni nel Gruppo UniCredit comporteranno inevitabilmente il trasferimento di un volume significativo di attività e di dati, a causa dell'elevato numero di clienti (circa 4 milioni di clienti di BPM rispetto a circa oltre 15 milioni di clienti di UniCredit) e di filiali (circa 1.400 filiali per BPM rispetto alle circa 3.039 filiali appartenenti al Gruppo UniCredit). Queste procedure comportano un rischio intrinseco di ritardi o di insorgenza di problematiche inattese, che mettono a rischio la sicurezza dei sistemi informativi oggetto di migrazione, incidendo sulla continuità operativa del Gruppo UniCredit anche nella sua potenziale configurazione post-Fusione."*¹³⁹.

In aggiunta a quanto sopra, si segnala che considerato quanto indicato nel Documento di Offerta in merito alla Fusione, ovvero che *"ove deliberata, la Fusione avverrà sulla base di un rapporto di cambio determinato ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile, utilizzando come da prassi metodologie e ipotesi omogenee nella valutazione delle società coinvolte, senza quindi che sia dovuto alcun premio per gli azionisti di minoranza della società incorporata"*¹⁴⁰ gli Azionisti che non aderissero all'OPS beneficerebbero in ogni caso dei presidi normativi accordati dalla legge alle minoranze per simili operazioni, come meglio dettagliati qui di seguito.

¹³⁶ Fonte: Sezione A.1., Paragrafo A.1.1. del Documento di Registrazione.

¹³⁷ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Registrazione.

¹³⁸ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Registrazione.

¹³⁹ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.4. del Documento di Registrazione.

¹⁴⁰ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.8.1, del Documento di Offerta.

In forza delle vigenti disposizioni di legge, il rapporto di cambio della Fusione dovrà essere congruo e, pertanto, dovrà adeguatamente esprimere il valore reale di BBPM. Pertanto, qualora il rapporto di cambio della Fusione non dovesse essere congruo, gli Azionisti BBPM che non dovessero aderire all'OPS sarebbero tutelati dai presidi, di natura sostanziale e procedurale, posti dal diritto societario a garanzia della congruità dello stesso. A tal riguardo, si ricorda che il rapporto di cambio della Fusione dovrà essere: (i) adeguatamente illustrato e giustificato dai consigli di amministrazione sia di BBPM che di UCG; e (ii) oggetto di una relazione sulla congruità, predisposta da uno o più esperti designati dal Tribunale, che dovrà indicare, tra l'altro, i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi nonché dovrà contenere un parere sull'adeguatezza dei metodi seguiti e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore.

Qualora il rapporto di cambio proposto non dovesse riflettere l'effettivo valore di BBPM, gli Azionisti che non avessero aderito all'OPS sarebbero legittimati a impugnare la delibera assembleare di approvazione del progetto di Fusione, ove non ne avessero concorso all'approvazione, e a richiedere il risarcimento dei danni subiti per effetto dell'applicazione di un rapporto di cambio non congruo. Tutte le iniziative e i presidi sopra citati rientrano pienamente nell'alveo dei diritti e delle prerogative che l'ordinamento attribuisce ai soci di minoranza al fine di tutelare gli stessi dalle eventuali condotte pregiudizievoli che il socio di maggioranza potrebbe porre in essere.

Qualora la Fusione fosse deliberata prima del *Delisting* di BBPM, la stessa costituirebbe un'operazione con parti correlate "di maggiore rilevanza" ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC adottata da BBPM in quanto:

- (i) UCG controllerebbe BBPM attraverso una partecipazione pari almeno al 50% del capitale sociale + 1 Azione BBPM e si qualificherebbe, pertanto, come parte correlata della stessa ai sensi del Regolamento OPC;
- (ii) date le dimensioni dell'operazione, risulterebbero superati gli indici di rilevanza di cui all'Allegato 3 al Regolamento OPC.

La Fusione sarebbe pertanto assoggettata alla relativa disciplina, la quale prevede l'attivazione di specifici e stringenti presidi volti a garantire la trasparenza e la correttezza, sotto un profilo sostanziale e procedurale, della stessa.

2.3.4 UCG, negli anni recenti, non ha realizzato acquisizioni ed integrazioni di realtà aziendali di dimensioni comparabili a BBPM

Si rileva altresì dal Documento di Offerta che *"la consolidata esperienza dell'Offerente in operazioni di M&A, come dimostrato dalle recenti iniziative in Grecia, Romania e Germania, consentirà un'integrazione rapida ed efficace con l'Emittente, senza interruzioni nel business o impatti sociali, accelerando il raggiungimento degli obiettivi strategici dell'operazione e posizionando il nuovo gruppo tra i leader del settore bancario europeo, capace di sostenere l'economia reale e creare valore per azionisti, clienti e comunità locali"*¹⁴¹. Al contrario, il Consiglio di Amministrazione ritiene che le recenti iniziative menzionate da UCG non siano comparabili con un'eventuale Fusione (o, più in generale, con un'integrazione simile a quella prospettata in caso di perfezionamento dell'OPS), dal momento che le iniziative in Grecia e Germania si riferiscono all'acquisto da parte di UCG di una partecipazione di minoranza nel capitale di Alpha Services and Holdings S.A. (circa 9,6% del capitale) e Commerzbank AG (circa il 28% del capitale di cui 9,5% in azioni e il resto in strumenti derivati), mentre l'esperienza in Romania riguarda l'integrazione, iniziata nel corso del 2024 e il cui completamento è previsto per la seconda metà del 2025, di una banca (Alpha Bank Romania) di dimensioni significativamente minori rispetto a BBPM (totale attivo pari a Euro 4,5 miliardi rispetto agli Euro 198,2 miliardi di BBPM al 31 dicembre 2024) e nel contesto di un'operazione concordata con il

¹⁴¹ Cfr. Sezione A, Paragrafo A.7.1 del Documento di Offerta.

management e l'azionista di controllo. A tal riguardo, si rileva che nel settore bancario le operazioni di acquisizione e/o aggregazione "ostili", o non concordate, presentano un potenziale rischio di esecuzione rispetto ad altre fattispecie, con impatti per gli *stakeholder* incerti e non preventivabili. Invero, la gestione del processo di integrazione successivo all'acquisizione (c.d. *post-merger integration*) e la sua puntuale e preventiva pianificazione rappresentano elementi cruciali per il successo di qualsiasi operazione straordinaria, in particolar modo in un settore complesso e vitale per il sostegno dell'economia quale quello bancario.

A tal riguardo, nel Documento di Registrazione, UCG ha indicato che *"Le recenti esperienze in Grecia, Romania e Germania dimostrano la determinazione e la capacità dell'Emittente di realizzare e completare operazioni di crescita e/o rafforzamento del proprio franchise"*¹⁴². Si evidenzia tuttavia che, negli anni recenti, UCG non ha realizzato acquisizioni ed integrazioni di realtà aziendali di dimensioni comparabili a BBPM: l'ultima operazione paragonabile in Italia risale al 2007 ed è rappresentata dalla fusione con Capitalia.

Si evidenzia altresì che in data 1° aprile 2025 Fitch Ratings ha emesso un *report*¹⁴³ avente ad oggetto le opportunità e rischi connessi al consolidamento in corso riguardante le banche italiane. Al riguardo, Fitch Ratings ha indicato che potrebbero esserci rischi significativi di integrazione, in particolare, in relazione alle offerte non concordate o ostili. I rischi includono: disallineamenti culturali, complesse integrazioni IT, potenziale conflitto con il personale della *target* o i suoi clienti. Fitch Ratings ha sottolineato come nessuna delle offerte attuali sia stata concordata, lasciando incerti gli esiti; inoltre, Fitch Ratings evidenzia che un'integrazione di successo risulterà invece fondamentale per realizzare sinergie e mantenere la qualità del credito.

A conferma di tali rischi, la stessa UCG, nel Documento di Registrazione, ha rappresentato *"le azioni e le misure che UCG intende attuare per integrare il business di BPM nel proprio Gruppo potrebbero essere interrotte o ritardate a causa, ad esempio, del basso morale dei dipendenti e/o dell'inadeguata allocazione delle risorse a cui UCG potrebbe non rispondere in modo sufficientemente tempestivo o flessibile. Inoltre, alcune parti dell'attività di BPM potrebbero rivelarsi più difficili di altre da integrare in UCG come inizialmente previsto"*¹⁴⁴.

¹⁴² Cfr. Sezione A, Paragrafo A.7.1 del Documento di Offerta.

¹⁴³ La sintesi del Report di Fitch Ratings è disponibile al seguente link: [Italian Banking Consolidation Could Be Credit-Positive for Sector](#) dove si legge: *"However, there could be significant integration risks, particularly with unsolicited or hostile offers. Risks include cultural misalignments, complex legacy IT integration and potential staff or client attrition. Failed transactions or significant offer revisions could undermine bidders' credibility. None of the current offers has been agreed upon, leaving outcomes uncertain. Successful integration will be crucial in realising synergies and maintaining credit quality. Larger banks may emerge stronger post-consolidation, but the process could also provide opportunities for smaller regional banks to expand their market positions by capitalising on any client attrition from larger institutions."*

¹⁴⁴ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.10 del Documento di Registrazione.

3. VALUTAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO AL CORRISPETTIVO

Disclaimer: Il presente capitolo contiene elaborazioni costruite a fini esclusivamente illustrativi. Il contenuto del presente capitolo, così come l'intero Comunicato dell'Emittente non costituisce in alcun modo, né può essere inteso come, una raccomandazione ad aderire o a non aderire all'OPS né sostituisce il giudizio di ciascun Azionista in relazione all'OPS medesima.

Il Consiglio di Amministrazione prende atto che il Corrispettivo dell'OPS, secondo quanto indicato, fra l'altro, nella Sezione E, Paragrafo E.1, del Documento di Offerta è pari a Euro 0,175 Azioni UCG per ciascuna Azione BBPM portata in adesione all'OPS (da intendersi *cum dividendo* e, quindi, inclusivo delle cedole relative ad eventuali dividendi distribuiti dall'Emittente e dall'Offerente).

Al riguardo si osserva che:

- (i) in data 11 febbraio 2025, il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha deliberato di sottoporre all'assemblea ordinaria degli azionisti di UCG la proposta di distribuzione di un dividendo pari a Euro 1,4764 per ciascuna azione di UCG in circolazione avente diritto al pagamento del dividendo alla data prevista di godimento ("**Dividendo UCG**"), per un importo complessivo pari a Euro 2.285.358.000,00, in aggiunta all'acconto distribuito in data 20 novembre 2024. La proposta di distribuzione del Dividendo UCG è stata approvata dall'assemblea ordinaria degli azionisti di UCG del 27 marzo 2025;
- (ii) in data 12 febbraio 2025, il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ha deliberato di sottoporre all'Assemblea Ordinaria degli Azionisti BBPM la proposta di distribuzione di un dividendo pari a Euro 0,60 per ciascuna Azione BBPM (escluse le Azioni Proprie) ("**Dividendo BBPM**"), per un importo complessivo pari a Euro 909.109.275,60 (riferito al numero complessivo di Azioni BBPM, con la precisazione che non sarà effettuato alcun pagamento alle Azioni Proprie), in aggiunta all'acconto distribuito in data 20 novembre 2024. La proposta di distribuzione del Dividendo BBPM sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Ordinaria degli Azionisti BBPM convocata per il 30 aprile 2025.

UCG ha altresì rappresentato che, alla luce di quanto sopra, si delineano tre scenari alternativi, in forza dei quali, a fronte del trasferimento di ciascuna Azione BBPM portata in adesione all'OPS, l'Offerente corrisponderà agli Azionisti:

- (i) il Corrispettivo (inteso nell'accezione di cui alla lettera a) della relativa definizione) rappresentato, in assenza di aggiustamenti, da n. 0,175 Azioni UCG rivenienti dall'Aumento di Capitale al Servizio dell'OPS; ovvero
- (ii) il Corrispettivo (inteso nell'accezione di cui alla lettera b) della relativa definizione) - rappresentato da n. 0,182 Azioni UCG - qualora (a) lo stacco della cedola relativa al Dividendo UCG avvenga prima della Data di Pagamento e (b) il Dividendo BBPM non sia approvato dall'Assemblea Ordinaria degli Azionisti BBPM o lo stacco della relativa cedola non avvenga prima della Data di Pagamento (i.e., il Corrispettivo ex Dividendo UCG); ovvero
- (iii) il Corrispettivo (inteso nell'accezione di cui alla lettera c) della relativa definizione) - rappresentato da n. 0,166 Azioni UCG - qualora (a) lo stacco della cedola relativa al Dividendo UCG avvenga prima della Data di Pagamento, (b) il Dividendo BBPM sia approvato dall'Assemblea Ordinaria degli Azionisti BBPM e (c) lo stacco della relativa cedola avvenga prima della Data di Pagamento (i.e., il Corrispettivo ex Dividendo UCG ed ex Dividendo BBPM).

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, essendo avvenuto in data 22 aprile 2025 lo stacco della cedola relativa al Dividendo UCG, il Corrispettivo ufficiale risulta in via temporanea il Corrispettivo ex Dividendo UCG (pari a n. 0,182 Azioni UCG). Tuttavia, si sottolinea che, qualora approvato dall'Assemblea Ordinaria degli Azionisti BBPM, lo stacco della cedola relativa al Dividendo BBPM è

previsto per il 19 maggio 2025. In tale scenario, alla luce della tempistica dell'OPS come riportata nel Documento di Offerta, gli Azionisti che decidessero di aderire all'OPS riceverebbero il Corrispettivo ex Dividendo UCG ed ex Dividendo BBPM (ridotto a n. 0,166 Azioni UCG).

Per quanto riguarda la determinazione del Corrispettivo, nel Documento di Offerta, UCG ha precisato che: *"le valutazioni condotte dal Consiglio di Amministrazione sono riferite (i) alle condizioni economiche note e di mercato alla Data di Riferimento (ossia alla data del 22 novembre 2024 corrispondente al Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Annuncio) o precedenti alla Data di Riferimento e (ii) alla situazione economico-patrimoniale e finanziaria dell'Offerente e dell'Emittente come riportate negli schemi di bilancio consolidato al 30 settembre 2024 e nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2023, e nei relativi comunicati stampa e presentazioni dei risultati alla comunità finanziaria."* e che: *"Il Corrispettivo è stato determinato attraverso valutazioni condotte autonomamente dall'Offerente senza l'ausilio di advisor finanziari, tenendo conto, quale metodologia di valutazione principale, del metodo dei prezzi di mercato dei titoli azionari dell'Offerente e dell'Emittente, e in particolare di: (i) i prezzi ufficiali per azione rilevati, per entrambi i titoli, alla data del 22 novembre 2024 (ossia, il Giorno di Borsa Aperta precedente alla Data di Annuncio), nonché con riferimento alla data del 6 novembre 2024, vale a dire alla data dell'annuncio dell'Offerta BPM; (ii) i prezzi ufficiali per azioni rilevati ad alcune date precedenti al 22 novembre 2024 e al 6 novembre 2024, coerenti ed omogenee per entrambi i titoli, individuate secondo intervalli temporali significativi; e (iii) le medie aritmetiche ponderate per i volumi negoziati dei prezzi ufficiali per azione registrati in determinati intervalli temporali precedenti rispettivamente al 22 novembre 2024 (incluso) e al 6 novembre 2024 (incluso)"*¹⁴⁵.

Nella medesima sede, UCG ha inoltre specificato che *"La scelta di utilizzare il metodo dei prezzi di mercato quale metodologia principale risiede nella circostanza che tale metodo esprime il valore economico dell'Offerente e dell'Emittente sulla base della capitalizzazione di mercato delle azioni negoziate su mercati regolamentati, i cui prezzi sintetizzano il valore attribuito loro dagli investitori rispetto alle prospettive di crescita, profilo di rischio e generazione di utili, sulla base delle informazioni conosciute e pubblicamente disponibili, e quindi generalmente idonei a rappresentare il valore economico delle due banche"*¹⁴⁶.

Si segnala, pertanto, che i prezzi utilizzati da UCG come riferimento per la determinazione del Corrispettivo non riflettevano l'intero potenziale: (i) dell'OPA Anima, che alla Data di Annuncio dell'OPS era, a sua volta, già stata annunciata da circa 20 giorni, (ii) del Piano Strategico di BBPM, come aggiornato e reso noto al mercato in data 12 febbraio 2025, nonché (iii) dei risultati raggiunti da BBPM al termine dell'esercizio 2024, come resi noti al mercato il 12 febbraio 2025.

Si rileva inoltre che il *dividend discount model* non rientra fra le metodologie valutative applicate da UCG e riportate nella Sezione E del Documento di Offerta. Di converso si ritiene, così come anche riconosciuto dalla dottrina e dalla prassi internazionale, che tale metodologia, in aggiunta alle metodologie fondate su riferimenti di mercato, sia comunemente utilizzata in quanto consente di recepire pienamente le proiezioni economico-finanziarie, di coglierne le specifiche prospettive di crescita e di distribuzione dei dividendi nel medio-lungo termine. Sulla base delle informazioni contenute nel Documento di Offerta, il Consiglio di Amministrazione ritiene che il Corrispettivo offerto agli Azionisti BBPM non rifletta in alcun modo la redditività e l'ulteriore potenziale di creazione di valore per gli Azionisti BBPM. Tale potenziale è ulteriormente rafforzato dalle operazioni straordinarie realizzate da BBPM nei giorni antecedenti all'annuncio dell'OPS e successivamente allo stesso, tra cui l'acquisto di una partecipazione in BMPS e l'acquisizione della quasi totalità del capitale sociale di Anima, e che sono riflesse negli obiettivi del Piano Strategico.

¹⁴⁵ Cfr. Sezione E, Paragrafo E.1 del Documento di Offerta.

¹⁴⁶ Cfr. Sezione E, Paragrafo E.1 del Documento di Offerta.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione sottolinea cinque motivi principali per cui ritiene che l'OPS non sia conveniente:

1. il Corrispettivo non è congruo da un punto di vista finanziario;
2. Alla Data di Riferimento, il Corrispettivo non riconosce alcun premio agli Azionisti BBPM ed è a sconto rispetto al prezzo dell'Azione BBPM;
3. il prezzo dell'Azione BBPM non riflette i fondamentali di BBPM;
4. il Corrispettivo è interamente in Azioni UCG, la cui performance e la cui valutazione rispetto alle Azioni BBPM devono essere attentamente considerate;
5. il Corrispettivo crea valore esclusivamente per gli azionisti di UCG a discapito degli Azionisti BBPM.

3.1 Il Corrispettivo non è congruo da un punto di vista finanziario

Il Consiglio di Amministrazione ha fatto proprio il lavoro compiuto dagli *advisor* finanziari, come descritto nei paragrafi successivi del presente Comunicato dell'Emittente, e ha identificato i seguenti intervalli di rapporto di cambio impliciti, rispettivamente ottenuti tramite l'utilizzo delle tre metodologie illustrate di seguito, nonché il relativo valore medio e mediano.

Metodologia	Valore minimo del rapporto di cambio implicito	Valore massimo del rapporto di cambio implicito
<i>Dividend discount model</i>	0,213x	0,287x
Analisi dei multipli di borsa di selezionate società quotate (P/E)	0,212x	0,318x
Analisi di regressione (P/TBV vs ROTE)	0,203x	0,239x
Media Concambi	0,245x	
Mediana Concambi	0,226x	

Si sottolinea che l'analisi riflette i valori relativi di BBPM e UCG su base *standalone*, quindi non tiene conto della creazione di valore derivante dalle sinergie potenziali previste dall'Offerente. Tali rapporti di cambio sono da considerarsi rappresentativi dei pesi relativi di BBPM e UCG prima di includere qualsiasi premio per il controllo a favore degli Azionisti BBPM, normalmente previsto in operazioni di acquisizione di questa tipologia.

La media dei rapporti di cambio ("**Media Concambi**") risulta pari a 0,245x, ovvero un rapporto di cambio dello 0,063x più alto rispetto al Corrispettivo (pari a 0,182x), mentre la Mediana dei rapporti di cambio ("**Mediana Concambi**") è pari a 0,226x, ovvero un rapporto di cambio dello 0,044x più alto rispetto al Corrispettivo.

