

IL PRESENTE DOCUMENTO NON DEVE ESSERE DIVULGATO, PUBBLICATO O DISTRIBUITO, IN TUTTO O IN PARTE, DIRETTAMENTE O INDIRETTAMENTE, NEGLI STATI UNITI D'AMERICA, IN AUSTRALIA, IN CANADA O IN GIAPPONE (O IN ALTRI PAESI IN CUI LA SUA DIVULGAZIONE, PUBBLICAZIONE O DISTRIBUZIONE COSTITUISCA UNA VIOLAZIONE DELLE LEGGI O REGOLAMENTAZIONI APPLICABILI IN TALE GIURISDIZIONE). LE INFORMAZIONI FORNITE IN QUESTO DOCUMENTO NON COSTITUISCONO UN'OFFERTA DI VENDITA DI STRUMENTI FINANZIARI O UNA SOLLECITAZIONE DI UN'OFFERTA DI ACQUISTO DI ALCUNO STRUMENTO FINANZIARIO NEGLI STATI UNITI D'AMERICA, NEGLI ALTRI PAESI O IN QUALSIASI ALTRA GIURISDIZIONE IN CUI TALE OFFERTA O SOLLECITAZIONE NON SIA AUTORIZZATA OVVERO AD ALCUNA PERSONA A CUI NON SIA CONSENTITO DALLA LEGGE FARE TALE OFFERTA O SOLLECITAZIONE.

NOT FOR RELEASE, PUBLICATION OR DISTRIBUTION, IN WHOLE OR IN PART, DIRECTLY OR INDIRECTLY IN USA, AUSTRALIA, CANADA OR JAPAN (OR IN ANY OTHER COUNTRIES, INTO OR FROM ANY JURISDICTION WHERE TO DO SO WOULD CONSTITUTE A VIOLATION OF THE RELEVANT LAWS OR REGULATIONS OF SUCH JURISDICTION). THE INFORMATION PROVIDED IN THIS DOCUMENT DOES NOT CONSTITUTE AN OFFER TO SELL ANY SECURITIES OR A SOLICITATION OF AN OFFER TO BUY ANY SECURITIES IN THE UNITED STATES OF AMERICA, ANY OTHER COUNTRY OR ANY OTHER JURISDICTION IN WHICH SUCH AN OFFER OR SOLICITATION IS NOT AUTHORIZED OR TO ANY PERSON TO WHOM IT IS NOT LAWFUL TO MAKE SUCH AN OFFER OR SOLICITATION.



UniCredit S.p.A.

Relazione ai sensi dell'articolo 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile con riferimento a massime n. 1.515.182.126 azioni ordinarie di Banco BPM S.p.A. oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da UniCredit S.p.A. in data 25 novembre 2024, ai sensi e per gli effetti degli articoli 102 e 106, comma 4, del D.Lgs 24 febbraio 1998 n. 58 come successivamente modificato

Indice

1.	Premessa.....	3
1.1	Contesto di riferimento	3
1.2	Natura e finalità dell’incarico.....	4
1.3	Motivazioni e razionali dell’Offerta.....	4
1.4	Data di riferimento	6
1.5	Documentazione utilizzata.....	6
1.6	Presupposti e limiti	8
1.7	Attività svolta.....	10
1.8	Restrizioni all’uso della Relazione	11
1.9	Difficoltà di valutazione incontrate.....	11
2.	Descrizione dei beni oggetto di conferimento	12
2.1	Identificazione della società conferitaria.....	12
2.2	Oggetto del conferimento	12
3.	Banco BPM	13
3.1	Profilo.....	13
3.2	Offerta Anima	14
3.3	Situazione patrimoniale.....	16
3.4	Situazione economica	19
3.5	Dati Prospettici	22
4.	Approccio valutativo e descrizione dei metodi di valutazione	24
4.1	I criteri di valutazione.....	24
4.2	Scelta dell’approccio valutativo	25
4.3	Metodo delle Quotazioni di Borsa.....	27
4.4	Il metodo dei <i>Target Price</i>	28
4.5	Il metodo dei Multipli di Borsa	28
4.6	Analisi di Regressione Lineare.....	29
4.7	<i>Dividend Discount Model</i>	30
5.	Conclusioni	33

1. Premessa

1.1 Contesto di riferimento

In data 25 novembre 2024, UniCredit S.p.A. (“**UniCredit**” o “**Offerente**”) ha comunicato, ai sensi e per gli effetti dell’art. 102, comma 1, del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato (“**TUF**”), nonché dell’art. 37 del regolamento di attuazione del TUF adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato (“**Regolamento Emittenti**”), di aver assunto - in data 24 novembre 2024 - la decisione di promuovere un’offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF (“**Offerta**”), avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM S.p.A. (“**Emittente**” o “**Banco BPM**”) ammesse alla negoziazione su Euronext Milan, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (“**Borsa Italiana**”), ivi incluse le azioni proprie detenute dall’Emittente (complessivamente il “**Comunicato**”).