Il confronto tra la valorizzazione di BBPM implicita nella Media Concambi e quella implicita nel Corrispettivo fa emergere, in base al prezzo ufficiale delle azioni di UCG alla Data di Riferimento (ossia Euro 48,26), una differenza pari a Euro 4,6 miliardi. Tale differenza, sotto un profilo economico finanziario, può essere letta come uno sconto applicato dall'Offerente alle Azioni BBPM, ancor prima del riconoscimento agli Azionisti BBPM di qualsiasi premio per il controllo di BBPM acquistato mediante l'OPS. Ove venisse utilizzata la Mediana Concambi, la differenza sarebbe pari a Euro 3,2 miliardi.

Si noti inoltre che le valorizzazioni di BBPM presentate riflettono valutazioni dell'Emittente su base relativa rispetto a UCG: ciò implica che il sopracitato sconto implicito nel Corrispettivo rispetto al corrispettivo derivante dall'applicazione della Media Concambi o della Mediana Concambi (in termini relativi rispetto a UCG), non possa essere colmato da un eventuale andamento positivo del prezzo dell'azione di UCG. Al contrario, a parità di Corrispettivo, lo sconto implicito concesso dagli Azionisti BBPM sulle Azioni BBPM aumenta all'aumentare del prezzo dell'Azione UCG.

3.1.1 Conferimento degli incarichi agli *advisor* finanziari di BBPM

Al fine di poter valutare con maggiore completezza il Rapporto di Cambio da un punto di vista finanziario, il Consiglio di Amministrazione ha conferito separatamente a Citi e Lazard l'incarico di *advisor* finanziari di BBPM in relazione all'OPS. Citi e Lazard, svolgendo le proprie analisi in maniera autonoma e indipendente, hanno reso, a beneficio del Consiglio di Amministrazione, le rispettive *opinion* sull'adeguatezza del Rapporto di Cambio da un punto di vista finanziario in data 24 aprile 2025 (di seguito, le "*Opinion*").

Le copie delle rispettive *Opinion* di Citi e Lazard (che includono le assunzioni su cui le stesse si basano, le procedure adottate, gli scenari esaminati e le limitazioni alle analisi svolte in relazione a tali *Opinion*), alle quali si rinvia per maggiori informazioni, sono rispettivamente accluse al presente Comunicato dell'Emittente *sub Allegato A* e *Allegato B*. Si segnala che le metodologie adottate dagli *advisor* finanziari sono simili a quelle adottate dal Consiglio di Amministrazione per lo svolgimento delle analisi di cui sopra.

3.1.2 Metodologie di valutazione utilizzate dagli *advisor* finanziari di BBPM

Nel valutare il Rapporto di Cambio da un punto di vista finanziario ai fini delle rispettive *Opinion*, Citi e Lazard hanno utilizzato informazioni finanziarie e altre informazioni fornite da BBPM e/o di pubblico dominio, e svolto una serie di analisi finanziarie con riferimento a BBPM e UCG per stimare gli intervalli del valore implicito del rapporto di cambio rispetto ai quali è stato confrontato il Rapporto di Cambio.

Si segnala che il Corrispettivo offerto da UCG non è costituito dal denaro, ma è costituito da un rapporto di cambio tra le Azioni BBPM e le Azioni UCG. Per questa ragione, la valutazione del Rapporto di Cambio è stata svolta facendo riferimento ad intervalli del valore implicito del rapporto di cambio determinati sulla base delle analisi finanziarie svolte con riferimento a BBPM e UCG considerate distintamente. Nell'ambito di ciascun'analisi finanziaria, gli intervalli del valore implicito del rapporto di cambio sono stati determinati, calcolando, in primo luogo, gli intervalli dei valori impliciti dei rispettivi patrimoni netti per azione (*equity value per share*) di BBPM e UCG, e successivamente, dividendo l'estremo inferiore degli intervalli determinati con riferimento a BBPM per l'estremo superiore degli intervalli determinati con riferimento a UCG, e dividendo l'estremo superiore degli intervalli determinati con riferimento a BBPM per l'estremo inferiore degli intervalli determinati con riferimento a UCG, al fine di valutare BBPM e UCG su base relativa.

Sebbene la seguente sintesi non costituisca una descrizione esaustiva delle analisi svolte e dei fattori considerati dagli *advisor* finanziari ai fini delle rispettive *Opinion*, le seguenti metodologie sono state ritenute le più rilevanti: (a) analisi *Dividend Discount Model*, (b) analisi dei multipli di borsa di società quotate selezionate (P/E) (basata su multipli prezzo/utigli, o "P/E"), e (c) analisi di regressione. Tali metodologie e alcune informazioni ad esse correlate sono sintetizzate nelle rispettive *Opinion* degli *advisor* finanziari qui allegate *sub Allegato A* e *Allegato B*.

3.1.3 Sintesi dei risultati delle analisi svolte dagli *advisor* finanziari di BBPM

(i) *Citi*

Ai sensi dell'art. 39, comma 1, lettera d) del Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso di Citigroup Global Markets Europe AG ("*Citi*") quale *advisor* finanziario di BBPM, che ha emesso la propria *Opinion* a beneficio del Consiglio di Amministrazione in data 24 aprile 2025 (qui allegata *sub Allegato A*). Secondo la *Opinion* resa da Citi, alla data di tale *Opinion*, considerate le assunzioni su cui la stessa si basa, le procedure adottate, gli scenari esaminati e le limitazioni alle analisi svolte in relazione alla stessa, il Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG previsto nell'ambito dell'OPS è risultato *inadequate*, da un punto di vista finanziario, per i detentori delle Azioni BBPM (diversi da UCG e dalle società controllate e/o collegate).

Nel rinviare all'*Opinion* di Citi (allegata sub **Allegato A**) per gli elementi di ulteriore dettaglio, si evidenzia che Citi ha condotto alcune analisi finanziarie per stimare gli intervalli del valore implicito del rapporto di cambio, di seguito riassunte:

- Dividend Discount Model (metodologia analitica): in applicazione di tale metodologia, l'intervallo del valore implicito del Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG risulta essere compreso tra 0,213x e 0,287x;
- Analisi dei multipli di borsa di società quotate selezionate (P/E) (metodologia di mercato): in applicazione di tale metodologia, l'intervallo del valore implicito del Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG risulta essere compreso tra 0,218x e 0,318x;
- Analisi di regressione (P/TBV vs RoATE) (metodologia di mercato): in applicazione di tale metodologia, l'intervallo del valore implicito del Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG risulta essere compreso tra 0,203x e 0,228x.

(ii) Lazard

Ai sensi dell'art. 39, comma 1, lettera d) del Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso di Lazard srl ("**Lazard**") quale *advisor* finanziario di BBPM, che ha emesso la propria *Opinion* a beneficio del Consiglio di Amministrazione in data 24 aprile 2025 (qui allegata sub **Allegato B**). Secondo la *Opinion* resa da Lazard, alla data di tale *Opinion*, considerate le assunzioni su cui la stessa si basa, le procedure adottate, gli scenari esaminati e le limitazioni alle analisi svolte in relazione alla stessa, il Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG previsto nell'ambito dell'OPS è risultato *inadequate*, da un punto di vista finanziario, per i detentori delle Azioni BBPM (diversi da UCG, dalle persone che agiscono di concerto con UCG e loro società controllate e/o collegate).

Nel rinviare all'*Opinion* di Lazard (allegata sub **Allegato B**) per gli elementi di ulteriore dettaglio, si evidenzia che Lazard ha condotto alcune analisi finanziarie per stimare gli intervalli del valore implicito del rapporto di cambio, di seguito riassunte:

- Dividend Discount Model (metodologia analitica): in applicazione di tale metodologia, l'intervallo del valore implicito del Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG risulta essere compreso tra 0,214x e 0,251x;
- Analisi dei multipli di borsa di società quotate selezionate (P/E) (metodologia di mercato): in applicazione di tale metodologia, l'intervallo del valore implicito del Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG risulta essere compreso tra 0,212x e 0,286x;
- Analisi di regressione (P/TBV vs RoATE) (metodologia di mercato): in applicazione di tale metodologia, l'intervallo del valore implicito del Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG risulta essere compreso tra 0,205x e 0,239x.

Citi e Lazard agiscono in qualità di advisor finanziari nell'esclusivo interesse di BBPM e di nessun altro soggetto, con riferimento alle materie oggetto del presente Comunicato dell'Emittente e l'OPS, e non saranno responsabili nei confronti di soggetti diversi da BBPM per la prestazione di consulenza in relazione all'OPS o ad altre materie di cui al presente Comunicato dell'Emittente. Né Citi né Lazard, né alcuna delle rispettive società controllanti, controllate o collegate, né i rispettivi amministratori o dipendenti, assumono o accettano alcun obbligo, responsabilità od onere di qualsiasi natura in relazione al presente Comunicato dell'Emittente, a qualsiasi dichiarazione ivi contenuta, all'OPS o ad ulteriori profili connessi.

3.2 Alla Data di Riferimento, il Corrispettivo non riconosce alcun premio agli Azionisti BBPM ed è a sconto rispetto al prezzo dell'Azione BBPM

3.2.1 Il confronto del Corrispettivo con il prezzo dell'Azione BBPM al 6 novembre 2024 è ritenuto irrilevante per gli Azionisti BBPM

Sin dalla Data di Annuncio dell'OPS, l'Offerente ha costantemente fatto riferimento al premio che il Corrispettivo rifletteva rispetto al prezzo dell'Azione BBPM al 6 novembre 2024, data dell'annuncio da parte di BBPM dell'OPA Anima, definito dall'Offerente prezzo c.d. "undisturbed", in luogo del prezzo dell'Azione BBPM al 22 novembre 2024, data ultima di riferimento antecedente l'annuncio dell'OPS.

Tale circostanza è richiamata anche nel Documento di Offerta alla Sezione E, Paragrafo E.1, in cui si legge *"Considerando che i prezzi di mercato delle azioni dell'Emittente formati successivamente all'annuncio dell'Offerta BPM(i) incorporano delle prese di valore basate sull'aspettativa di successo di tale offerta, che, di contro, alla Data di Riferimento era un evento futuro e incerto, anche alla luce delle condizioni indicate nell'Offerta BPM (tra le quali, a titolo di esempio, quella concernente il c.d. "Danish Compromise") e (ii) sono influenzati dai numerosi articoli di stampa e rumour relativi a potenziali scenari di consolidamento del mercato bancario italiano riferibili anche all'Emittente, al fine dell'applicazione del criterio dei prezzi di mercato si è ritenuto opportuno considerare l'andamento dei corsi dell'Offerente e dell'Emittente non solo alla Data di Riferimento, ma anche al 6 novembre 2024 (ossia alla data dell'annuncio dell'Offerta BPM)."*

Con comunicato stampa emesso in data 12 dicembre 2024, BBPM si è espressa da subito sul prezzo c.d. "undisturbed", ritenendo ogni riferimento a tale indicatore inappropriato e non pertinente, in quanto non incorporante le informazioni comunicate da BBPM al mercato in data 6 novembre 2024 in merito ai risultati trimestrali e alle azioni intraprese a partire da tale data (ivi incluso l'acquisto del 5% del capitale di BMPS e l'avvio dell'OPA Anima).

Si evidenzia peraltro che, per prezzo "undisturbed", nella prassi si intende un prezzo di mercato non influenzato dall'operazione annunciata (ossia, nella fattispecie, l'OPS) e non un prezzo che non tenga conto di eventi rilevanti riguardanti la società emittente.

Ciò premesso, come comunicato da BBPM in data 9 aprile 2025, l'OPA Anima si è conclusa con successo, con una partecipazione alla data odierna detenuta dal Gruppo BBPM nel capitale di Anima pari all'89,95% circa. A tal proposito, si evidenzia che anche la partecipazione totale del Gruppo BBPM al capitale di BMPS, includendo le azioni detenute tramite Anima, è pari a circa il 9%. Entrambe le partecipazioni, in Anima e BMPS, sono riflesse nei *target* del Piano Strategico presentati al mercato in data 12 febbraio 2025, in cui peraltro BBPM ha illustrato gli effetti sul capitale regolamentare e sul totale della remunerazione per gli azionisti in arco piano a prescindere dal trattamento regolamentare della partecipazione in Anima.

Il Consiglio di Amministrazione ritiene pertanto che il prezzo dell'Azione BBPM al 6 novembre 2024 sia risalente e non tenga conto degli sviluppi successivi portati avanti da BBPM che hanno condotto ad un apprezzamento del relativo titolo sul mercato. Pertanto, si ritiene che il confronto del Corrispettivo con il prezzo dell'Azione BBPM al 6 novembre 2024 sia irrilevante per gli Azionisti BBPM.

3.2.2 Il Corrispettivo sostanzialmente non rifletteva un premio all'annuncio dell'OPS, una fattispecie senza precedenti per operazioni di questo tipo

Il Corrispettivo, come richiamato anche nel Documento di Offerta alla Sezione E, Paragrafo E.1, riflette un premio dello 0,5% rispetto al prezzo dell'Azione BBPM al 22 novembre 2024 (ultimo Giorno di Borsa Aperta prima dell'annuncio dell'OPS), quindi sostanzialmente assente.

Anche prendendo a riferimento le medie dei prezzi dell'Azione BBPM ponderati per i volumi a diversi orizzonti temporali precedenti all'annuncio dell'OPS, come da prassi in questo tipo di operazioni, il

premio riconosciuto agli Azionisti BBPM risulta estremamente contenuto. Addirittura, come richiamato anche nel Documento di Offerta alla Sezione E, Paragrafo E.1, prendendo a riferimento i prezzi ufficiali puntuali 6 mesi prima dell'annuncio dell'OPS e 12 mesi prima dell'annuncio dell'OPS, il Corrispettivo riflette uno sconto rispetto al prezzo dell'Azione BBPM rispettivamente pari al 3,4% e al 15,3%.

La sostanziale assenza di un premio non risulta coerente con un'operazione rilevante per UCG quale è l'OPS.

Si fa notare che, nelle offerte pubbliche in cui una parte offerente sia determinata a rilevare il controllo di una società *target*, viene riconosciuto agli azionisti di quest'ultima un premio rispetto alla quotazione di Borsa, nello spirito di riconoscere alla controparte un'adeguata porzione del valore delle sinergie e di remunerare la perdita del controllo sulla società nonché, nel caso in cui gli azionisti della società *target* diventino poi azionisti dell'offerente, il rischio di *execution* dei piani prospettati dall'offerente. Pertanto, il livello di premio offerto risulta nella prassi più elevato quando la parte offerente non detiene già una quota significativa del capitale dell'emittente (soprattutto nei casi in cui l'operazione si connota come "ostile") e/o quando l'offerente prevede di creare valore significativo tramite sinergie il cui fattore abilitante, nei fatti, è l'acquisizione del controllo della società *target*.

A titolo esemplificativo, la tabella di seguito mostra un confronto tra i premi impliciti nel Corrispettivo e i premi impliciti riconosciuti nel contesto di operazioni ritenute comparabili all'OPS, concluse con successo in Italia negli ultimi anni.

Data di riferimento per il calcolo del premio implicito	Premi impliciti OPS UCG / BBPM	Media premi impliciti di offerte pubbliche volontarie in Italia tra il 2020 e il 2023 ¹⁴⁷	Premi impliciti nell'offerta pubblica Intesa Sanpaolo / UBI ¹⁴⁸	Premi impliciti nell'offerta pubblica Credit Agricole / Creval ¹⁴⁹
1 giorno prima dell'annuncio	0,5%	27%	44,7%	44,5%
Media ponderata nel 1 mese prima dell'annuncio	6,3%	28%	54,9%	75,1%
Media ponderata nei 3 mesi prima dell'annuncio	7,8%	31%	55,4%	69,1%
Media ponderata nei 6 mesi prima dell'annuncio	4,0%	35%	59,4%	83,2%

¹⁴⁷ Fonte: *Occasional Report "Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020-2023"* pubblicato da Consob, dicembre 2024

¹⁴⁸ Fonte: Comunicato stampa pubblicato da Intesa Sanpaolo S.p.A. in data 17 luglio 2020 (<https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/comunicati-stampa-price-sensitive/2020/07/20200717-ubi-it>). Premi finali riconosciuti nell'operazione, inclusivi del rilancio.

¹⁴⁹ Fonte: Comunicato stampa pubblicato da Credit Agricole Italia S.p.A. in data 14 aprile 2021 (https://www.credit-agricole.it/media/filer_public/db/52/db52266e-4ad8-431c-82c6-132096bc5efd/cs-opa-creval-incremento-corrispettivo-sito.pdf). Premi finali riconosciuti nell'operazione, inclusivi del rilancio.

Media ponderata nei 12 mesi prima dell'annuncio	1,6%	33%	62,0%	88,0%
---	------	-----	-------	-------

Il confronto tra la valorizzazione implicita di BBPM ipotizzando un premio del 45% (un livello ritenuto rilevante alla luce dei dati riportati nella tabella precedente) rispetto al prezzo dell'Azione BBPM al 22 novembre 2024, e quella implicita nel Corrispettivo, fa emergere una differenza pari a Euro 4,5 miliardi. Tale differenza può essere letta come lo sconto richiesto agli Azionisti BBPM sulle proprie Azioni BBPM in termini di minor valore rispetto alle operazioni precedenti sulla base del Corrispettivo offerto.

3.2.3 Dalla Data di Annuncio dell'OPS, il Corrispettivo è rimasto a sconto rispetto al prezzo di mercato

Dalla Data di Annuncio dell'OPS alla Data di Riferimento, il Corrispettivo ha sempre riflesso uno sconto implicito rispetto al prezzo dell'Azione BBPM. Infatti, in tale periodo non vi è stata alcuna seduta di Borsa in cui il rapporto di cambio implicito nei prezzi ufficiali di mercato sia stato pari o inferiore al Corrispettivo.

Il grafico¹⁵⁰ di seguito illustra l'evoluzione del prezzo ufficiale dell'Azione BBPM rispetto al prezzo implicito nel Corrispettivo dall'annuncio dell'OPS. Si segnala che lo sconto implicito nel Corrispettivo, rispetto al prezzo dell'Azione BBPM, si è sempre attestato tra circa il 2% e il 15% su base cum dividendo. Si segnala che, alla luce della diversa politica di distribuzione dei dividendi, il Corrispettivo su base ex dividendo peggiora ulteriormente la convenienza dell'OPS per l'Azionista BBPM.



Alla Data di Riferimento, lo sconto implicito nel Corrispettivo rispetto al prezzo dell'Azione BBPM è pari al 4%. Si fa notare che l'attuale prezzo dell'Azione UCG è da considerarsi ex dividendo, mentre il prezzo dell'Azione BBPM è da considerarsi cum dividendo e dunque include il valore del dividendo che verrà corrisposto da BBPM ai propri Azionisti in data 19 maggio 2025. Tuttavia, dal momento che il perfezionamento dell'OPS è previsto in data 1 luglio 2025, quindi in seguito allo stacco della cedola relativa al Dividendo BBPM, lo sconto è da valutarsi su base ex dividendo, in linea con quanto riportato alla Sezione E, Paragrafo E.1 del Documento di Offerta. Su tali basi, alla Data di Riferimento, lo sconto implicito nel Corrispettivo rispetto al prezzo dell'Azione BBPM è pari al 6%, equivalente a Euro 0,8 miliardi per il totale delle azioni. Tale valore può essere letto come un ulteriore sconto, in aggiunta ai Euro 4,5 miliardi riportati al Paragrafo 3.2.2 del Comunicato dell'Emittente; di conseguenza, tenendo conto sia dello sconto implicito nei prezzi di mercato delle due banche che

¹⁵⁰ Fonte: FactSet al 22 aprile 2025. Nota: Corrispettivo indica: prezzo dell'Azione UCG x 0,175 (dal 25 novembre 2024 al 17 aprile 2025); prezzo dell'Azione UCG x 0,182 per il 22 aprile 2025 (a seguito dello stacco della cedola relativa al Dividendo UCG).

del premio tipicamente riconosciuto in operazioni simili, lo sconto totale concesso dagli Azionisti BBPM sulle proprie Azioni BBPM sarebbe quindi pari a Euro 5,3 miliardi.

3.3 Il prezzo dell’Azione BBPM non riflette i fondamentali di BBPM

3.3.1 Il prezzo dell’Azione BBPM è a sconto rispetto ai prezzi obiettivo degli analisti di ricerca

Alla Data di Riferimento il prezzo ufficiale dell’Azione BBPM è pari a Euro 9,13 rispetto ad una media dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca pari a Euro 10,04, calcolata su base *standalone* (ossia fuori dal contesto di un’eventuale aggregazione con UCG) e includendo Anima senza il beneficio del c.d. *Danish Compromise*.

Tale differenza riflette un margine potenziale di incremento del prezzo dell’Azione BBPM del 10% sulla base delle aspettative degli analisti di ricerca alla Data di Riferimento.

3.3.2 L’utile di BBPM da *consensus* è ancora inferiore ai *target* del Piano Strategico

In data 12 febbraio 2025, il *management* di BBPM ha presentato al mercato l’aggiornamento del Piano Strategico, essendo i risultati a fine 2024 significativamente superiori alle attese del piano pubblicato a dicembre 2023. L’utile 2027 *target* di piano è pari a Euro 2,15 miliardi, sulla base di ipotesi ritenute attendibili dal *management*, ancor più tenendo conto (i) dell’acquisizione di Anima e (ii) del solido *track-record* di BBPM nel raggiungere – e in genere superare – gli obiettivi di piano. In particolare, si segnala che in data 11 aprile 2025 si è conclusa con successo l’OPA Anima e che BBPM ha raggiunto una quota totale pari a circa l’89,95% del capitale di Anima. Come comunicato al mercato in tale data, alla luce dei risultati definitivi e tenuto altresì conto dell’attuale pendenza dell’OPS, BBPM si riserva di valutare in futuro ogni possibile iniziativa relativa alla residua quota di Anima. Pertanto, alla data attuale si confermano i *target* 2027 previsti nel Piano Strategico.

Alla Data di Riferimento il *consensus* di mercato, calcolato come media delle stime degli stessi analisti di ricerca che esprimono la media dei prezzi obiettivo riportata al paragrafo precedente, riflette un utile 2027 per BBPM pari a Euro 1,86miliardi (inclusivo del contributo di Anima), del 13% inferiore rispetto al sopra citato *target* di piano pari a Euro 2,15 miliardi. Qualora il *consensus* si avvicinasse al *target* di utile del Gruppo si genererebbero spazi potenziali per una migliore valutazione su basi stand-alone.

3.3.3 L’evoluzione del *business model* di BBPM, anche alla luce dell’acquisizione di Anima, offre margini di potenziale *re-rating* del multiplo P/E

BBPM ha intrapreso, ormai da diversi anni, un percorso di crescita dei ricavi fortemente incentrato sulle fabbriche prodotto. In tale contesto, l’acquisizione di Anima è un elemento centrale dell’ulteriore rafforzamento del modello di *business* di BBPM, anche in chiave di diversificazione dei ricavi nell’attuale scenario di riduzione del livello dei tassi di interesse.

In particolare, a fine Piano Strategico l’incidenza dei proventi non da interesse sul totale dei ricavi si porterà dall’attuale 40% al 50% e l’apporto complessivo ai ricavi di Gruppo delle fabbriche prodotto aumenterà a Euro 1,7 miliardi al 2027, come si evince dall’aggiornamento del Piano Strategico. Aumenterà quindi la quota di utile riferibile alle aree di *business* meno *capital intensive* – cui normalmente gli analisti e gli investitori associano un multiplo P/E più elevato – con particolare riferimento al “*Wealth, Asset Management & Protection*” che, grazie all’apporto di Anima, porterà il proprio contributo all’utile al 35% circa, a fronte dell’attuale 23%.

A titolo esemplificativo, si evidenzia che la valorizzazione implicita nella media dei prezzi obiettivo di BBPM riflette un multiplo P/E implicito pari a 8,2x rispetto all’utile 2027 da *consensus* di cui sopra. Lo stesso calcolo basato sul *consensus* di prezzi obiettivo e utile netto degli analisti di ricerca (disponibile da FactSet alla Data di Riferimento) relativo a Intesa Sanpaolo S.p.A. riflette un multiplo P/E pari a 9,4x.

3.4 Il Corrispettivo è interamente in Azioni UCG, la cui performance e la cui valutazione rispetto alle Azioni BBPM devono essere attentamente considerate

3.4.1 Dalla Data di Annuncio dell'OPS, il prezzo delle Azioni BBPM ha iniziato a beneficiare delle importanti iniziative intraprese dal *management* mentre il prezzo dell'azione di UCG ha registrato un incremento significativo pur in assenza di una revisione dei *target* di medio-lungo periodo/delle prospettive di remunerazione degli azionisti o di variazioni di perimetro dell'Offerente

Tra il 22 novembre 2024 e la Data di Riferimento, il prezzo dell'Azione BBPM è passato da Euro 6,63 a Euro 9,13, con un incremento del 38%; mentre, nello stesso arco temporale, il prezzo dell'azione UCG è passato da Euro 38,04 a Euro 48,26, con un incremento del 27%.

Si fa notare che la *performance* del titolo BBPM è spiegata, *inter alia*, da una serie di risultati operativi e di azioni intraprese dal *management* che presentano una chiara creazione di valore per gli Azionisti BBPM, tra i quali:

- i risultati per il 2024, con un utile netto *adjusted* pari a Euro 1,69 miliardi (+34% dall'anno precedente) rispetto ad una *guidance* di Euro 1,36 miliardi, superando con un anno di anticipo il *target* previsto dal piano precedente per il 2026 pari a Euro 1,50 miliardi;
- l'aumento della remunerazione per gli Azionisti BBPM, con un *payout* in termini di dividendo *cash* portato all'80% dell'utile netto (rispetto al 66% previsto);
- l'aggiornamento del Piano Strategico, con un incremento della remunerazione cumulata per gli Azionisti BBPM in arco piano da Euro 4 miliardi previsti dal piano precedente a Euro 6 miliardi preservando un CET1 *ratio* minimo del 13% in arco piano a prescindere dal trattamento regolamentare di Anima;
- il perfezionamento dell'acquisto di Anima, con una partecipazione dell'89,95% circa al termine dell'OPA Anima, che comporta anche un incremento della partecipazione di BBPM al capitale di BMPS dal circa 5% al circa 9%.

Per quanto riguarda l'Offerente, si rileva che sulla base dei risultati 2024 e della *guidance* 2027 presentati da UCG al mercato in data 12 febbraio 2025 risulta:

- un utile "*stated*" 2024 pari a Euro 9,7 miliardi (+2% *yoy*), sostanzialmente in linea con l'anno precedente;
- una *guidance* di Ricavi totali in leggera diminuzione nel 2025, principalmente a causa della riduzione del margine di interesse (evidentemente non del tutto controbilanciata dalle componenti commissionali e dagli altri ricavi non legati al margine di interesse)¹⁵¹;
- una "*Ambition*" di utile netto 2027 pari a Euro 10 miliardi a fronte di un utile netto rettificato di Euro 10,3 miliardi nel 2024 (rispetto alla crescita 2024-2027 dell'utile netto BBPM pari al 15% su base *standalone* e del 27% includendo Anima);
- una progressiva riduzione dell'utile netto relativo all'Italia (-3% CAGR 2024-2027)¹⁵².

Con riferimento al prezzo dell'azione UCG, si rileva che negli ultimi anni l'andamento del titolo ha beneficiato di rilevanti operazioni di *buyback* (per Euro 13,2¹⁵³ miliardi nel periodo 2021-2024)

¹⁵¹ cfr. Presentazione 4Q24 Group Results pag. 11 "*Net Revenue to slightly decrease in 2025, mainly due to NII compression*" e pag. 14 "*2025 fees to increase further, partly compensating NII and Russia compression*"

¹⁵² cfr. Presentazione 4Q24 Group Results pag. 27 "*Normalization, as other countries benefitted less from positive macro*".

¹⁵³ Comunicati Stampa UCG relativi ai risultati 2021-2024. Ammontare pari a Euro 2,58 miliardi a valere sugli utili 2021, Euro 3,34 miliardi a valere sugli utili 2022, Euro 5,60 miliardi a valere sugli utili 2023 ed Euro 1,70 miliardi a valere sugli utili 2024. Seconda *tranche* di *buyback* a valere sugli utili 2024 pari a Euro 3,60 miliardi prevista a seguito della conclusione dell'offerta su BBPM non inclusa.

avvenuti in gran parte a sconto rispetto al patrimonio netto tangibile. Alla Data di Riferimento il prezzo dell'azione UCG riflette un multiplo implicito P/TBV 2024 pari a 1,36x.

3.4.2 Le stime di *consensus* degli analisti di ricerca sono sostanzialmente allineate ai *target* di UCG

È importante altresì notare, come mostrato dalla tabella di seguito, che il *consensus* di mercato, calcolato come media delle stime degli analisti di ricerca pubblicata da UCG sul proprio sito internet in data 14 aprile 2025, è sostanzialmente allineato (ove non superiore) ai *target* presentati da UCG come "*Guidance 2025*" e "*Ambition 2025-2027*".

Dati in Euro miliardi	2025E		2027E	
	<i>Guidance UCG</i>	<i>Consensus</i>	<i>Ambition UCG</i>	<i>Consensus</i>
Ricavi netti ¹⁵⁴	>23	23,357	circa 24	24,078
Costi operativi	circa 9,6	9,571	circa 40% Cost / Income	circa 39% ¹⁵⁵ Cost / Income
Utile netto	<i>"Broadly in line with 2024"¹⁵⁶</i>	9,270	circa 10	9,792

Fonti: Presentazione 4Q24 Group Results pag. 43-44, Pre 1Q 25 Results UniCredit consensus – 14 April 2025. .

3.4.3 Il prezzo dell'azione UCG riflette un multiplo P/E superiore all'attuale multiplo di BBPM

Sulla base del *consensus* di utile netto 2027 di UCG pari a Euro 9,8 miliardi, la capitalizzazione di mercato alla Data di Riferimento, pari a Euro 75,2 miliardi, riflette un multiplo di 7,7x sulla base dell'utile da *consensus* e 7,5x sulla base dell'utile da *ambition* al 2027. Si tratta di un multiplo P/E significativamente superiore all'attuale multiplo di BBPM, pari a 7,4x sulla base dell'utile da *consensus* e 6,4x sulla base dell'utile da piano al 2027, nonostante l'Azione BBPM scambi alla Data di Riferimento su base *cum* dividendo.

Si ritiene che tale differenza in termini di multiplo non sia giustificata alla luce dei *business model*, dei profili di rischio e delle prospettive di crescita delle due banche.

Si fa notare che al Paragrafo E.1. del Documento di Offerta, UCG confronta i multipli P/E di UCG e BBPM calcolati ciascuno come rapporto tra il prezzo dell'Azione attuale e gli utili per azione (EPS) da *consensus*. Tale confronto risulta disomogeneo in quanto l'EPS da *consensus* di UCG riflette un numero di azioni diverso da quello attuale e fortemente influenzato dalle diverse ipotesi di ciascun analista di ricerca in relazione ai *buy-back* previsti da UCG. Per un confronto omogeneo, si ritiene che i multipli siano da calcolarsi rapportando la capitalizzazione di mercato agli utili futuri, come riportato nella tabella di seguito.

Dati di mercato alla Data di Riferimento	BBPM	UCG
Prezzo ufficiale (Euro)	9,13	48,26

¹⁵⁴ Ricavi netti calcolati come differenza tra ricavi totali e accantonamenti netti su crediti.

¹⁵⁵ *Cost / Income* calcolato come rapporto tra costi operativi pari a Euro 9,821 miliardi e ricavi totali pari a Euro 25,128 miliardi.

¹⁵⁶ *Net profit* pari a Euro 9,314 miliardi al 2024.

Dati di mercato alla Data di Riferimento	BBPM	UCG
EPS 2027E da consensus (Euro)	1,23 ¹⁵⁷	7,47 ¹⁵⁸
P/E – come da metodo Documento di Offerta	7,4x	6,5x
Capitalizzazione di mercato (Euro miliardi)	13,8	75,2
Utile 2027E da consensus (Euro miliardi)	1,86	9,79
P/E – su base omogenea (e consensus)	7,4x	7,7x
Capitalizzazione di mercato (Euro miliardi)	13,8	75,2
Utile 2027E <i>target</i> (Euro miliardi)	2,15	10,0
P/E – su base omogenea (e <i>target</i>)	6,4x	7,5x

Fonti: Informazioni pubbliche, FactSet alla Data di Riferimento.

Come si evince dalla tabella, se il calcolo viene effettuato su base omogenea, il multiplo di UCG risulta superiore rispetto a quello di BBPM.

Si ricorda che attualmente la *guidance* di UCG “FY25-27 yearly distribution ambition” prevede: (i) “2025-2027 yearly distributions greater than FY24”; (ii) un dividendo cash pari al 50% dell’utile netto e (iii) “additional distributions¹⁵⁹ incl. excess capital return”¹⁶⁰. Non vi sono quindi riferimenti a futuri *buyback*, ma semplicemente ad un totale di utili potenzialmente distribuiti in futuro. Tali informazioni sono note al pubblico e riflesse nell’attuale capitalizzazione di mercato. Si ricorda che nella determinazione del Corrispettivo, UCG stessa nel Documento di Offerta prende a riferimento “il valore economico dell’Offerente e dell’Emittente sulla base della capitalizzazione di mercato delle azioni negoziate su mercati regolamentati, i cui prezzi sintetizzano il valore attribuito loro dagli investitori rispetto alle prospettive di crescita, profilo di rischio e generazione di utili, sulla base delle informazioni conosciute e pubblicamente disponibili, e quindi generalmente idonei a rappresentare il valore economico delle due banche”¹⁶¹. È dunque plausibile ritenere che l’attuale capitalizzazione di mercato di rifletta pienamente le aspettative di mercato sulla base dei risultati e delle “Ambition 2025-2027” resi noti da UCG.

A tal riguardo, per completezza, si sottolinea che dall’analisi del Consensus di UCG non è esplicitato il prezzo a cui gli eventuali futuri *buyback* sono stati stimati dagli analisti di ricerca. Infine, è utile evidenziare che, storicamente, i *buyback* effettuati da UCG sono avvenuti ad una valutazione inferiore all’attuale; la decisione da parte di UCG di procedere ad eventuali *buyback* in futuro potrebbe dipendere da diversi elementi (quali, tra gli altri, prezzo del titolo, ritorni attesi dall’investimento nelle proprie azioni, presenza di opportunità/necessità alternative di investimento e relativi ritorni attesi, disponibilità di *excess capital*, autorizzazione della autorità di vigilanza).

¹⁵⁷ Calcolato come media delle stime di utile (inclusivo del contributo di Anima) degli analisti di ricerca, diviso per il numero di Azioni BBPM.

¹⁵⁸ Media EPS da consensus degli analisti di ricerca pubblicato da UCG sul proprio sito internet in data 14 aprile 2025.

¹⁵⁹ “Subject to inorganic opportunities and delivery of financial ambitions” Fonte: UCG, presentazione dei risultati FY 2024.

¹⁶⁰ “vs target CET1r 12.5 – 13.0%” Fonte: UCG, presentazione dei risultati FY 2024.

¹⁶¹ Cfr. Sezione E., Paragrafo E.1 del Documento di Offerta.

3.5 Il Corrispettivo crea valore esclusivamente per gli azionisti di UCG a discapito degli Azionisti BBPM

3.5.1 Il Corrispettivo non riflette la contribuzione di BBPM all'utile netto dell'entità combinata

La somma degli utili attesi 2027 di BBPM e UCG, in base ai *target* annunciati, prima delle sinergie, è pari a circa Euro 12,15 miliardi¹⁶². L'utile atteso 2027 di BBPM, pari a Euro 2,15 miliardi, rappresenta il 18% circa del combinato.

Tuttavia, in base al Corrispettivo, agli Azionisti BBPM spetterebbe circa il 14% (su base ex dividendo) del capitale dell'entità combinata. Ciò implica che l'utile atteso 2027 attribuibile agli Azionisti BBPM sarebbe pari a circa Euro 1,70 miliardi, dunque un ammontare inferiore di circa Euro 0,45 miliardi rispetto all'utile di pertinenza degli Azionisti BBPM nello scenario *standalone*.

Al contrario, agli azionisti di UCG spetterebbe circa l'86% (su base ex dividendo) del capitale dell'entità combinata. Ciò implica che l'utile 2027 atteso attribuibile agli azionisti di UCG sarebbe pari a circa Euro 10,45 miliardi, dunque un ammontare superiore di circa Euro 0,45 miliardi rispetto all'utile di pertinenza degli azionisti di UCG nello scenario *standalone*.

Moltiplicando tale differenza per un multiplo *P/E* illustrativo pari a 8x, si determina un trasferimento di valore dagli Azionisti BBPM agli azionisti di UCG pari a circa Euro 3,64 miliardi.

3.5.2 L'allocazione delle sinergie, di cui BBPM è il fattore abilitante, è sfavorevole per gli Azionisti BBPM

Come riportato al Paragrafo G.2 del Documento di Offerta, UCG prevede di ottenere, in caso di completamento della Fusione, un totale di sinergie annue pari a circa Euro 1,2 miliardi a fronte di costi di integrazione una tantum pari a Euro 2,0 miliardi (al lordo delle imposte).

Nonostante BBPM rappresenti il fattore abilitante di tali sinergie, in base al Rapporto di Cambio gli Azionisti BBPM beneficerebbero di un ammontare annuo netto imposte¹⁶³ pari a circa Euro 0,1 miliardi, mentre gli azionisti di UCG beneficerebbero di circa Euro 0,7 miliardi annui. In questo modo l'utile netto di pertinenza degli Azionisti BBPM, pro-forma per le sinergie, sarebbe pari a circa Euro 1,81 miliardi (circa il 16% in meno dell'utile di BBPM su base *standalone*).

Moltiplicando l'ammontare relativo alle sinergie al netto delle imposte, pari a Euro 0,8 miliardi, per un multiplo *P/E* illustrativo pari a 8x, e sottraendo i costi di integrazione al netto dell'effetto fiscale, si determina una creazione di valore netta totale pari a Euro 5,1 miliardi. Tale creazione di valore, in base al Corrispettivo, andrebbe a beneficio degli Azionisti BBPM per soli Euro 0,7 miliardi circa, mentre i restanti Euro 4,4 miliardi circa andrebbero a beneficio degli azionisti di UCG.

* * *

La sintesi dei ragionamenti sopra esposti è riportata nella seguente tabella in cui, per completezza, viene considerato anche il beneficio *una tantum* per gli Azionisti BBPM dell'eventuale *buyback* a valere sugli utili 2024 di UCG, pari a Euro 3,6 miliardi in totale¹⁶⁴ (di cui circa Euro 0,5 miliardi a favore degli Azionisti BBPM). Si specifica che le elaborazioni riportate non rappresentano indicazioni circa il valore economico e/o il prezzo di mercato che gli strumenti finanziari di BBPM e UCG potrebbero avere in futuro.

¹⁶² Fonte: Somma dell'utile netto atteso 2027 di UCG indicato nella Sezione "*Previsioni e stime degli utili*" del Documento di Registrazione" (circa Euro 10 miliardi) e dell'utile netto atteso 2027 di BBPM indicato nel Piano Strategico (Euro 2,15 miliardi).

¹⁶³ Sulla base di un'aliquota illustrativa pari al 33%.

¹⁶⁴ Cfr. Sezione "*Politica dei dividendi e storico dei dividendi*" del Documento di Registrazione.

<i>Euro miliardi</i>	<i>BBPM</i>	<i>UCG</i>
Utile netto standalone 2027E (a)	2,15	10,00
Utile netto aggregato pro-quota ¹ (b)	1,70	10,45
Delta Utile netto 2027E (c) = (a) – (b)	(0,45)	0,45
Valore Delta Utile netto pre-sinergie @ 8x P/E (d) = (c) * 8x	(3,64)	+3,64
Una tantum: buyback a valere su utili 2024 di UCG pro-quota ¹ (e)	0,50	(0,50)
Valore trasferito da BBPM a UCG - pre-sinergie (f) = (d) + (e)	(3,14)	+3,14
Sinergie nette pro-quota ¹ (g)	0,11	0,69
Valore da sinergie @ 8x P/E (h) = (g) * 8x	0,90	5,53
Una tantum: costi d'integrazione pro-quota ¹ (i)	(0,19)	(1,15)
Valore da sinergie al netto dei costi d'integrazione (l) = (h) + (i)	+0,71	+4,38
Delta valore complessivo vs. standalone (m) = (f) + (l)	(2,43)	+7,52

Fonti: Informazioni pubbliche. Note: 1. Pro-quota basato su Corrispettivo ex Dividendo UCG ed ex Dividendo BBPM pari a 0,166x, cui corrisponde un rapporto di partecipazione agli utili dell'entità combinata pari a circa 14% e circa 86% per gli Azionisti BBPM e gli azionisti di UCG, rispettivamente. Valori netti sulla base di un'aliquota illustrativa pari al 33%.

4. VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO ALLE CONDIZIONI DI EFFICACIA DELL'OPS

Come indicato nel paragrafo A.1 del Documento di Offerta, l'OPS è subordinatamente condizionata al verificarsi di alcune Condizioni di Efficacia.

Le Condizioni di Efficacia dell'OPS sono numerose e hanno un oggetto in alcuni casi molto ampio e generico tale da attribuire all'Offerente una significativa discrezionalità nel decidere se considerarle come avverate e se quindi dar corso, o meno, all'OPS.

Inoltre, secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, tali condizioni sono rinunciabili o modificabili, in tutto o in parte, da parte dell'Offerente.

A tal riguardo, si rileva inoltre che, alla luce della tipologia e delle caratteristiche di ciascuna delle Condizioni di Efficacia (come di seguito meglio descritte), la rinuncia o il mancato avveramento di alcune di esse (i.e., la Condizione Soglia, la Condizione Antitrust e la Condizione Altre Autorizzazioni) potrebbe avere impatti significativi sulle prospettive industriali dell'entità risultante dall'integrazione tra UCG e BBPM, rispetto ai quali il Consiglio di Amministrazione ritiene che – stante la mancanza di un piano industriale che delinei le aspettative di UCG, sia da un punto di vista finanziario che da un punto di vista strategico e industriale – gli Azionisti BBPM non siano posti nelle condizioni di poter effettuare una compiuta valutazione dell'OPS.

Per altro verso, in considerazione dell'oggetto delle restanti Condizioni di Efficacia – alcune delle quali (i.e., la Condizione OPA Anima, la Condizione Misure Difensive e la Condizione Altre Autorizzazioni, quest'ultima con riguardo al Provvedimento Golden Power) risultano, peraltro, già non avverate – e dell'ampio margine di discrezionalità attribuito all'Offerente in relazione alla eventuale rinuncia delle stesse, il Consiglio di Amministrazione ritiene che sussistano significativi profili di incertezza per gli Azionisti BBPM, come di seguito dettagliato.

A. La Condizione Antitrust

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerente acquisterà le Azioni portate in adesione all'OPS solo se: *"entro il secondo Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento, la Commissione Europea o le competenti autorità antitrust approvino senza l'imposizione di alcuna condizione, limitazione e prescrizione l'operazione di acquisizione di BPM proposta dall'Offerente con la presente Offerta e vengano altresì rilasciate le ulteriori autorizzazioni senza l'imposizione di alcuna prescrizione, condizione o limitazione"*¹⁶⁵.

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, il procedimento dinanzi alla Commissione Europea o alle competenti autorità antitrust ai sensi del Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, del 20 gennaio 2004 è ancora in corso e il suo esito è incerto.

La Condizione Antitrust è formulata in modo da consentire all'Offerente di non dar corso all'OPS sia in caso di diniego dell'autorizzazione da parte dell'autorità antitrust, sia in qualsiasi caso in cui l'autorità antitrust abbia subordinato l'autorizzazione al compimento di atti, alla realizzazione di azioni e/o all'esecuzione di operazioni. È tuttavia necessario qui sottolineare che tale ultimo scenario non appare solo ipotetico. La stessa UCG ha dichiarato infatti che *"con particolare riferimento alla stima del rischio che l'Offerta non sia autorizzata dalla competente autorità antitrust ovvero venga autorizzata con condizioni che possano avere impatti sull'Offerente e/o sull'Emittente e/o sull'Offerta con indicazione delle misure eventualmente identificate per prevenire ovvero ottemperare alle stesse, si segnala che è possibile che il rilascio dell'autorizzazione antitrust da parte della Commissione avvenga a fronte della presentazione di misure correttive"*¹⁶⁶.

¹⁶⁵ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Offerta.

¹⁶⁶ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.2. del Documento di Offerta.

Pertanto, UCG ha apposto all'OPS sin dal principio una Condizione di Efficacia pur cosciente del possibile mancato avveramento della stessa, così garantendosi ancora una volta una significativa discrezionalità nel decidere se dar corso, o meno, all'OPS.

Infine, con riguardo all'entità delle citate possibili misure correttive e dei relativi impatti che queste potrebbero indirettamente avere sull'implementazione dei programmi futuri di UCG, si segnala che la stessa UCG ha dichiarato che: *"benché un impatto significativo non possa essere escluso in linea di principio, la ragionevole aspettativa dell'Offerente, in considerazione delle limitate concrete sovrapposizioni fra i due gruppi, è tuttavia che eventuali misure non siano comunque tali da incidere in maniera significativa sull'operazione"*, tuttavia è stato altresì dichiarato che *"le misure correttive in parola potrebbero includere rimedi strutturali, quali l'obbligo in capo all'Offerente di vendere a terzi alcuni sportelli (dell'Emittente e/o dell'Offerente stessa), asset e/o partecipazioni societarie, e/o rimedi comportamentali, consistenti nell'obbligo di porre in essere condotte che potrebbero incidere sulla strategia commerciale dell'Offerente"*.

Considerato che l'adesione all'OPS – fatti salvi casi particolari (come il lancio di un'offerta pubblica concorrente) – è irrevocabile, l'Azionista BBPM che dovesse apportare le proprie Azioni all'OPS prima di una decisione da parte della competente autorità *antitrust* non potrebbe più disporre delle proprie azioni fino alla sua conclusione e rimarrebbe esposto a rilevanti incertezze, aventi ad oggetto, tra l'altro, (i) il contenuto e la portata delle misure prescritte dall'autorità *antitrust*, (ii) la decisione di UCG di rinunciare o meno alla Condizione Antitrust a fronte di tali misure, (iii) in caso di rinuncia e di perfezionamento dell'OPS, la capacità di UCG di dare attuazione e di rispettare le prescrizioni della suddetta autorità, e, infine, (iv) gli effetti che le misure imposte potrebbero determinare sui programmi futuri di UCG come rappresentati e dichiarati agli Azionisti BBPM nel Documento di Offerta.

B. La Condizione Soglia

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerente acquisterà le Azioni portate in adesione all'OPS purché *"venga a detenere all'esito dell'Offerta – per effetto delle adesioni alla stessa e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile durante il Periodo di Adesione fatta esclusione per le eventuali posizioni detenute per ragioni di trading – una partecipazione pari ad almeno il 66,67% del capitale sociale dell'Emittente (la "Condizione Soglia")"*¹⁶⁷.

Al tempo stesso l'Offerente precisa che *"si riserva di rinunciare alla presente Condizione di Efficacia e di procedere con l'acquisto di tutte le azioni di BPM portate in adesione all'Offerta nonostante si tratti di un quantitativo di azioni di BPM inferiore rispetto a quello sopra indicato, purché la partecipazione che l'Offerente venga a detenere all'esito dell'Offerta – per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile durante il Periodo di Adesione – sia comunque almeno pari al 50% del capitale sociale più 1 (una) azione dell'Emittente (soglia, quest'ultima, non rinunciabile)"*.

Si segnala tuttavia che ove UCG decidesse di rinunciare alla Condizione Soglia e venisse a detenere ad esito dell'OPS una partecipazione superiore al 50% del capitale sociale più 1 (una) Azione ma inferiore al 66,67% del capitale sociale di BBPM, potrebbe non riuscire ad implementare la Fusione. In tale ipotesi, come riportato all'interno del Documento di Registrazione, l'Offerente realizzerebbe solo l'85% delle sinergie di costo e di ricavo inizialmente previste con una diminuzione di circa Euro 200 milioni, senza tuttavia beneficiare di alcuna riduzione dei costi *una tantum* del processo di integrazione stimati per Euro 2 miliardi ante imposte.

Quanto sopra comporterebbe un riflesso negativo, tra l'altro, sui risultati futuri di UCG e quindi, indirettamente, per gli Azionisti BBPM che avessero aderito all'OPS. Infatti, come evidenziato da UCG

¹⁶⁷ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Offerta.

stessa nel Documento di Registrazione *“qualora l'Emittente, a seguito della prevista acquisizione del Gruppo BPM e della potenziale Fusione ai sensi dell'Offerta, non dovesse conseguire le sinergie o gli altri benefici attesi, ovvero i costi stimati per l'attuazione dell'Offerta e delle misure di integrazione previste fossero materialmente superati, gli obiettivi, i benefici e i risultati futuri su cui si basa l'Offerta potrebbero non realizzarsi o realizzarsi secondo una tempistica diversa. La concretizzazione di tutte le sinergie derivanti dall'acquisizione è, infatti, molto incerta anche alla luce del contesto macroeconomico in rapida evoluzione”*¹⁶⁸.

C. La Condizione Atti Rilevanti

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerente acquisterà le Azioni portate in adesione all'OPS se *“tra la data della Comunicazione dell'Offerente e il Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento (come infra definita), gli organi sociali dell'Emittente (e/o di una sua società direttamente o indirettamente controllata o collegata) non compiano né si impegnino a compiere (anche con accordi condizionati e/o partnership con terzi) anche qualora deliberati prima della data della Comunicazione dell'Offerente, atti od operazioni: (x) da cui possa derivare una significativa variazione, anche prospettica, del capitale, del patrimonio, della situazione economica, prudenziale e/o finanziaria e/o dell'attività dell'Emittente (e/o di una sua società direttamente o indirettamente controllata o collegata) rispetto alla situazione risultante dalla relazione semestrale al 30 giugno 2024, (y) che limitino la libera operatività delle filiali e delle reti nel collocamento di prodotti alla clientela (anche attraverso il rinnovo, la proroga – anche per effetto di mancata disdetta – o la rinegoziazione di accordi distributivi in essere e/o in scadenza), o (z) che siano comunque incoerenti con l'Offerta e le motivazioni industriali e commerciali sottostanti, fermo in ogni caso quanto previsto dalle condizioni di cui ai successivi punti (iv), (vi) e (vii)”*.

La Condizione Atti Rilevanti risulta particolarmente ampia e generica nella sua formulazione, difetta di parametri o elementi oggettivi tali da comprendere quando UCG potrebbe non dar corso all'OPS e consente pertanto all'Offerente, ancora una volta, massima discrezionalità permettendogli di non completare l'OPS sulla base di valutazioni autonome.

L'Offerente pone come oggetto della Condizione Atti Rilevanti atti od operazioni che il Gruppo BBPM può compiere sulla base di legittime scelte di gestione. Infatti, l'Offerente si è riservato la facoltà di non perfezionare l'OPS non solo per il caso di atti od operazioni da cui possa derivare un significativo impatto negativo sulla situazione patrimoniale o economico-finanziaria dell'Emittente e del Gruppo BBPM, ma anche in relazione ad altre circostanze definite in maniera generica, quali sono gli atti od operazioni che limitino la libera operatività delle filiali e delle reti nel collocamento di prodotti alla clientela oppure che siano comunque incoerenti con l'OPS e con le motivazioni industriali e commerciali sottostanti.

Basti considerare che sarebbe la stessa UCG a giudicare quali scelte gestionali di BBPM siano coerenti con i piani che sempre la stessa UCG si è data per l'operazione.

Infine, il Consiglio di Amministrazione ritiene di dover segnalare che l'ampiezza della Condizione Atti Rilevanti è tale da non poter escludere che siano considerati fatti idonei ad attivarla atti di gestione che l'attuale *management* dell'Emittente considera entro l'ordinaria amministrazione.

D. La Condizione su Misure Difensive e la Condizione OPA Anima

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerente acquisterà le Azioni portate in adesione all'OPS se:

- (i) *“in ogni caso, e senza pregiudizio per quanto previsto al punto (viii) che segue, tra la data della Comunicazione dell'Offerente e il Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento (come infra definita), l'Emittente e/o le sue società direttamente o*

¹⁶⁸ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Offerta.

indirettamente controllate e/o società collegate non deliberino e comunque non compiano, anche qualora deliberati prima della data della Comunicazione dell'Offerente, né si impegnino a compiere, atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'Offerta ai sensi dell'articolo 104 del TUF, ancorché i medesimi siano stati autorizzati dall'assemblea ordinaria o straordinaria dell'Emittente o siano decisi e posti in essere autonomamente dall'assemblea ordinaria o straordinaria e/o dagli organi di gestione delle società controllate e/o collegate dell'Emittente"¹⁶⁹ ; e

- (ii) *"la circostanza che, entro il Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento (come infra definita), l'Emittente e/o la propria società controllata Banco BPM Vita S.p.A. non modifichino, anche previa autorizzazione assembleare, i termini e le condizioni dell'Offerta BPM rispetto a quanto indicato nella comunicazione al mercato del 6 novembre 2024 (ivi incluso, a titolo esemplificativo, che non rinuncino e/o modifichino, in tutto o in parte, le condizioni sospensive all'Offerta BPM, il corrispettivo dell'Offerta BPM e/o qualsivoglia altra previsione dell'Offerta BPM che possa rendere la stessa più onerosa e/o gravosa per gli offerenti)"¹⁷⁰ .*

In data 28 febbraio 2025, a seguito della convocazione del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente, si è svolta l'Assemblea Ordinaria degli Azionisti BBPM chiamata a deliberare sul seguente punto all'ordine del giorno: *"Autorizzazioni, ai sensi dell'art. 104, comma 1, del D.lgs. 58/1998, come successivamente modificato e/o integrato, al Consiglio di Amministrazione della Società a far sì che, nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa dalla controllata Banco BPM Vita (l'"Offerta") sulle azioni ordinarie di Anima Holding, Banco BPM Vita possa: (i) incrementare da Euro 6,20 (cum dividendo) a Euro 7,00 (cum dividendo) il corrispettivo offerto; (ii) esercitare la facoltà, ove ritenuto opportuno, di rinunciare in tutto o in parte a una o più delle condizioni di efficacia apposte nell'Offerta. Delibere inerenti e/o conseguenti"*. La citata Assemblea Ordinaria degli Azionisti BBPM, alla presenza di 3.525 Azionisti titolari di azioni rappresentative di circa il 57% del capitale sociale, ha approvato quasi all'unanimità entrambe le proposte all'ordine del giorno.

A seguito dell'autorizzazione ottenuta, come comunicato al mercato alla medesima data, il corrispettivo dell'OPA Anima è stato incrementato da Euro 6,20 (cum dividendo) a Euro 7,00 (cum dividendo).

In data 26 marzo 2025, BBPM ha reso noto di aver ricevuto una comunicazione, da parte di BCE, con la quale quest'ultima ha segnalato che, nella propria visione, all'acquisizione di Anima non si dovrebbe applicare il trattamento prudenziale c.d. *Danish Compromise*. In data 27 marzo 2025, poi, la *European Banking Authority* ha rigettato il quesito posto dall'Emittente in merito all'applicabilità di tale trattamento prudenziale all'acquisto di Anima sulla base della "Q&A EBA FAQ 2021_6211" relativa ad acquisizioni realizzate da compagnie assicurative controllate da banche ("*Calculation of goodwill included in significant investments in insurance undertakings*"), sostenendo che il tema sollevato esuli e non potesse essere risolto dal processo delle Q&A della stessa autorità, richiedendo uno strumento di approfondimento più ampio. Nella medesima data 27 marzo i Consigli di Amministrazione di BBPM Vita e dell'Emittente hanno deliberato, ciascuno per quanto di rispettiva competenza, la rinuncia alla Condizione BCE (come definite all'interno del Documento di Offerta OPA Anima), annunciata al mercato in data 27 marzo 2025.

Pertanto, sia la Condizione OPA Anima che la Condizione su Misure Difensive risultano già non avverate.

¹⁶⁹ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Offerta.

¹⁷⁰ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Offerta.

Ciò nonostante, alla Data del Comunicato dell'Emittente gli Azionisti BBPM non hanno certezza circa l'intenzione dell'Offerente di portare a termine l'OPS in quanto UCG non ha ancora comunicato al mercato se intende o meno avvalersi del proprio diritto di non darvi corso in considerazione del mancato avveramento delle citate Condizioni di Efficacia, e si è anzi arrogata ulteriore discrezionalità nel Documento di Offerta dichiarando, con riferimento sia all'incremento del corrispettivo relativo all'OPA Anima, sia alla rinuncia alla condizione relativa all'ottenimento del c.d. *Danish Compromise* e alla rinuncia ad altre eventuali condizioni, di riservarsi "di assumere ogni decisione al riguardo nel rispetto dei termini descritti nel presente Documento di Offerta (come infra specificato), tenuto conto di ogni elemento informativo disponibile e di ogni circostanza rilevante, inclusi, in via esemplificativa, gli sviluppi della presente Offerta anche in relazione alle sue condizioni e ad ogni altra circostanza rilevante a giudizio di UniCredit, la valutazione dell'impatto economico-finanziario e/o patrimoniale derivante dalla mancata applicazione del c.d. *Danish Compromise* (in relazione alla quale si ribadiscono i profili di incertezza sopra menzionati anche a seguito della recente iniziativa di BPM), il corrispettivo (come incrementato) pagato da BPM, il livello di adesioni all'Offerta BPM e/o la verifica e la valutazione degli effetti, della natura e delle conseguenze delle azioni di mitigazione intraprese da BPM"¹⁷¹.

Il periodo di adesione dell'OPA Anima si è tuttavia concluso in data 4 aprile 2025, e ad esito della stessa BBPM è giunta a detenere, indirettamente, per il tramite di BBPM Vita, una partecipazione rappresentativa dell'89,95% circa di Anima.

E. La Condizione Altre Autorizzazioni e la Condizione Fatti Impeditivi

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerente acquisterà le Azioni portate in adesione all'OPS qualora:

- (i) vengano rilasciate "le Altre Autorizzazioni (come di seguito definite) senza prescrizioni, condizioni o limitazioni"¹⁷²; e
- (ii) "tra la data della Comunicazione dell'Offerente e il Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento (come infra definita), non si siano verificati fatti, eventi o circostanze che impediscano all'Offerente di dare corso all'Offerta in conformità alle autorizzazioni ricevute in merito alla medesima Offerta e alle previsioni in esse contenute"¹⁷³.

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, l'Offerente ha ottenuto prima della approvazione del Documento di Offerta tutte le Autorizzazioni Preventive (come definite nel Documento di Offerta).

Inoltre, l'Offerente ha provveduto a presentare richiesta per l'ottenimento delle seguenti Altre Autorizzazioni (come definite nel Documento di Offerta):

- (i) le necessarie comunicazioni alla Presidenza del Consiglio dei Ministri ai sensi del D.L. 15 marzo 2012, n. 21 e successive modificazioni (*golden power*);
- (ii) la necessaria modulistica alla *Swiss Financial Market Supervisory Authority* (FINMA) in ordine alla acquisizione della partecipazione indiretta di controllo in Banca Aletti & C. (Suisse) S.A.; e
- (iii) la necessaria comunicazione alla Commissione Europea ai sensi del Regolamento (UE) n. 2022/2560 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno (FSR).

Con particolare riguardo all'autorizzazione ai sensi della normativa c.d. *golden power*, inclusa tra le Altre Autorizzazioni (come definite nel Documento di Offerta), si evidenzia che in data 18 aprile 2025

¹⁷¹ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Offerta.

¹⁷² Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Offerta.

¹⁷³ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Offerta.

è stato adottato il Provvedimento Golden Power, notificato all'Emittente, il quale impone in capo a UCG le specifiche prescrizioni di seguito riportate testualmente:

"a. non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi/depositi praticato da Banco BPM S.p.a e UniCredit S.p.a in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali;

b. non ridurre il livello del portafoglio attuale di project finance di Banco BPM S.p.a e Unicredit S.p.a in Italia;

c. per un periodo di almeno 5 anni: (i) non ridurre il peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.a. in titoli di emittenti italiani; (ii) supportare lo sviluppo della Società;

d. cessare tutte le attività in Russia (raccolta, impieghi, collocamento fondi prestiti transfrontalieri) entro nove mesi dalla data del presente provvedimento;

e. nel caso in cui non sia possibile rispettare una o più delle prescrizioni sopra elencate, inviare immediata informativa all'Amministrazione competente del monitoraggio, comunicando i motivi che rendono impossibile l'adempimento delle prescrizioni."

Alla luce del Provvedimento Golden Power, pertanto, la Condizione Altre Autorizzazioni risulta già non avverata poiché il predetto provvedimento contiene specifiche prescrizioni.