Pertanto, come precisato dall’Offerente, l’Offerta ha ad oggetto un massimo di n. 1.515.182.126 azioni dell’Emittente (“**Azioni Banco BPM**”) rappresentative del 100% del capitale sociale di Banco BPM alla data di presentazione dell’Offerta.

Come riportato nella Bozza della Relazione degli Amministratori (come *infra* definito), per ciascuna azione di Banco BPM portata in adesione all’Offerta, UniCredit offrirà un corrispettivo unitario rappresentato da n. 0,175 azioni ordinarie dell’Offerente di nuova emissione (“**Corrispettivo**”), fatti salvi eventuali aggiustamenti consentiti (allo stato previsti con riferimento all’eventuale distribuzione ordinaria o straordinaria di dividendi prelevati da utili e/o altre riserve ovvero all’approvazione o esecuzione da parte di Banco BPM di operazioni sul proprio capitale sociale). Pertanto, come già rilevato nel Comunicato, per ogni n. 1.000 (mille) azioni di Banco BPM portate in adesione all’Offerta saranno corrisposte n. 175 (centosettantacinque) azioni UniCredit.

In tale contesto, in data 24 novembre 2024, il Consiglio di Amministrazione di UniCredit ha deliberato di sottoporre all’assemblea straordinaria dei soci dell’Offerente la proposta di delegare all’organo amministrativo, ai sensi dell’art. 2443 del Codice Civile (“**Delega**”), l’aumento del capitale sociale a servizio dell’Offerta, in via scindibile e anche in più *tranches*, da liberarsi mediante (e a fronte del) conferimento in natura delle Azioni Banco BPM portate in adesione all’Offerta (“**Conferimento**”) - o comunque conferite in UniCredit 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, del Codice Civile (“**Aumento di Capitale**”).

Il Consiglio di Amministrazione dell’Offerente ha altresì deliberato, ai sensi dell’art. 2440, comma 2, del Codice Civile, di avvalersi della disciplina di cui agli artt. 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile per la stima del valore delle Azioni dell’Emittente oggetto di Conferimento.

1.2 Natura e finalità dell'incarico

Nel contesto sopra descritto, UniCredit ha incaricato EY Advisory S.p.A. ("EY") di rilasciare la relazione di stima ai sensi dell'art. 2343-ter, lettera b), del Codice Civile con riferimento al valore delle massime n. 1.515.182.126 Azioni Banco BPM oggetto di possibile Conferimento nell'ambito dell'Offerta annunciata in data 25 novembre 2024.

Oggetto della presente relazione ("**Relazione**") sono n. 1.515.182.126 azioni ordinarie dell'Emittente (incluse le azioni proprie), oggetto dell'Offerta e costituenti, alla data odierna, l'intero capitale sociale di Banco BPM.

L'oggetto della presente Relazione è pertanto rappresentato dal numero totale di azioni che, complessivamente considerate, costituiscono l'intero capitale sociale di Banco BPM e non dalla singola azione.

Le nostre analisi valutative sono state svolte esclusivamente sulla base di informazioni pubblicamente disponibili, facendo riferimento alla situazione economica e patrimoniale di Banco BPM al 31 dicembre 2024, approvata dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 11 febbraio 2025 e comunicata al mercato in data 12 febbraio 2025.

Esula dall'oggetto del nostro incarico qualsivoglia considerazione in merito (i) alla determinazione del Corrispettivo e (ii) al prezzo di emissione delle azioni UniCredit a servizio dell'Offerta.

Esula altresì dall'oggetto del nostro incarico qualsiasi considerazione in merito alla convenienza strategica, economica e finanziaria della prospettata operazione ed alle sue modalità realizzative. La presente Relazione non può costituire in alcun modo una raccomandazione ad aderire o meno all'Offerta stessa.

1.3 Motivazioni e razionali dell'Offerta

Come rappresentato dall'Offerente, l'Offerta è finalizzata a rafforzare ulteriormente il ruolo di UniCredit quale primario gruppo bancario pan-europeo, posizionato fra le banche *leader* in Italia, Germania, Austria ed Europa centro-orientale.