Al pari di quanto già osservato con riguardo alla Condizione OPA Anima e alla Condizione su Misure Difensive, alla Data del Comunicato dell'Emittente, gli Azionisti BBPM non hanno certezza circa l'intenzione dell'Offerente di portare a termine l'OPS in quanto UCG non ha ancora comunicato al mercato se intende o meno avvalersi del proprio diritto di non darvi corso in considerazione del mancato avveramento della Condizione Altre Autorizzazioni. L'Offerente ha infatti dapprima comunicato in data 18 aprile che *"L'Offerta è approvata con prescrizioni il cui merito non è chiaro. UniCredit si prenderà il tempo necessario per valutare la fattibilità e l'impatto delle prescrizioni sulla società, sui suoi azionisti sull'operazione di M&A relazionandosi, se del caso, con le autorità competenti"*¹⁷⁴ e successivamente ha indicato, tra l'altro, in data 22 aprile *"UniCredit ha quindi prontamente risposto all'autorità esprimendo il proprio punto di vista sul decreto e resta in attesa di un riscontro. Fino ad allora, UniCredit non è in grado di prendere alcuna decisione definitiva sulla strada da seguire in merito all'Offerta"*¹⁷⁵.

Al riguardo, il Consiglio di Amministrazione non può esimersi dal notare che l'assenza di chiarezza e la mancata comunicazione da parte di UCG della decisione di rinunciare o meno alla Altre Autorizzazioni e ai possibili impatti delle prescrizioni contenute nel Provvedimento Golden Power sul business e la strategia fin qui comunicata dell'Offerente ha generato e genera una rilevantissima incertezza sul mercato, in quanto gli Azionisti BBPM che dovessero decidere di aderire all'OPS potrebbero vedersi restituire le Azioni – anche concluso il Periodo di Adesione – per effetto della futura mancata rinuncia da parte di UCG a tale Condizione che, già alla data del Comunicato dell'Emittente, risulta come detto non avverata.

Alla Data del Comunicato dell'Emittente sussiste inoltre sia un rischio legato alle Altre Autorizzazioni sopra menzionate e non ancora ottenute da UCG, qualora queste vengano rilasciate con l'apposizione di prescrizioni, condizioni o limitazioni, sia un rischio che si verifichino *"fatti, eventi o circostanze che impediscano all'Offerente di dare corso all'Offerta in conformità alle Autorizzazioni ricevute in merito alla medesima Offerta e alle previsioni in esse contenute"*¹⁷⁶.

¹⁷⁴ Cfr. comunicato stampa UCG del 18 aprile 2025 (<https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/april/press-release0.html>).

¹⁷⁵ Cfr. comunicato stampa UCG del 22 aprile 2025 (<https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/april/press-release1.html>).

¹⁷⁶ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.5. del Documento di Offerta.

F. La Condizione MAE

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerente acquisterà le Azioni portate in adesione all'OPS se: "entro il Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento (come infra definita), (x) a livello nazionale e/o internazionale, non si siano verificati circostanze o eventi straordinari che comportino o possano comportare significativi mutamenti negativi nella situazione politica, sanitaria, finanziaria, economica, valutaria, normativa o di mercato e che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sulla situazione finanziaria, patrimoniale, economica o reddituale dell'Emittente (e/o delle sue società controllate e/o collegate) e/o dell'Offerente (e/o delle sue società controllate e/o collegate) come, rispettivamente, rappresentate nelle relazioni semestrali dell'Emittente e dell'Offerente al 30 giugno 2024; e (y) non siano emersi fatti o situazioni relativi all'Emittente (e/o delle sue società controllate e/o collegate), non noti al mercato alla data della Comunicazione dell'Offerente, che abbiano l'effetto di modificare in modo pregiudizievole l'attività dell'Emittente (e/o patrimoniale, economica o reddituale (e/o delle sue società controllate e/o collegate) rispetto alla relazione semestrale al 30 giugno 2024 (la "**Condizione MAE**"). Resta inteso che la presente Condizione MAE comprende, tra gli altri, anche tutti gli eventi elencati ai punti (x) e (y) di cui sopra che si dovessero verificare nei mercati dove operano l'Emittente, l'Offerente o le rispettive società controllate e/o collegate in conseguenza di, o in connessione con, crisi politiche internazionali attualmente in corso, ivi incluse quelle in corso in Ucraina e in Medio Oriente, che, sebbene di pubblico dominio alla data del presente Documento d'Offerta, potrebbero comportare conseguenze deteriori per l'Offerta e/o per la situazione patrimoniale, economica, finanziaria o operativa dell'Emittente o dell'Offerente e delle rispettive società controllate e/o collegate, come, a titolo meramente esemplificativo il blocco temporaneo e/o la chiusura dei mercati finanziari e produttivi e/o delle attività commerciali relative ai mercati in cui operano l'Emittente, l'Offerente o le rispettive società controllate e/o collegate, che comportino effetti pregiudizievoli per l'Offerta e/o cambiamenti nella situazione patrimoniale, economica, finanziaria o operativa dell'Emittente, dell'Offerente o delle rispettive società controllate e/o collegate".¹⁷⁷

Così come la Condizione Atti Rilevanti, anche la Condizione MAE risulta particolarmente ampia e generica nella sua formulazione, difetta di parametri o elementi oggettivi tali da comprendere quando UCG potrebbe non dar corso all'OPS e consente pertanto all'Offerente, ancora una volta, massima discrezionalità permettendogli di non completare l'OPS sulla base di valutazioni autonome. L'incertezza a carico degli Azionisti BBPM derivante da una simile formulazione è ulteriormente acuita:

- (i) della mancata esclusione dal perimetro di applicazione della Condizione MAE:
 - a. delle crisi politiche internazionali in Ucraina e in Medio Oriente, nonché dei loro ulteriori sviluppi; e
 - b. della crisi commerciale internazionale sorta a seguito dell'applicazione di dazi all'import da parte degli Stati Uniti, nonché dei successivi sviluppi.
- (ii) della maggiore esposizione di UCG ad eventuali sviluppi delle tensioni tra la Federazione Russa e i paesi della NATO, in considerazione della presenza diretta dell'Offerente in Russia.

Allo stato non possono essere infatti sottovalutati i significativi profili di incertezza derivanti dall'aggravamento della situazione geopolitica a livello globale, sia con riguardo ai conflitti in essere in Ucraina e Medio Oriente, citati dall'Offerente, sia con riguardo allo stato di tensione tra gli Stati Uniti, l'Unione Europea e la Repubblica Popolare Cinese, anche in relazione ai dazi applicati dagli Stati Uniti successivamente al 5 aprile 2025.

¹⁷⁷ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.1.1. del Documento di Offerta.

5. EFFETTI DELL'EVENTUALE SUCCESSO DELL'OPS SUI LIVELLI OCCUPAZIONALI DELL'EMITTENTE E SULLA LOCALIZZAZIONE DEI SITI PRODUTTIVI

Ai sensi del Documento di Offerta, l'Offerente ha dichiarato che: *"non prevede di apportare unilateralmente modifiche sostanziali ai contratti di lavoro dei dipendenti dell'Emittente"*¹⁷⁸ e che pertanto non si prevedono *"conseguenze negative dirette sulla complessiva forza lavoro quanto a condizioni di lavoro o di impiego"*.

L'Offerente, contravvenendo alla prassi di mercato per operazioni simili all'OPS, non ha dunque preso alcuna posizione in merito a potenziali futuri piani di esubero, tagli del personale o altre misure organizzative di rimedio, la cui implementazione è elemento tipico dell'integrazione di due soggetti industriali come l'Offerente e BBPM.

Il Consiglio di Amministrazione di BBPM prende atto delle dichiarazioni rese dall'Offerente, non essendo tuttavia nelle condizioni, alla luce delle informazioni messe a disposizione nel Documento di Offerta, di poter effettuare una propria autonoma e compiuta valutazione sul futuro impatto dell'OPS sui livelli di occupazione e sulle filiali in considerazione di una simile frammentaria – e finanche carente – informativa.

A tal riguardo, si osserva che la struttura dei costi di BBPM è composta per circa due terzi da costi relativi al personale (nel 2024 Euro 1.745 milioni di costi per il personale, a fronte di Euro 645 milioni di spese amministrative e Euro 266 milioni di ammortamenti). In tale contesto, il conseguimento delle sinergie di costo dichiarate da UCG, pari a Euro 900 milioni, non può prescindere dallo spiegare una incidenza rilevante in termini di riduzione del personale.

In particolare, in assenza di ulteriori informazioni da parte dell'Offerente, riproporzionando l'ammontare delle sinergie di costo comunicate da UCG sui costi complessivi di BBPM, si otterrebbe una quantificazione *outside-in* di efficienze di costo sul fronte del personale di circa Euro 600 milioni e una conseguente razionalizzazione della forza lavoro in misura corrispondente a circa 6.000 unità. Una riduzione di tale entità potrebbe riverberarsi negativamente sull'efficacia del modello di servizio di BBPM, con particolare riferimento alle famiglie e PMI, che prevede una presenza capillare sul territorio.

La Comunicazione 102 e il Documento di Offerta sono stati trasmessi ai rappresentanti dei lavoratori secondo quanto previsto dall'art. 102, commi 2 e 5, del TUF.

Alla Data del Comunicato dell'Emittente non è pervenuto il parere dei rappresentanti dei lavoratori dell'Emittente che, ove rilasciato, sarà messo a disposizione del pubblico nel rispetto delle applicabili disposizioni legislative e regolamentari.

Il Comunicato dell'Emittente è trasmesso ai rappresentanti dei lavoratori ai sensi dell'art. 103, comma 3-bis, del TUF.

¹⁷⁸ Cfr. Sezione A., Paragrafo A.7.1 del Documento di Offerta.

6. AGGIORNAMENTO DELLE INFORMAZIONI A DISPOSIZIONE DEL PUBBLICO E COMUNICAZIONE DEI FATTI DI RILIEVO AI SENSI DELL'ART. 39 DEL REGOLAMENTO EMITTENTI

6.1 Informazioni sui fatti di rilievo successivi all'approvazione dell'ultimo bilancio o dell'ultima situazione contabile infra-annuale periodica pubblicata

Il Consiglio di Amministrazione ha approvato in data 11 febbraio 2025 i risultati al 31 dicembre 2024. Il bilancio al 31 dicembre 2024 è a disposizione del pubblico presso la sede sociale dell'Emittente e sul sito internet di BBPM. Non vi sono fatti di rilievo successivi al 31 dicembre 2024 ulteriori rispetto a quelli indicati nel fascicolo di bilancio al 31 dicembre 2024, fatto salvo il completamento dell'OPA Anima avvenuto in data 11 aprile 2025.

6.2 Informazioni sull'andamento recente e sulle prospettive dell'Emittente, ove non riportate nel Documento di Offerta

In occasione della comunicazione al mercato dei risultati di fine anno 2024, BBPM ha inoltre reso noto l'aggiornamento del proprio Piano Strategico, i cui obiettivi sono descritti nella Sezione 2, paragrafo 2.1.2 del presente Comunicato dell'Emittente, unitamente alle iniziative individuate per raggiungerli.

I risultati del primo trimestre del 2025 di BBPM saranno sottoposti all'approvazione del Consiglio di Amministrazione in data 7 maggio 2025 e verranno resi noti al mercato in pari data. Sulla base delle prime evidenze disponibili, l'andamento della gestione relativo ai primi mesi dell'esercizio 2025 risulta tendenzialmente allineato alle dinamiche previste dal Piano Strategico.

7. INDICAZIONE IN MERITO ALLA PARTECIPAZIONE O MENO DEI MEMBRI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE ALLE TRATTATIVE PER LA DEFINIZIONE DELL'OPERAZIONE

Nessun componente del Consiglio di Amministrazione di BBPM ha partecipato, a qualunque titolo, alle trattative per la definizione dell'OPS.

8. CONCLUSIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione, all'esito delle valutazioni condotte, dopo attenta analisi della documentazione indicata nel successivo Paragrafo 9.3, e anche tenuto conto di quanto espresso dagli advisor finanziari Citi e Lazard nelle proprie *opinion* qui allegate quali, rispettivamente, **Allegato A** e **Allegato B**, ritiene che il Corrispettivo non sia congruo (*inadequate*) da un punto di vista finanziario (per maggiori informazioni si rinvia alla Sezione 3 del Comunicato dell'Emittente).

Si ritiene inoltre che ciascun Azionista BBPM, al fine di effettuare le proprie valutazioni, dovrebbe considerare quanto segue:

Come illustrato alla Sezione 2, Paragrafo 2.1 del presente Comunicato dell'Emittente, BBPM è una banca con caratteristiche distintive e con rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i suoi Azionisti, guidata da un *management* con un *track-record* di successo

- ❖ BBPM è una banca con caratteristiche distintive poiché possiede:
 - una rete distributiva radicata nelle aree geografiche più dinamiche del Paese;
 - una vocazione storica di banca di territorio, vicina alle famiglie e alle PMI;
 - un modello di business solido e completo, con fabbriche prodotte di proprietà o in joint venture con primari player specializzati;
 - un portafoglio crediti di qualità elevata.
- ❖ BBPM offre rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i propri Azionisti grazie a:
 - un Piano Strategico aggiornato e credibile con chiare linee guida;
 - RoTE e ROE attesi a fine piano superiori, rispettivamente, al 21% e al 16%, favoriti da un ulteriore miglioramento del mix di ricavi e dell'utile netto;
 - un livello di remunerazione degli Azionisti sotto forma di dividendo cash tra i più elevati del settore;
 - una solida posizione di capitale al di sopra dei requisiti regolamentari e in linea con il settore.
- ❖ BBPM ha maturato un significativo *track-record* di successo:
 - BBPM ha raggiunto risultati superiori al consensus di mercato;
 - il titolo BBPM ha generato un significativo valore per gli Azionisti;
 - il management di BBPM ha una consolidata esperienza nel creare valore senza richiedere ulteriore capitale ai propri Azionisti.

Come illustrato alla Sezione 2, Paragrafo 2.2 del presente Comunicato dell'Emittente, l'OPS prevede un Corrispettivo interamente costituito da Azioni UCG e, dunque, richiede un'attenta valutazione delle caratteristiche e dei fattori di rischio dell'Offerente

- ❖ Il business model di UCG presenta elementi di attenzione e nello specifico:
 - i risultati economici di UCG si caratterizzano per un contributo inferiore delle commissioni nette e per una maggiore incidenza del trading;
 - il livello del costo del rischio registrato da UCG tra il 2023 e il 2024, che appare riflettere anche un significativo contributo della riduzione delle rettifiche sul portafoglio performing, va valutato con attenzione nel lungo periodo;
 - il CET1 buffer implicito nel target di CET1 ratio di UCG appare inferiore rispetto a quello di BBPM.

- ❖ Le ambizioni in termini di profittabilità e remunerazione per gli Azionisti BBPM che aderendo divenissero azionisti di UCG risultano difficili da valutare in assenza di un piano industriale aggiornato di UCG:
 - la politica di dividendi e remunerazione degli azionisti perseguita da UCG fino ad oggi ha beneficiato di elementi non necessariamente ripetibili in futuro e potrebbe essere influenzata da possibili evoluzioni riguardanti gli investimenti recentemente intrapresi dall'Offerente;
 - assenza di un piano industriale di UCG aggiornato con informazioni di dettaglio sui fattori abilitanti alla base dei target annunciati.
- ❖ La presenza in Russia espone l'Offerente ad un rischio significativo nell'attuale contesto geopolitico.
- ❖ I recenti investimenti strategici dell' Offerente rappresentano ulteriori elementi di incertezza:
 - gli investimenti di UCG in Commerzbank e in Generali.

Come illustrato alla Sezione 2, Paragrafo 2.3 del presente Comunicato dell'Emittente, la combinazione tra UCG e BBPM, e il conseguente raggiungimento degli obiettivi strategici dell'operazione, risultano soggetti a rischi e ad elementi di incertezza

- ❖ Il modello di business sviluppato da BBPM appare difficilmente compatibile, in termini di logiche industriali, con quello di UCG:
 - significative differenze nelle strategie perseguite da BBPM e da UCG;
 - BBPM focalizza principalmente la sua crescita sul sostegno dato alle PMI italiane, mentre UCG ha diminuito il credito alle imprese italiane focalizzandosi prevalentemente sull'espansione all'estero;
 - UCG ha annunciato una contrazione del contributo del business italiano nei prossimi anni, mentre il Piano Strategico di BBPM ne prevede una crescita;
 - elementi di incertezza sul ruolo di Anima all'interno del gruppo UCG.
- ❖ Assenza di un piano industriale dell'entità combinata UCG e BBPM.
- ❖ La Fusione e l'integrazione di BBPM in UCG presentano elementi di incertezza e rischiosità.
- ❖ UCG, negli anni recenti, non ha realizzato acquisizioni ed integrazioni di realtà aziendali di dimensioni comparabili a BBPM.

Come illustrato alla Sezione 3 del presente Comunicato dell'Emittente, il Consiglio di Amministrazione ritiene l'OPS non conveniente e il Corrispettivo non congruo

- ❖ Il Corrispettivo non è congruo da un punto di vista finanziario.
- ❖ Alla Data di Riferimento, il Corrispettivo non riconosce alcun premio agli Azionisti BBPM ed è a sconto rispetto al prezzo dell'Azione BBPM:
 - il confronto del Corrispettivo con il prezzo dell'Azione BBPM al 6 novembre 2024 è ritenuto irrilevante per gli Azionisti BBPM;
 - il Corrispettivo sostanzialmente non rifletteva un premio all'annuncio dell'OPS, una fattispecie senza precedenti per operazioni di questo tipo;
 - dalla Data di Annuncio dell'OPS, il Corrispettivo è rimasto a sconto rispetto al prezzo di mercato.
- ❖ Il prezzo dell'Azione BBPM non riflette i fondamentali di BBPM:

- il prezzo dell'Azione BBPM è a sconto rispetto ai prezzi obiettivo degli analisti di ricerca;
 - l'utile di BBPM da consensus è ancora inferiore ai target del Piano Strategico;
 - l'evoluzione del business model di BBPM, anche alla luce dell'acquisizione di Anima, offre margini di potenziale re-rating del multiplo P/E.
- ❖ Il Corrispettivo è interamente in Azioni UCG, la cui performance e la cui valutazione rispetto alle Azioni BBPM devono essere attentamente considerate:
- dalla Data di Annuncio dell'OPS, il prezzo delle Azioni BBPM ha iniziato a beneficiare delle importanti iniziative intraprese dal management, mentre il prezzo dell'azione di UCG ha registrato un incremento significativo pur in assenza di una revisione dei target di medio-lungo periodo/delle prospettive di remunerazione degli azionisti o di variazioni di perimetro dell'Offerente;
 - le stime di consensus degli analisti di ricerca sono sostanzialmente allineate ai target di UCG;
 - Il prezzo dell'azione UCG riflette un multiplo P/E superiore all'attuale multiplo di BBPM.
- ❖ Il Corrispettivo crea valore esclusivamente per gli azionisti di UCG a discapito degli Azionisti BBPM:
- il Corrispettivo non riflette la contribuzione di BBPM all'utile netto dell'entità combinata;
 - l'allocazione delle sinergie, di cui BBPM è il fattore abilitante, è sfavorevole per gli Azionisti BBPM.

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, BBPM è titolare di complessive n. 11.267.616 Azioni Proprie, pari a circa il 0,74% del capitale sociale.

Tenuto conto di quanto precedentemente illustrato e ferme le considerazioni sopra espresse in merito alla non congruità, da un punto di vista finanziario, del Corrispettivo e agli ulteriori profili di attenzione sull'OPS, il Consiglio di Amministrazione, nel corso dell'adunanza del 24 aprile 2025, ha deliberato di non poter portare le Azioni Proprie in adesione all'OPS.

Il Consiglio di Amministrazione precisa, in ogni caso, che (i) la convenienza economica dell'adesione all'OPS dovrà essere valutata dal singolo azionista all'atto di adesione, tenuto conto di tutto quanto sopra esposto, dell'andamento delle Azioni BBPM e delle azioni di UCG e delle informazioni contenute nel Documento di Offerta, nel Documento di Registrazione, nella Nota Informativa e nella Nota di Sintesi; e (ii) il presente Comunicato dell'Emittente non costituisce in alcun modo, né può essere inteso come, una raccomandazione ad aderire o a non aderire all'OPS.

9. DESCRIZIONE DELLA RIUNIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE CHE HA APPROVATO IL COMUNICATO DELL'EMITTENTE

9.1 Partecipanti alla riunione del Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione di BBPM alla Data del Comunicato dell'Emittente è composto da 15 membri ed è stato nominato dall'Assemblea degli Azionisti in data 20 aprile 2023.

Alla riunione del Consiglio di Amministrazione tenutasi in data 24 aprile 2025, nella quale è stata esaminata l'OPS e approvato il Comunicato dell'Emittente ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti, hanno partecipato, di persona o in audio-conferenza, i seguenti consiglieri:

Nome e Cognome	Carica
Massimo Tononi	Presidente del Consiglio di Amministrazione (*) (**)
Maurizio Comoli	Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione (*) (**)
Giuseppe Castagna	Amministratore Delegato
Mario Anolli	Consigliere (*) (**)
Paolo Boccardelli	Consigliere (*) (**)
Paolo Bordogna	Consigliere (*) (**)
Nadine Faruque	Consigliere (*) (**)
Paola Ferretti	Consigliere (*) (**)
Marina Mantelli	Consigliere (*) (**)
Chiara Mio	Consigliere (*) (**)
Alberto Oliveti	Consigliere (*) (**)
Mauro Paoloni	Consigliere (*)
Eugenio Rossetti	Consigliere (*) (**)
Manuela Soffientini	Consigliere (*) (**)
Luigia Tauro	Consigliere (*) (**)

(*) Amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza ai sensi dell'art. 148 del TUF.

(**) Amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza ai sensi dell'art. 2 del Codice di *Corporate Governance* approvato nel gennaio 2020 dal Comitato per la *Corporate Governance* di Borsa Italiana S.p.A.

Per il Collegio Sindacale erano presenti: Marcello Priori (Presidente), Maurizio Lauri, Silvia Muzi, Elbano de Nuccio e Nadia Valenti.

9.2 Specificazione di interessi propri o di terzi relativi all'OPS

Prima dell'inizio della discussione del punto all'ordine del giorno relativo all'approvazione del Comunicato dell'Emittente, hanno dichiarato di essere portatori di un interesse proprio o di terzi, in relazione all'OPS anche ai sensi dell'art. 2391 del Codice Civile, dell'art. 53, comma 4 del TUB e dell'art. 39, comma 1, lett. b) del Regolamento Emittenti, i seguenti amministratori di BBPM:

- (i) il Presidente del Consiglio di Amministrazione, il Dott. Massimo Tononi in quanto titolare in proprio di n. 3.500.000 Azioni;
- (ii) l'Amministratore Delegato, il Dott. Giuseppe Castagna in quanto titolare in proprio di n. 2.286.131 Azioni, oltre al possesso indiretto di 9.000 Azioni. A tal riguardo, si segnala inoltre che, nell'ambito dei piani di incentivazione dell'Emittente attualmente in essere, è previsto che al Dott. Giuseppe Castagna vengano assegnate ulteriori n. 86.193 Azioni;
- (iii) il Consigliere, il Dott. Maurizio Comoli in quanto titolare in proprio di n. 12.449 Azioni oltre al possesso indiretto di 171.175 Azioni;
- (iv) il Consigliere, il Prof. Mario Anolli in quanto titolare in proprio di n. 1.172 Azioni, oltre al possesso indiretto di 782 Azioni;
- (v) il Consigliere, il Prof. Mauro Paoloni in quanto titolare in proprio di n. 15 Azioni, oltre al possesso indiretto di 63 Azioni; e
- (vi) il Consigliere, la Dott.ssa Manuela Soffientini in quanto titolare in proprio di n. 313 Azioni.

Con riferimento ai piani di incentivazione dell'Emittente, si segnala quanto segue:

- (i) alla Data del Comunicato dell'Emittente, BBPM ha in essere, tra l'altro, i seguenti piani di incentivazione basati su Azioni BBPM: (a) piano *short-term incentive* (2024) (il "**Piano STI 2024**") e (b) piano *long-term incentive* 2024-2026 (il "**Piano LTI 2024-2026**"), entrambi approvati dall'Assemblea degli Azionisti BBPM del 18 aprile 2024;
- (ii) come già in precedenza reso noto al mercato, l'Assemblea degli Azionisti BBPM, convocata per il 30 aprile 2025, sarà chiamata a deliberare, tra l'altro, in merito all'approvazione dei seguenti piani di incentivazione basati su Azioni BBPM: (a) piano *short-term incentive* (2025) (il "**Piano STI 2025**") e (b) piano *long-term incentive* 2025-2027 (il "**Piano LTI 2025-2027**");
- (iii) ai sensi dei rispettivi regolamenti del Piano LTI 2024-2026 e – laddove approvato dalla suddetta Assemblea Ordinaria degli Azionisti BBPM – del Piano LTI 2025-2027, i cui principali termini e condizioni sono descritti nei relativi documenti informativi disponibili sul sito internet dell'Emittente, è previsto che, laddove si verificasse un cambio del controllo societario di BBPM (e, di conseguenza, anche nel caso in cui ciò avvenisse a seguito del perfezionamento dell'OPS), *"si procederà, ai destinatari in servizio, alla liquidazione anticipata pro-quota su base annua in denaro; nel rispetto del limite massimo di incidenza della remunerazione variabile complessiva rispetto a quella fissa e delle modalità di differimento previste dal Piano LTI"*.

9.3 Documentazione Esaminata

Il Consiglio di Amministrazione, nella sua valutazione dell'OPS e del Corrispettivo e ai fini del presente Comunicato dell'Emittente, ha esaminato la seguente documentazione:

- la Comunicazione 102, con la quale UCG ha comunicato la decisione di promuovere l'OPS ai sensi degli art. 102, comma 1 del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti;
- il comunicato stampa intitolato "UniCredit presenta un'offerta di scambio volontaria per Banco BPM per un corrispettivo totale di circa 10,1 miliardi di euro, interamente in azioni", pubblicato da UCG in data 25 novembre 2024;
- l'avviso di convocazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di UCG originariamente convocata per il 10 aprile 2025 e poi convocata per il 27 marzo 2025;
- il comunicato stampa intitolato "Comunicazioni relative all'OPS promossa da UniCredit sulle azioni Banco BPM", pubblicato da UCG in data 27 gennaio 2025;

- il comunicato stampa pubblicato da UCG in data 17 febbraio 2025;
- il comunicato stampa pubblicato da UCG in data 20 febbraio 2025;
- il comunicato stampa pubblicato da UCG in data 28 febbraio 2025;
- il comunicato stampa pubblicato da UCG in data 12 marzo 2025;
- il comunicato stampa pubblicato da UCG in data 13 marzo 2025;
- il comunicato stampa pubblicato da UCG in data 20 marzo 2025;
- il comunicato stampa intitolato "UniCredit S.p.A. ("UniCredit") ha ricevuto da parte della BCE e della Banca d'Italia il permesso di acquisire il controllo diretto di Banco BPM S.p.A. ("Banco BPM") e indiretto delle altre società del Gruppo Banco BPM e del Gruppo Anima" pubblicato da UCG in data 28 marzo 2025;
- il comunicato stampa intitolato "Il Consiglio di Amministrazione di UniCredit delibera l'aumento di capitale a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria su tutte le azioni di Banco BPM S.p.A." pubblicato da UCG in data 30 marzo 2025;
- il comunicato stampa intitolato "Aumento del capitale sociale a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da UniCredit S.P.A. sulla totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM S.p.A." pubblicato da UCG in data 31 marzo 2025;
- il comunicato stampa intitolato "Approvazione da parte di Consob e pubblicazione del Documento di Offerta e del Prospetto Informativo, Periodo di adesione dal 28 aprile 2025 al 23 giugno 2025" pubblicato da UCG in data 2 aprile 2025;
- il comunicato stampa pubblicato da UCG in data 18 aprile 2025;
- il comunicato stampa pubblicato da UCG in data 22 aprile 2025;
- la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di UCG agli azionisti sulla proposta al punto 1 all'ordine del giorno della parte straordinaria dell'assemblea degli azionisti di UCG convocata in data 27 marzo 2025, pubblicata da UCG in data 25 febbraio 2025;
- la relazione ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile rilasciata da EY Advisory S.p.A. in relazione all'Aumento di Capitale al Servizio dell'OPS, pubblicata da UCG in data 25 febbraio 2025;
- la nota integrativa alla relazione agli azionisti sulla proposta al punto 1 all'ordine del giorno della parte straordinaria dell'assemblea degli azionisti di UCG convocata in data 27 marzo 2025, pubblicata da UCG in data 21 marzo 2025;
- la relazione volontaria della società di revisione indipendente KPMG S.p.A. sui metodi utilizzati dagli amministratori di UCG per la determinazione del Rapporto di Cambio nell'ambito dell'OPS, pubblicata in data 25 febbraio 2025;
- la relazione della società di revisione indipendente KPMG S.p.A. sulla predisposizione delle informazioni finanziarie pro-forma di UCG pubblicata in data 5 marzo 2025;
- il Documento Informativo come pubblicato da UCG in data 7 marzo 2025;
- il Documento di Offerta come approvato da Consob in data 1 aprile 2025 e pubblicato da UCG in data 2 aprile 2025;
- il Documento di Registrazione come approvato da Consob in data 1 aprile 2025 e pubblicato da UCG in data 2 aprile 2025;
- la Nota Informativa, come approvata da Consob in data 1 aprile 2025 e pubblicata da UCG in data 2 aprile 2025;

- la Nota di Sintesi, come approvata da Consob in data 1 aprile 2025 e pubblicata da UCG in data 2 aprile 2025;
- la *opinion* resa in data 24 aprile 2025 da Lazard;
- la *opinion* resa in data 24 aprile 2025 da Citi;
- gli eventuali ulteriori documenti indicati di volta in volta nel presente Comunicato dell'Emittente.

9.4 Esito della riunione del Consiglio di Amministrazione

All'esito dell'adunanza consiliare del 24 aprile 2025, il Consiglio di Amministrazione ha approvato, all'unanimità dei partecipanti, il presente Comunicato dell'Emittente.

10. DATI ED ELEMENTI UTILI PER L'APPREZZAMENTO DELL'OPS CONTENUTI NELLA DOCUMENTAZIONE SULL'OPS

Per una completa e analitica conoscenza di tutti i termini e condizioni dell'OPS si rinvia al contenuto del Documento di Offerta e alla ulteriore documentazione resa disponibile sul sito internet di UCG, all'indirizzo www.unicreditgroup.eu/it. In particolare, si segnalano:

- a) i seguenti Paragrafi del Documento di Offerta:
 - Sezione A – “Avvertenze”;
 - Sezione B, Paragrafo B.1 – “L'Offerente”;
 - Sezione C – “Categorie e quantitativi di strumenti finanziari oggetto dell'offerta”;
 - Sezione D – “Strumenti finanziari dell'Emittente o aventi come sottostante detti strumenti posseduti dall'Offerente, anche a mezzo di società fiduciarie o per interposta persona”;
 - Sezione E – “Corrispettivo unitario per gli strumenti finanziari e sua giustificazione”;
 - Sezione F – “Modalità e termini di adesione all'Offerta, date e modalità di pagamento del Corrispettivo e di restituzione dei titoli oggetto dell'Offerta”; e
 - Sezione G – “Modalità di finanziamento, garanzie di esatto adempimento e programmi futuri dell'Offerente”.
- b) i seguenti Paragrafi del Documento di Registrazione:
 - Sezione - “Fattori di Rischio”;
 - Sezione - “Panoramica delle attività aziendali”;
 - Sezione – “Previsioni e stime degli utili”; e
 - Sezione – “Informazioni finanziarie riguardanti le attività e le passività, la situazione finanziaria e gli utili e le perdite dell'emittente”.
- c) i seguenti Paragrafi del Documento Informativo:
 - Sezione 1- “Avvertenze”; e
 - Sezione 6 “Prospettive dell'Emittente e del Gruppo ad esso facente capo”.

APPENDICE I - DEFINIZIONI

Si riporta di seguito un elenco delle definizioni e dei termini utilizzati all'interno del presente Comunicato dell'Emittente. Tali definizioni e termini, salvo quanto diversamente specificato, hanno il significato di seguito indicato.

Aderente	Ciascun titolare delle Azioni legittimato ad aderire all'OPS, che abbia validamente portato le Azioni in adesione all'OPS.
Anima	Anima Holding S.p.A. società per azioni con sede in Milano, Corso Garibaldi n. 99, iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale e Partita IVA n. 07507200157.
Aumento di Capitale al Servizio dell'OPS	L'aumento del capitale sociale dell'Offerente a servizio dell'OPS, in via scindibile e anche in più <i>tranches</i> , da liberarsi mediante (e a fronte del) conferimento in natura delle Azioni dell'Emittente portate in adesione all'OPS (o comunque conferite in UCG in esecuzione dell'obbligo di acquisto e/o diritto di acquisto ai sensi degli artt. 108 e 111, del TUF, ove ne ricorrano i presupposti), e dunque con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, c.c. con emissione di massime 278.000.000 azioni dell'Offerente, con godimento regolare e aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, deliberato dal consiglio di amministrazione dell'Offerente in data 30 marzo 2025, nell'esercizio delle delega ai sensi dell'art. 2443 c.c. conferita dall'assemblea straordinaria dell'Offerente del 27 marzo 2025.
Autorizzazioni Preventive	Le autorizzazioni all'OPS descritte nel paragrafo A.1. del Documento di Offerta.
Azioni o Azioni BBPM	Le n. 1.515.182.126 azioni ordinarie di Banco BPM S.p.A. quotate su Euronext Milan (codice ISIN: IT0005218380).
Azioni Proprie	Le n. 11.267.616 Azioni BBPM detenute dall'Emittente, rappresentative dello 0,74% del capitale sociale dell'Emittente, alla data del presente Comunicato dell'Emittente.
Azioni UCG	Le massime n. 278.000.000 azioni ordinarie di UCG di nuova emissione rivenienti dall'Aumento di Capitale al Servizio dell'OPS, prive di valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie di UCG già in circolazione alla data di emissione, che saranno quotate su Euronext Milan, sul Mercato Ufficiale (<i>Amtlicher Markt</i>) della Borsa di Francoforte (<i>Frankfurter Wertpapierbörse</i>), gestito da Deutsche Boerse AG, nonché sulla Borsa di Varsavia (<i>Giełda Papierów Wartościowych w</i>

Warszawie SA), offerte in scambio agli Azionisti sulla base del Rapporto di Cambio.

Azionisti o Azionisti BBPM	I titolari delle Azioni che sono legittimati a partecipare all'OPS.
Banca d'Italia	La Banca d'Italia, con sede in Roma, Via Nazionale n. 91.
BCE	La Banca Centrale Europea, con sede in Francoforte (Germania), Sonnemannstrasse n. 20.
BBPM Vita	Banco BPM Vita S.p.A. società per azioni con sede in Milano, Via Massaua n. 6, iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale n. 10769290155 e partita IVA n. 10537050964, e iscritta in qualità di impresa autorizzata all'esercizio delle assicurazioni, all'Albo Imprese presso l'IVASS al numero 1.00116 e, in qualità di società capogruppo del "Gruppo Assicurativo Banco BPM Vita", al n. 045 dell'Albo gruppi assicurativi tenuto da IVASS.
Borsa Italiana	Borsa Italiana S.p.A., con sede legale in Milano, Piazza degli Affari, n. 6.
Codice Civile o c.c.	Il Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, come successivamente modificato e integrato.
Comunicato dell'Emittente	Il presente comunicato dell'Emittente, redatto ai sensi del combinato disposto degli artt. 103 del TUF e 39 del Regolamento Emittenti, approvato dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 24 aprile 2025.
Comunicazione 102	La comunicazione dell'Offerente prevista dagli artt. 102, comma 1 del TUF e 37, comma 1, del Regolamento Emittenti, diffusa alla Data di Annuncio dell'OPS e allegata al Documento di Offerta.
Comunicazione 102 Anima	La comunicazione prevista dagli artt. 102, comma 1 del TUF e 37, comma 1, del Regolamento Emittenti e diffusa da BBPM Vita in relazione all'OPA Anima il 6 novembre 2024.
Condizione Antitrust	La condizione di efficacia dell'OPS di cui al paragrafo A.1.1.(i) del Documento di Offerta.
Condizione Altre Autorizzazioni	La condizione di efficacia dell'OPS di cui al paragrafo A.1.1(v) del Documento di Offerta.

Condizione Fatti Impeditivi	La condizione di efficacia dell'OPS di cui al paragrafo A.1.1.(vi) del Documento di Offerta.
Condizione MAE	La condizione di efficacia dell'OPS di cui al paragrafo A.1.1.(vii) del Documento di Offerta.
Condizione su Misure Difensive	La condizione di efficacia dell'OPS di cui al paragrafo A.1.1.(iv) del Documento di Offerta.
Condizione OPA Anima	La condizione di efficacia dell'OOPS di cui al paragrafo A.1.1.(viii) del Documento di Offerta.
Condizione Atti Rilevanti	La condizione di efficacia dell'OPS di cui al paragrafo A.1.1.(iii) del Documento di Offerta.
Condizione Soglia	La condizione di efficacia dell'OPS di cui al paragrafo A.1.1(ii) del Documento di Offerta.
Condizioni di Efficacia	Le condizioni all'avveramento (o alla rinuncia) delle quali è condizionato il perfezionamento dell'OPS descritte nel paragrafo A.1. del Documento di Offerta.
Consob	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, con sede in Roma, via Giovanni Battista Martini, n. 3.
Corrispettivo	Il corrispettivo unitario rappresentato, sulla base del Rapporto di Cambio, a seconda dei casi: (a) qualora non vi siano aggiustamenti, da n. 0,175 azioni ordinarie di UCG per ogni Azione portata in adesione all'OPS, ovvero (b) il Corrispettivo ex Dividendo UCG ovvero (c) il Corrispettivo ex Dividendo UCG ed ex Dividendo BBPM.
Corrispettivo ex Dividendo UCG	Il corrispettivo determinato applicando il Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG qualora (i) lo stacco della cedola relativa al Dividendo UCG avvenga prima della Data di Pagamento e (ii) il Dividendo BBPM non sia approvato dall'Assemblea Ordinaria degli Azionisti BBPM o lo stacco della relativa cedola non avvenga prima della Data di Pagamento.
Corrispettivo ex Dividendo UCG ed ex Dividendo BBPM	Il corrispettivo determinato applicando il Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG ed ex Dividendo BBPM qualora (i) lo stacco della cedola relativa al Dividendo UCG avvenga prima della Data di Pagamento, (ii) il Dividendo BBPM sia approvato dall'Assemblea

Ordinaria degli Azionisti BBPM e (iii) lo stacco della relativa cedola avvenga prima della Data di Pagamento.

Data del Comunicato dell'Emittente	Il 24 aprile 2025.
Data di Annuncio	Il 25 novembre 2024, ossia la data in cui l'OPS è stata comunicata al pubblico mediante la Comunicazione 102.
Data di Pagamento	La data in cui sarà effettuato il pagamento del Corrispettivo agli Aderenti, contestualmente al trasferimento del diritto di proprietà sulle Azioni a favore dell'Offerente, corrispondente al quinto Giorno di Borsa Aperta successivo alla chiusura del Periodo di Adesione, ossia il 1 luglio 2025 (fatte salve le eventuali proroghe del Periodo di Adesione in conformità alla normativa applicabile).
Data di Riferimento	Il 22 aprile 2025.
Delisting	La revoca delle Azioni dalla quotazione su Euronext Milan.
Dividendo BBPM	Il dividendo pari a Euro 0,60 per ciascuna Azione BBPM (escluse le Azioni Proprie) deliberato in data 12 febbraio 2025 dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente e sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Ordinaria degli Azionisti BBPM convocata per il 30 aprile 2025.
Dividendo UCG	Il dividendo pari a Euro 1,4764 per ciascuna azione ordinaria di UCG in circolazione avente diritto al pagamento del dividendo alla data prevista di godimento, deliberato in data 11 febbraio 2025 dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente e approvato dall'assemblea ordinaria degli azionisti di UCG del 27 marzo 2025.
Documento di Offerta	Il documento di offerta relativo all'OPS, approvato da Consob, con delibera n. 23492 del 1 aprile 2025 e pubblicato in data 2 aprile 2025 dall'Offerente ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF e 38 del Regolamento Emittenti.
Documento di Offerta OPA Anima	Il documento di offerta relativo all'OPA Anima, approvato da Consob, con delibera n. 23474 del 13 marzo 2025 e pubblicato in data 14 marzo 2025 da BBPM Vita ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF e 38 del Regolamento Emittenti.
Documento di Registrazione	Il documento di registrazione dell'Offerente, approvato da Consob con nota del 1 aprile 2025, protocollo n. 00331175/25 e depositato presso la Consob in data 2 aprile 2025.

Documento Informativo	Il documento informativo redatto da UCG ai sensi dell'art. 70, comma 6 del Regolamento Emittenti, in conformità allo Schema n. 3 dell'Allegato 3B al medesimo Regolamento Emittenti relativo all'Aumento di Capitale a Servizio dell'OPS, pubblicato in data 7 marzo 2025.
Emittente o BBPM o Banca o BPM	Banco BPM S.p.A., società per azioni con sede in Milano, Piazza Meda n. 4, iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale n. 09722490969 e partita IVA n. 10537050964, iscritta all'Albo delle Banche con il numero 8065, Capogruppo del Gruppo Bancario Banco BPM iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari con numero di matricola 237.
Fusione	L'eventuale fusione per incorporazione dell'Emittente nell'Offerente anche in assenza della previa revoca delle Azioni BBPM dalla quotazione su Euronext Milan.
Giorno di Borsa Aperta	Ciascun giorno di apertura dei mercati regolamentati italiani secondo il calendario di negoziazione stabilito annualmente da Borsa Italiana.
Gruppo o Gruppo BBPM	Il gruppo facente capo all'Emittente.
Nota di Sintesi	La nota di sintesi dell'Offerente, approvata da Consob con nota del 1 aprile 2025, protocollo n. 00331175/25 e pubblicata in data 2 aprile 2025.
Nota Informativa	La nota informativa dell'Offerente, approvata da Consob con nota del 1 aprile 2025, protocollo n. 00331175/25 e pubblicata in data 2 aprile 2025.
Offerente o UCG	UniCredit S.p.A., società per azioni di diritto italiano, con sede legale e direzione generale in Piazza Gae Aulenti 3 - Tower A - 20154, Milano, numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi, codice fiscale e P. IVA n. 00348170101, iscritta all'Albo delle Banche detenuto dalla Banca d'Italia al numero 5729 e, in qualità di società capogruppo del "Gruppo Bancario UniCredit", all'Albo dei Gruppi Bancari con il numero 2008.1, nonché aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia.
OPA Anima	L'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria avente a oggetto le azioni di Anima, promossa dall'Offerente ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e seguenti del TUF, come descritta nel Documento di Offerta OPA Anima.

OPS	L'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria avente a oggetto la totalità delle Azioni BBPM, promossa dall'Offerente ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e seguenti del TUF.
Piano Strategico	Indica il "Piano Strategico 2023-2026" dell'Emittente, come successivamente aggiornato e modificato con orizzonte temporale al 2027.
Periodo di Adesione	Il periodo di adesione all'OPS, concordato con Borsa Italiana, compreso tra le ore 8:30 (ora italiana) del 28 aprile 2025 e le ore 17:30 (ora italiana) del 23 giugno 2025, estremi inclusi, salvo proroghe in conformità alla normativa applicabile.
Procedura OPC	Il regolamento in materia di gestione delle operazioni con soggetti in conflitto di interesse adottato da BBPM.
Provvedimento Golden Power	Il Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 18 aprile 2025, notificato a BBPM in pari data, con il quale sono stati esercitati i poteri speciali previsti dalla normativa c.d. <i>golden power</i> , mediante imposizione di specifiche prescrizioni a UCG.
Rapporto di Cambio	A seconda dei casi: (a) il rapporto di 0,175 Azioni UCG per ogni azione di BBPM qualora non vi siano aggiustamenti, ovvero (b) il Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG ovvero (c) il Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG ed ex Dividendo BBPM.
Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG	Il rapporto di n. 0,182 Azioni UCG di nuova emissione per ogni azione di BBPM portata in adesione all'OPS.
Rapporto di Cambio ex Dividendo UCG ed ex Dividendo BBPM	Il rapporto di n. 0,166 Azioni UCG di nuova emissione per ogni azione di BBPM portata in adesione all'OPS.
Regolamento Emittenti	Il regolamento di attuazione del TUF, concernente la disciplina degli emittenti, adottato da Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato.
Regolamento OPC	Il "Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate" adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato ed integrato.
SREP	Indica il processo (<i>Supervisory Review and Evaluation Process</i>) con cui BCE e Banca d'Italia, tra l'altro, valutano e misurano i profili di rischio di una banca singolarmente e in un'ottica aggregata, anche in condizioni di stress; valutano il sistema di governo

aziendale, la funzionalità degli organi, la struttura organizzativa e il sistema dei controlli interni; verificano l'osservanza del complesso delle regole prudenziali; pervengono a una valutazione complessiva della banca e attivano, se del caso, misure correttive.

TUB

Il Decreto Legislativo 1 settembre 1993, n. 385, come successivamente modificato ed integrato.

TUF

Il Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato ed integrato.

ALLEGATO A
Opinion resa da Citi

24 April 2025

The Board of Directors
Banco BPM S.p.A.
Piazza Filippo Meda, 4
20121 Milano

The Board of Directors:

You have requested our opinion as to the adequacy, from a financial point of view, to the holders of ordinary shares, with no nominal value, of Banco BPM S.p.A. (“Banco BPM” and, such shares, “Banco BPM Shares”), other than as specified below, of the Exchange Ratio (defined below) provided for pursuant to the publicly announced voluntary total public exchange offer (the “Offer”) of UniCredit S.p.A. (“UniCredit”) to acquire all outstanding Banco BPM Shares in exchange for ordinary shares, with no nominal value, of UniCredit (“UniCredit Shares”). As more fully described in the Offer Document of UniCredit published on 2 April 2025 (the “Offer Document”), and subject to certain conditions specified in the Offer Document, the Offer contemplates, among other things, the exchange of each outstanding Banco BPM Share for (i) 0.175 of a UniCredit Share, if no dividends of UniCredit or Banco BPM are declared and paid during the Offer period, (ii) 0.182 of a UniCredit Share, if a dividend is declared and paid by UniCredit (but not by Banco BPM) during the Offer period, or (iii) 0.166 of a UniCredit Share, if dividends are declared and paid by both UniCredit and Banco BPM during the Offer period. Based on Banco BPM’s understanding as to the timing for the declaration and payment of dividends by Banco BPM and UniCredit as of the date hereof, Banco BPM has directed us to assume, for purpose of our analyses and opinion, that the applicable exchange ratio for the Offer will be 0.182 (the “Exchange Ratio”). The terms and conditions of the Offer are more fully set forth in the Offer Document and certain related documents.

In arriving at our opinion, we reviewed the Offer Document, the Registration Document of UniCredit published on 2 April 2025 (the “Registration Document”) and a substantially final draft, provided to us on 23 April 2025, of the Issuer Statement to be approved by the Board of Directors of Banco BPM with respect to the Offer, and held discussions with certain senior officers, directors and other representatives and advisors of Banco BPM concerning the businesses, operations and prospects of Banco BPM and UniCredit. We reviewed certain publicly available and other business and financial information provided to or discussed with us by the management of Banco BPM, including certain financial forecasts, estimates and other information and data relating to Banco BPM (pro forma for Banco BPM’s recent acquisition of 89.95% of the share capital of Anima Holding S.p.A. (“Anima”) and related financial targets and other benefits expected by the management of Banco BPM to be achieved from such acquisition). We also reviewed certain publicly available business and financial information relating to UniCredit discussed with us by the management of Banco BPM, including certain financial targets publicly disclosed by UniCredit’s management as “2025 Guidance” and “2027 Ambitions” and certain research analysts’ estimates relating to UniCredit publicly disclosed by UniCredit on 14 April 2025 as “Pre 1Q25 results UniCredit consensus” estimates. We reviewed the financial terms of the Offer as set forth in the Offer Document and the Registration Document in relation to, among other things, current and historical prices of Banco BPM Shares and UniCredit Shares; the financial condition and certain historical and projected financial and operating data of Banco BPM and UniCredit; and the capitalization of Banco BPM and UniCredit. We analyzed certain financial, stock market and

Citigroup Global Markets Europe AG - Succursale italiana

Piazzetta Bossi, 3 - 20121 Milano - Tel. +39 02 8906.1 - Indirizzo PEC: citicompliance-cgme@actalis-certmail.it

C. Fiscale, P. IVA e C.C.I.A.A. di Milano N. 10619240962 – REA N. 2545583

Aderente al sistema di indennizzo *Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen*

Iscritta all’elenco delle imprese di investimento di classe 1 autorizzate in altri Stati UE con succursale in Italia

Sede legale: Börsenplatz 9, 60313 Francoforte sul Meno, Germania

Autorizzata dal *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* e dalla Banca Centrale Europea - Capitale versato 242.393.054,05€

other publicly available information relating to the businesses of certain other companies whose operations we considered relevant in evaluating those of Banco BPM and UniCredit and considered, for informational reference and to the extent publicly available, the financial terms of certain other transactions that we considered relevant in evaluating the Offer. In addition to the foregoing, we conducted such other analyses and examinations and considered such other information and financial, economic and market criteria as we deemed appropriate in arriving at our opinion. The issuance of our opinion has been authorized by our opinion committee.

In rendering our opinion, we have assumed and relied, without independent verification, upon the accuracy and completeness of all financial and other information and data publicly available or provided to or otherwise reviewed by or discussed with us and upon the assurances of the management and other representatives of Banco BPM that they are not aware of any relevant information that has been omitted or that remains undisclosed to us. As you are aware, we have not had access to the management of UniCredit or any internal financial forecasts or other internal information and data relating to UniCredit prepared by the management of UniCredit. With respect to the financial forecasts, estimates and other information and data relating to Banco BPM that we have been directed to utilize in our analyses, we have been advised by the management of Banco BPM and we have assumed, with your consent, that such financial forecasts, estimates and other information and data were reasonably prepared on bases reflecting the best currently available estimates and judgments of the management of Banco BPM as to, and are a reasonable and appropriate basis upon which to evaluate, the future financial performance of Banco BPM on a standalone basis and the other matters covered thereby. With respect to the “Pre 1Q25 results UniCredit consensus” estimates that we have utilized in our analyses, we also have assumed, with your consent, that such estimates are a reasonable and appropriate basis upon which to evaluate the future financial performance of UniCredit on a standalone basis and the other matters covered thereby. We express no opinion as to any financial forecasts, estimates and other information or data (or underlying assumptions on which any such financial forecasts, estimates and other information or data are based) provided to or otherwise reviewed by or discussed with us and we have assumed, with your consent, that the financial results reflected in such forecasts, estimates and other information and data will be realized in all respects meaningful to our analyses and opinion in the amounts and at the time projected.

We have relied upon the assessments of the management of Banco BPM as to, among other things, (i) the potential impact on Banco BPM and UniCredit of certain macroeconomic, geopolitical, market, competitive and other conditions, trends and developments in and prospects for, and governmental, regulatory and legislative matters relating to or otherwise affecting, the banking, insurance and asset management industries and the geographic regions in which Banco BPM and UniCredit operate, including with respect to prevailing and future interest rates and exchange rates, and capital requirements, which are subject to volatility, fluctuations or other implications and which, if different than as assumed, could have a material impact on our analyses or opinion, and (ii) the regulatory treatment of, and other matters relating to, Banco BPM’s recent acquisition of 89.95% of Anima’s share capital, including the potential impact on Banco BPM in the event that the “Danish Compromise” is not granted in connection with such acquisition as reflected in the financial forecasts, estimates and other data provided to or discussed with us by the management of Banco BPM and the ability of Banco BPM to achieve the financial targets and other benefits expected by the management of Banco BPM from such acquisition as contemplated. We have assumed, with your consent, that there will be no developments with respect to any such matters that would be meaningful in any respect to our analyses or opinion.

We have not made or been provided with an independent evaluation or appraisal of the assets or liabilities (contingent, accrued, derivative, off-balance sheet or otherwise), or of any pending or contemplated equity or other investments or divestitures, of Banco BPM, UniCredit or any other entity nor have we made any physical inspection of the properties or assets of Banco BPM, UniCredit or any other entity. We have not conducted a review or independent evaluation of individual credit files or loan, mortgage, lease or similar portfolios for purposes of assessing (and we express no view or opinion as to) the adequacy or sufficiency of allowances for potential losses or other matters with respect thereto and we have assumed that such allowances for potential losses are in the aggregate adequate to cover such losses. We have not evaluated the solvency or fair value of Banco BPM, UniCredit

or any other entity under bankruptcy, insolvency or similar laws or regulations. We also have not evaluated any actual or potential litigation, claims (or possible unasserted claims), settlements, governmental, regulatory or other proceedings, orders or decrees, or audits or investigations to which Banco BPM, UniCredit or any other entity is or may be a party or subject.

We have assumed, with your consent, that, if consummated, the Offer will be consummated in accordance with its terms and in compliance with all applicable laws, documents and other requirements, without waiver, modification or amendment of any material term, condition or agreement, and that, in the course of obtaining the necessary governmental, regulatory or third party approvals, consents, releases, waivers and agreements for the Offer or otherwise, there has been or will be no delay, limitation, restriction, condition or other action, including any divestiture or other requirements, amendments or modifications, that would have an adverse effect on Banco BPM on a standalone basis or UniCredit on a standalone basis or that otherwise would be meaningful in any respect to our analyses or opinion. We also have assumed that the final Issuer Statement will not vary materially from the draft reviewed by us. Our opinion, as set forth herein, relates to the relative values of Banco BPM and UniCredit. We are not expressing any view or opinion as to the actual value of UniCredit Shares if and when issued pursuant the Offer or the prices at which Banco BPM Shares, UniCredit Shares or any other securities of Banco BPM or UniCredit may trade or otherwise be transferable at any time. We also are not expressing any view or opinion with respect to accounting, tax, regulatory, legal or similar matters, including, without limitation, any changes therein or the impact thereof on Banco BPM, UniCredit or the Offer, and we have relied, with your consent, upon the assessments of representatives of Banco BPM as to such matters.

Our opinion addresses only the adequacy, from a financial point of view and as of the date hereof, of the Exchange Ratio (to the extent expressly specified herein), without regard to individual circumstances of specific holders of Banco BPM Shares that distinguish such holders or the securities of Banco BPM held by such holders. Our opinion does not address any other terms, aspects or implications of the Offer, including, without limitation, the form or structure of the Offer, any subsequent merger or delisting of Banco BPM or any agreement, arrangement or understanding to be entered into in connection with, related to or contemplated by the Offer or otherwise. In connection with our engagement, we were not requested to, and we did not, undertake a third-party solicitation process on behalf of Banco BPM with respect to all or a portion of Banco BPM. We have relied upon Banco BPM's commercial assessments and we express no view as to, and our opinion does not address, the underlying business decision of Banco BPM with respect to the Offer, the relative merits of the Offer as compared to any alternative business strategies that might exist for Banco BPM or the effect of any other transaction which Banco BPM might engage in or consider. We also express no view as to, and our opinion does not address, the adequacy or fairness (financial or otherwise) of the amount or nature or any other aspect of any compensation or other consideration to any officers, directors or employees of Banco BPM or any other party, or any class of such persons, relative to the Exchange Ratio or otherwise. Our opinion is necessarily based upon information available, and financial, stock market and other conditions and circumstances existing and disclosed, to us as of the date hereof. Although subsequent developments may affect our opinion, we have no obligation to update, revise or reaffirm our opinion. As you are aware, the credit, financial and stock markets, the industries in which Banco BPM and UniCredit operate (including prevailing and future interest rates and exchange rates, tariffs and capital requirements impacting such industries) and the securities of Banco BPM and UniCredit, have experienced and continue to experience volatility and we express no view or opinion as to any potential effects of such volatility on Banco BPM, UniCredit or the Offer.

Citigroup Global Markets Europe AG has acted as financial advisor to Banco BPM in connection with the Offer and will receive fees for such services, of which a portion is payable as of the date hereof, a portion is payable upon delivery of this opinion and the principal portion is payable upon consummation or in the absence of a transaction with UniCredit. In addition, Banco BPM has agreed to reimburse our expenses and to indemnify us against certain liabilities arising out of our engagement. As you are aware, we and our affiliates in the past have provided and currently are providing services to Banco BPM, UniCredit and/or certain of their respective affiliates, related entities

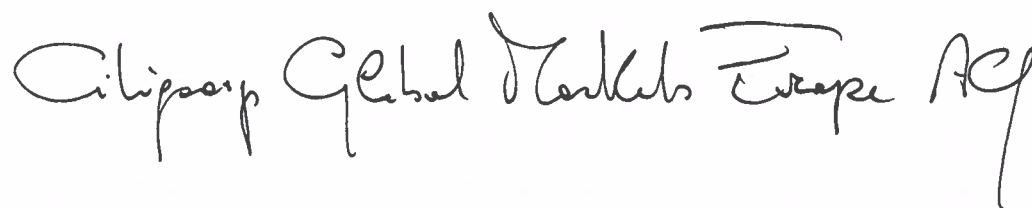
or securityholders unrelated to the Offer, for which services we and our affiliates have received and would expect to receive compensation, including (i) with respect to Banco BPM and/or certain of its affiliates, related entities or securityholders, financial advisory services to Banco BPM in its acquisition of 89.95% of the share capital of Anima, debt and equity capital markets services, lending services, liability management and agency services, and (ii) with respect to UniCredit and/or certain of its affiliates, related entities or securityholders, debt and equity capital markets services and structured equity solutions services. In the ordinary course of business, we and our affiliates may actively trade or hold the securities of Banco BPM, UniCredit and/or their respective affiliates, related entities or securityholders for our own account or for the account of our customers and, accordingly, may at any time hold a long or short position in such securities. In addition, we and our affiliates (including Citigroup Inc. and its affiliates) may maintain relationships with Banco BPM, UniCredit and/or their respective affiliates, related entities or securityholders.

Our advisory services and the opinion expressed herein are provided solely for the information of the Board of Directors (in its capacity as such) in its evaluation of the Offer and may not be relied upon by any third party or used for any other purpose. Our opinion is not intended to be and does not constitute a recommendation to any securityholder as to whether such securityholder should exchange Banco BPM Shares pursuant to the Offer or how any securityholder should act with respect to any matters relating to the Offer or otherwise.

Based upon and subject to the foregoing, our experience as investment bankers, our work as described above and other factors we deemed relevant, we are of the opinion that, as of the date hereof, the Exchange Ratio provided for pursuant to the Offer is inadequate, from a financial point of view, to the holders of Banco BPM Shares (other than, as applicable, UniCredit and its affiliates).

Very truly yours,

CITIGROUP GLOBAL MARKETS EUROPE AG



Appendix

In preparing our opinion, we performed a variety of financial and comparative analyses, including those described below. The summary of the analyses below is not a complete description of our opinion or the analyses underlying, and factors considered in connection with, our opinion. The preparation of a financial opinion is a complex analytical process involving various determinations as to the most appropriate and relevant methods of financial analysis and the application of those methods to the particular circumstances and, therefore, a financial opinion is not readily susceptible to summary description. We arrived at our ultimate opinion based on the results of all analyses and factors assessed as a whole, and we did not draw, in isolation, conclusions from or with regard to any one factor or method of analysis. Accordingly, we believe that our analyses must be considered as a whole and that selecting portions of such analyses and factors, without considering all analyses and factors or the narrative description of the analyses, could create a misleading or incomplete view of the processes underlying such analyses and our opinion.

In our analyses, we considered industry performance, general business, economic, market and financial conditions and other matters existing as of the date of our opinion, many of which are beyond the control of Banco BPM and UniCredit. No company or business reviewed is identical or directly comparable to Banco BPM or UniCredit and an evaluation of these analyses is not entirely mathematical; rather, the analyses involve complex considerations and judgments concerning financial and operating characteristics and other factors that could affect the public trading, acquisition or other values of the companies or businesses reviewed or the results of any particular analysis.

The estimates contained in our analyses and the ranges resulting from any particular analysis are not necessarily indicative of actual values or predictive of future results or values, which may be significantly more or less favorable than those suggested by such analyses. In addition, analyses relating to the value of businesses or securities do not purport to be appraisals or to reflect the prices at which businesses or securities actually may be sold or acquired. Accordingly, the estimates used in, and the results derived from, our analyses are inherently subject to substantial uncertainty. Our opinion was only one of many factors considered by the Board of Directors of Banco BPM in its evaluation of the Offer and should not be viewed as determinative of the views of the Board of Directors or management of Banco BPM with respect to the Offer, the Exchange Ratio or otherwise.

For each analysis described below, implied exchange ratio reference ranges were calculated by (i) deriving implied equity value per share reference ranges for Banco BPM (cum dividend and pro forma for Banco BPM's acquisition of 89.95% of Anima's share capital in the absence of "Danish Compromise" regulatory treatment) and for UniCredit (ex-dividend and, for purposes of the dividend discount model analysis described below, including the effects of a €3.574 billion share buyback that UniCredit has publicly disclosed it intends to consummate after expiration of the Offer) and (ii) dividing the low-end of such ranges derived for Banco BPM by the high-end of such ranges derived for UniCredit and dividing the high-end of such ranges derived for Banco BPM by the low-end of such ranges derived for UniCredit.

Financial and other data for Banco BPM utilized in such analyses were based on financial forecasts, estimates and other data provided to or discussed with us by the management of Banco BPM (the "Banco BPM Forecasts"), and financial and other data for UniCredit were based on "Pre 1Q25 results UniCredit consensus" estimates (the "UniCredit Forecasts"), in each case as approved for our use and reliance by Banco BPM. Financial and other data for selected publicly traded companies were based on research analysts' estimates, public filings and other publicly available information.

Dividend Discount Model (DDM) Analysis: In performing a dividend discount model analysis for Banco BPM and UniCredit, we derived implied equity value per share reference ranges for Banco BPM and UniCredit from which implied exchange ratio reference ranges were then calculated based on the estimated present value (at

31 March 2025) of the sum of Banco BPM's and UniCredit's respective future cash flows expected to be distributable as dividends (or buybacks) during the fiscal years 2025 through 2027 based on the Banco BPM Forecasts and UniCredit Forecasts, residual theoretical excess capital, at 31 December 2027, utilizing minimum common equity Tier 1 ("CET1") ratio levels considered appropriate for Banco BPM and UniCredit, and terminal values. For purposes of such analysis, (i) minimum CET1 ratios for Banco BPM and UniCredit were derived assuming the same level of buffer to the CET1 ratio requirement based on the latest Supervisory Review and Evaluation Process ("SREP") implied by UniCredit's publicly disclosed target CET1 ratio of 12.5% to 13.0% at 31 December 2027, (ii) discount rate ranges of 9.9% to 11.5% for Banco BPM and 11.0% to 12.5% for UniCredit were applied to future dividends and terminal values, and (iii) terminal values of Banco BPM and UniCredit at 31 December 2027 were calculated by applying calendar year 2027 estimated tangible book value multiples derived for Banco BPM and UniCredit based on long-term growth and profitability prospects deemed appropriate to the respective tangible equity, net of excess capital, of Banco BPM and UniCredit based on the Banco BPM Forecasts and UniCredit Forecasts. This analysis indicated an implied exchange ratio reference range of 0.213x to 0.287x.

Trading Multiples Analysis. In performing a trading multiples analysis for Banco BPM and UniCredit, we derived implied equity value per share reference ranges for Banco BPM and UniCredit from which implied exchange ratio reference ranges were then calculated by applying selected ranges of calendar year 2026 and calendar year 2027 estimated net earnings multiples derived for selected publicly traded Italian banks deemed relevant for Banco BPM and for selected publicly traded European banks deemed relevant for UniCredit, based on publicly available research analysts' estimates, public filings and other publicly available information, to corresponding financial aggregates of Banco BPM and UniCredit based on the Banco BPM Forecasts and UniCredit Forecasts. This analysis indicated an implied exchange ratio reference range of 0.218x to 0.318x.

Regression Analysis. In performing a regression analysis for Banco BPM and UniCredit, we derived implied equity value reference ranges for Banco BPM and UniCredit from which implied exchange ratio reference ranges were then calculated by observing the correlation between (i) the theoretical future profitability, or return on average tangible equity ("ROATE"), in calendar years 2026 and 2027, calculated as the ratio between net income and the average tangible book value, or tangible equity, of Banco BPM, UniCredit and selected publicly traded companies that we deemed relevant, and (ii) the ratio between the market capitalizations and estimated tangible book values of Banco BPM, UniCredit and such selected publicly traded companies in calendar year 2025. Once calculated for the selected publicly traded companies based on publicly available research analysts' estimates, public filings and other publicly available information, these parameters were applied to the theoretical future ROATE in calendar years 2026 and 2027 and estimated tangible book values in calendar year 2025 of Banco BPM and UniCredit based on the Banco BPM Forecasts and UniCredit Forecasts. This analysis indicated an implied exchange ratio reference range of 0.203x to 0.228x.

ALLEGATO B
Opinion resa da Lazard

LAZARD

Banco BPM, S.p.A.
Piazza Filippo Meda, 4
20121 Milan
Attn: The Board of Directors

April 24, 2025

Dear Members of the Board of Directors:

On November 25, 2024 UniCredit S.p.A. (the “Offeror” or “UniCredit”) published a Notice (the “Notice”) pursuant to article 102 of Legislative Decree No. 58 of February 24, 1998, as subsequently amended and supplemented (the “Consolidated Law on Finance”), and article 37 of regulation No. 11971 approved by *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (“Consob”) on May 14, 1999, as subsequently amended and supplemented (the “Issuer’s Regulation”), relating to a voluntary global exchange tender offer pursuant to articles 102 and 106, paragraph 4 of the Consolidated Law on Finance and the relevant implementation rules set forth in the Issuer’s Regulation (the “Offer” or the “Transaction”) to acquire up to 1,515,182,126 ordinary shares, with no par value, of Banco BPM S.p.A. (“BBPM” or the “Company”) and representing 100% of the BBPM’s corporate capital as at the date of the Notice (each a “BBPM Share” and collectively, the “BBPM Shares”). Pursuant to the Offer, UniCredit will offer 0.182 newly issued ordinary shares, with no par value, of the Offeror (the “UniCredit Shares”) for each **BBPM Share** (the “Exchange Ratio”).

The Offer will be made upon the terms and subject to the conditions described in UniCredit’s offer document approved by Consob with resolution no. 23492 dated April 1st, 2025 as published pursuant to applicable laws and regulations on April 2nd, 2025 (the “Offer Document”).

In light of the above, pursuant to article 103 of the Consolidated Law on Finance, the Board of Directors of BBPM is under the obligation to issue a statement containing all information useful to evaluate the Offer, as well as its own evaluation of the Offer (the “Issuer’s Statement”).

In connection therewith, you have requested the opinion of Lazard S.r.l. (“Lazard”) as of the date hereof as to the adequacy, from a financial point of view, to the holders of the BBPM Shares (other than the Offeror, any person acting in concert with the Offeror or any of their respective affiliates) of the Exchange Ratio in connection with the Offer.

In connection with this opinion, we have, among other things:

- (i) reviewed the financial terms and conditions of the Offer as set forth in the Offer Document;
- (ii) reviewed certain publicly available historical business and financial information relating to BBPM and UniCredit;
- (iii) reviewed various financial forecasts and other data provided to us by BBPM relating to the business of BBPM (“BBPM Financial Projections”);

- (iv) reviewed various financial forecasts and other data based on equity analyst reports made publicly available by UniCredit and relating to the business of UniCredit (the “UniCredit Forecasts”);
- (v) held discussions with members of the senior management of the Company with respect to the business and prospects of the Company and the Offeror and the strategic objectives of the Company;
- (vi) reviewed public information with respect to certain other companies whose business we believe to be generally relevant in evaluating the businesses of the Company and the Offeror;
- (vii) reviewed the historical stock prices and trading volumes of the BBPM Shares and the UniCredit Shares; and
- (viii) conducted such other financial studies, analyses and investigations as we deemed appropriate.

In preparing this opinion, we have assumed and relied upon, without independent verification, the accuracy and completeness of all of the foregoing information, including, without limitation, all the financial and other information and reports provided or discussed with us and all representations made to us. We have not undertaken any independent investigation or appraisal of such information, reports or representations. We have not provided, obtained or reviewed on your behalf any specialist advice, including but not limited to, legal, accounting, actuarial, environmental, information technology or tax advice, and accordingly our opinion does not take into account the possible implications of any such specialist advice.

We have assumed that the valuation of assets and liabilities made by the respective managements of the Company and the Offeror as well as the profit and cash flow forecasts, including future capital expenditure projections made by the management of the Company are fair and reasonable. We have not independently investigated, valued or appraised any of the assets or liabilities (contingent or otherwise) of the Company or the Offeror or the solvency or fair value of the Company or the Offeror, and we have not been furnished with any such valuation or appraisal. With respect to the BBPM Financial Projections and utilized in our analyses, we have assumed, with the Company’s consent, that they have been reasonably prepared based on the best currently available estimates and judgments of the management of the Company as to the future results of operations and financial condition and performance of the Company, and we have assumed, with the Company’s consent, that such financial forecasts and projections will be realized in the amounts and at the times contemplated thereby. As you know, we have not received financial forecasts prepared by management and approved by the Board of Directors of the Offeror in connection with our engagement or this opinion. Senior management of BBPM has advised us that the UniCredit Forecasts, including the assumptions underlying the UniCredit Forecasts, are a reasonable basis upon which to evaluate the future financial performance of UniCredit. At your direction, our analysis relating to the business and financial prospects for the Offeror for the purposes of this opinion has been made on the basis of the UniCredit Forecasts. We assume no responsibility or liability for and express no view as to BBPM Financial Projects, the UniCredit Forecasts or the assumptions on which they are based.

In preparing our opinion, we have assumed that the Transaction will be consummated on the terms and subject to the conditions described in the Offer Document without any waiver or modification of any of its material terms or conditions. We have also assumed that all

governmental, regulatory or other approvals and consents required in connection with the consummation of the Offer will be obtained without any reduction in the benefits of the Offer to the shareholders of the Company or any adverse effect on the Company, the Offeror or the Transaction.

Further, our opinion is necessarily based on the financial, economic, monetary, market and other conditions as in effect on, and the information made available to us as of, the date hereof. Events or circumstances occurring after the date hereof (including changes in laws and regulations) may affect this opinion and the assumptions used in preparing it, and we do not assume any obligation to update, revise or reaffirm this opinion. We further note that the current volatility in the credit and financial markets may have an effect on the Company or the Offeror and we are not expressing an opinion as to the effects of such volatility on the Company or the Offeror.

We are acting as financial advisor to the Company's Board of Directors in connection with the Transaction and have received customary retainer fees for our services and will receive an additional fee upon delivery of this opinion as well as a fee which is contingent upon the outcome of the Offer. Lazard or other companies of the Lazard Group have in the past provided financial advisory services to the Company and the Offeror, for which they have received customary fees and may in the future provide financial advisory services to the Company or the Offeror for which they may receive customary fees. In addition, certain companies of the Lazard Group may trade in the shares and other securities of the Company or the Offeror for their own account and for the accounts of their customers, and accordingly, may at any time hold a long or short position in such securities, and may also trade and hold securities on behalf of the Company, the Offeror and/or certain of their respective affiliates. We do not express any opinion as to the price at which the shares of the Company or the Offeror may trade at any time.

This opinion is being provided solely for the benefit of the Members of the Board of Directors of the Company (in their capacity as such) in connection with, and for the purposes of, its consideration, in its sole independence of judgment, of the Offer and is not on behalf or for the benefit of, and shall not confer rights or remedies upon any shareholder of the Company, the Offeror or any other person. This opinion may not be used or relied upon by any person other than the Board of Directors of the Company for any purpose. This opinion addresses only the adequacy, as of the date hereof, from a financial point of view, to the holders of the BBPM Shares (other than the Offeror, any person acting in concert with the Offeror or any of their respective affiliates) of the Exchange Ratio in connection with the Offer, and does not address any other aspect or implication of the Transaction, including without limitation, any legal, tax, regulatory or accounting matters or the form or structure of the Transaction or any agreements or arrangements entered into in connection with, or contemplated by, the Transaction. In addition, our opinion does not address the relative merits of the Transaction as compared to any alternative transaction or strategy that might be available to the Company or the merits of the underlying decision by the Company to engage in the Transaction. This opinion is not intended to and does not constitute a recommendation to any person as to whether such person should tender shares pursuant to the Offer or as to how any shareholder of the Company should vote or act with respect to the Offer or any matter relating thereto.

The following is a brief summary of the material financial analyses and reviews that Lazard deemed appropriate in connection with rendering its opinion. The brief summary of Lazard's analyses and reviews provided below does not purport to be a complete description of the analyses and reviews underlying Lazard's opinion. The preparation of an adequacy opinion is a complex process involving various determinations as to the most appropriate and relevant methods of

analysis and review and the application of those methods to particular circumstances, and, therefore, is not readily susceptible to summary description.

The order of the analyses described and the results of the analyses do not reflect the relative importance or the relative weight attributed by Lazard to such analysis. In arriving at its opinion, Lazard considered the results of all of its analyses and reviews performed as a whole and made its determination as to the adequacy on the basis of its experience and professional judgment after considering the results of all of its analyses and reviews. Considering selected portions of the analyses and reviews or the summary set forth below, without considering the analyses and reviews as a whole, could create an incomplete or misleading view of the analyses and reviews underlying Lazard's opinion.

For purposes of its analyses and reviews, Lazard considered industry performance, general business, economic, market and financial conditions and other matters, many of which are beyond the control of the Company and the Offeror. No company, business or transaction used in Lazard's analyses and reviews as a comparison is identical to the Company or the Offeror, and an evaluation of the results of those analyses and reviews is not entirely mathematical. Rather, the analyses and reviews involve complex considerations and judgments concerning financial and operating characteristics and other factors that could affect the acquisition, public trading or other values of the companies, businesses or transactions used in Lazard's analyses and reviews. The estimates contained in Lazard's analyses and reviews and the ranges of valuations resulting from any particular analysis or review are not necessarily indicative of actual values or predictive of future results or values, which may be significantly more or less favorable than those suggested by Lazard's analyses and reviews. In addition, analyses and reviews relating to the value of companies, businesses or securities do not purport to be appraisals or to reflect the prices at which companies, businesses or securities actually may be sold. Accordingly, the estimates used in, and the results derived from, Lazard's analyses and reviews are inherently subject to substantial uncertainty.

Except as otherwise noted, the following quantitative information, to the extent that it is based on market data, is based on market data as it existed on or before April 22, 2025 and is not necessarily indicative of current market conditions.

FINANCIAL ANALYSES

In consideration of our role and the nature of the Transaction, our valuations were carried out with the objective of expressing a comparative estimate of the value of the shares of BBPM and of UniCredit (the "Companies") adopting - to the extent possible - homogenous and comparable valuation criteria for evaluating the two Companies. These valuations are therefore exclusively intended in relative terms and with only reference to the specific Transaction and do not express in any way or form the absolute values of the Company or UniCredit nor can they be considered representative of current or future market prices.

Furthermore, the valuation of the Companies was carried out on a stand-alone basis, i.e., considering them as independent entities, without taking into account any synergies that could be generated following the Transaction.

Taking into consideration the purpose of our engagement, the criteria customarily used in connection with financial analyses of banking groups as well as the characteristics of the Companies and the documentation available, we relied both on fundamental and market methodologies such as the dividend discount model ("DDM"), in its "excess capital" version, and

the analysis of comparable companies, including Market Multiples and Regression, as described below.

Dividend Discount Model

Based on the BBPM Financial Projections and on the UniCredit Forecasts, Lazard performed a DDM analysis to calculate the estimated present value of the excess capital the Companies could distribute based on certain CET1 ratio targets (13.2% to 14.2% for BBPM and 14.1% to 15.1% for UniCredit). Lazard also calculated the terminal value by applying a perpetuity growth rate of 2.0% for BBPM and 2.2% for UniCredit. The relevant flows and terminal values were discounted to present value using discount rates (12.7% to 13.2% for BBPM and 13.8% to 14.3% for UniCredit) which have been identified through an analytical calculation based on the capital asset pricing model, or “CAPM”.

Based on such analysis, the resulting exchange ratio ranges from 0.214x to 0.251x.

Analysis of Comparable Companies

Lazard reviewed and analyzed selected publicly traded companies in the banking sector that it viewed as generally relevant in evaluating the Company and UniCredit based on Lazard’s knowledge of such industry. In performing these analyses, Lazard reviewed and analyzed publicly available financial information relating to the selected comparable companies and compared such information to the corresponding relevant information for BBPM and UniCredit based on their respective financial forecasts (i.e. the BBPM Financial Projections and the UniCredit Forecasts). Specifically, Lazard applied the Market Multiples and the Regression valuation methodologies.

(i) Market Multiples

In performing such analysis, Lazard conducted a comparative evaluation of the Companies against four Italian retail banking sector peers for BBPM (the “BBPM Selected Companies”) and, with respect to UniCredit, nine leading players in the European banking sector (the “UniCredit Selected Companies”). Although none of the selected peers is directly comparable to the Companies, the banks included are publicly traded companies with operations and/or other criteria, such as lines of business, markets, business risks, geographic exposure, maturity of business and size and scale of business, that for purposes of analysis Lazard considered generally relevant in evaluating the business of the Companies. Based on equity analysts’ estimates and other public information, Lazard reviewed, among other things, the equity value of each selected comparable company as a multiple of such comparable company’s projected net income. Specifically, for each of the BBPM Selected Companies and UniCredit Selected Companies, Lazard calculated the trading multiples implied by the official share prices of the peers as of April 22, 2025 and their estimated adjusted earnings for 2026 and 2027. Subsequently, Lazard applied a range of respective trading multiples derived from this analysis to the 2026 and 2027 net income adjusted of each of the Companies.

Based on such analysis, the resulting exchange ratio ranges from 0.212x to 0.286x.

(ii) *Regression*

Given the correlation existing between profitability and market valuations in terms of multiples based on certain balance sheet metrics, Lazard performed regression analyses between the Price/Tangible Book Value (“P/TBV”) multiple and the Return on Average Tangible Book Value (“RoATE”). To enhance the statistical significance of the regression, the peer group utilized for the analyses includes the combined set of peers of both Companies. Based on equity analysts’ estimates and other public information, Lazard conducted regression analyses that examined the P/TBV multiples for 2025 and 2026 of the peer sample relative to their respective RoATE for 2026 and 2027. Lazard then applied the 2026 and 2027 RoATE values for each of the Companies to the regression lines resulting from the statistical analysis of the sample, thus deriving the implied P/TBV multiples for 2025 and 2026 for the Companies; these multiples were applied to their tangible equity values for 2025 and 2026 to establish indicative valuation ranges.

Based on such analysis, the resulting exchange ratio ranges from 0.205x to 0.239x.

Critical Issues and Limitations

In carrying out our financial analyses and valuations, certain critical issues and limitations have been identified, including the following. Any changes or differences in respect of such critical issues and limitations or the assumptions relating thereto could have an impact, even significant, on the results of our analyses and valuations:

- (i) Possible changes in the macro-economic environment and any changes in the assumptions underlying the BBPM Financial Projections and UniCredit Forecasts could have an impact, which may also be material, on the results underlying the present opinion. In particular, the financial forecasts depend to a substantial degree on the macroeconomic and political conditions, the competitive environment in which BBPM and UCG operate, currencies and market evolution;
- (ii) A significant percentage of the value resulting from the application of the DDM is represented by the terminal value, which is highly sensitive to the assumptions made for key variables such as perpetual growth rate and target CET1 ratio, which variables are subjective and highly aleatory;
- (iii) Given the absence of a positive response by the European Central Bank and the European Banking Authority on the applicability of the so-called “Danish Compromise” in relation to the acquisition of Anima Holding S.p.A., all valuation analyses do not factor in any benefits from its potential future applicability;
- (iv) With respect to the Analysis of Comparable Companies, the reliability of this methodology is limited by a number of factors, including that the number of comparable companies is limited and their business model, product portfolio, size as well as their geographical exposure differ from those of the Companies, as well as among the comparable companies themselves;
- (v) The current market performance of the Companies and of the peers is characterized by a high volatility, also due to the complexity of the current macroeconomic and political scenario as well as the ongoing turbulence in financial markets.

* * *

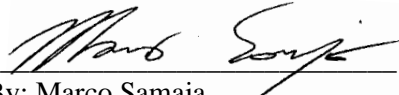
This opinion is confidential and may not be disclosed, referred to or communicated (in whole or in part) to any third party for any purpose whatsoever without our prior written authorization, except that this opinion may be attached to and published with the Company's statement issued in accordance with article 39 of the Issuers' Regulation in connection with the Offer.

This opinion is issued in the English language, and if any translations of this opinion may be delivered, they are provided only for ease of reference, have no legal effect and we make no representation as to (and accept no liability in respect of) the accuracy of any such translation. This opinion shall be governed and construed in accordance with Italian law.


Based on and subject to the foregoing, we are of the opinion, as of the date hereof, that the Exchange Ratio in connection with the Offer is inadequate, from a financial point of view to the holders of the BBPM Shares (other than the Offeror, any person acting in concert with the Offeror or any of their respective affiliates).

Very truly yours,

Lazard S.r.l.



By: Marco Samaja



By: Michele Marocchino