L'operazione fornisce al Gruppo UniCredit un'opportunità di aggregazione con un solido operatore nel settore bancario e finanziario italiano, permettendo di realizzare appieno il potenziale del Gruppo Banco BPM e del Gruppo UniCredit in Italia e nell'Unione Europea, rafforzando un solido operatore pan-europeo che avrà le dimensioni e le risorse idonee a supportare in maniera ancora più efficace l'economia italiana ed europea e a creare valore sostenibile a vantaggio di tutti gli *stakeholder*.

Come rappresentato dall'Offerente, dal punto di vista strategico l'operazione consentirebbe a UniCredit di rafforzare significativamente il proprio *franchise* in Italia, ampliando la propria presenza territoriale, in particolare nel nord del Paese,

consolidando la quota di mercato per numero di filiali nel nord Italia, con un incremento della quota complessiva di mercato nazionale, sia in termini di crediti alla clientela sia di depositi, migliorando la capillarità della distribuzione dei servizi prestati alla clientela. Inoltre, l'aggregazione consentirebbe a UniCredit di garantire ai circa 4 milioni di clienti di Banco BPM l'accesso diretto a una rete internazionale e a un'ampia gamma di prodotti e servizi avanzati, facendo leva sulle competenze e sulle risorse di una solida banca commerciale pan-europea.

In data 13 dicembre 2024, UniCredit ha comunicato al mercato di aver depositato, in pari data, presso la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ("**CONSOB**") ai sensi e per gli effetti dell'articolo 102, comma 3, del TUF, nonché dell'articolo 37-ter del Regolamento Emittenti, il documento di offerta ("**Documento di Offerta**"), destinato alla pubblicazione.

Come riportato nel Comunicato, l'Offerta è subordinata alle principali condizioni di seguito sintetizzate:

- ◇ La detenzione da parte di UniCredit ad esito dell'Offerta - per effetto delle adesioni alla stessa e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima - una partecipazione pari ad almeno il 66,67%. L'Offerente si riserva di rinunciare parzialmente a tale condizione purché la partecipazione che l'Offerente venga a detenere all'esito dell'Offerta sia comunque almeno pari al 50% del capitale sociale più 1 (una) azione dell'Emittente.
- ◇ La non modificazione da parte della società controllata dell'Emittente - Banco BPM Vita S.p.A. ("**Banco BPM Vita**") dei termini e delle condizioni dell'offerta pubblica di acquisto volontaria ex artt. 102, comma 1, e 106, comma 4, del TUF promossa in data 6 novembre 2024 in concerto con Banco BPM, sulla totalità delle azioni ordinarie di Anima Holding S.p.A. ("**Offerta Anima**").
- ◇ Nel periodo compreso tra la data del Comunicato e la data di consegna del Corrispettivo, l'Emittente non deliberi, compia, anche qualora deliberati precedentemente, né si impegni a compiere atti od operazioni:
 - Da cui possa derivare una significativa variazione - anche prospettica - del capitale, del patrimonio, della situazione economica, prudenziale e/o finanziaria e/o dell'attività di Banco BPM.
 - Che limitino la libertà operativa delle filiali e delle reti di collocamento di prodotti alla clientela.
 - Che siano comunque incoerenti con l'Offerta e le motivazioni industriali e commerciali sottostanti.
- ◇ L'Emittente e/o le sue società direttamente o indirettamente controllate e/o società collegate non deliberino e comunque non compiano, anche qualora deliberati prima della data del Comunicato, né si impegnino a compiere, atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'Offerta, ancorché i medesimi siano stati autorizzati dall'assemblea dei soci o siano decisi e posti in essere autonomamente dall'assemblea dei soci in sessione ordinaria o straordinaria e/o dagli organi di gestione delle società controllate e/o collegate

dell'Emittente.

- ◇ Il non verificarsi di 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.
- ◇ Non si siano verificati circostanze o eventi straordinari a livello nazionale e/o internazionale 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); e non siano emersi fatti o situazioni relativi all'Emittente (e/o delle sue società controllate e/o collegate), non noti al mercato alla data del Comunicato, che abbiano l'effetto di modificare in modo pregiudizievole l'attività dell'Emittente (e/o delle sue società controllate e/o collegate) e/o la sua situazione finanziaria, patrimoniale, economica o reddituale (e/o delle sue società controllate e/o collegate).

L'Offerta risulta altresì condizionata all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte delle competenti Autorità, così come illustrato dall'Offerente al paragrafo 1.4 e 1.5 del Comunicato.

1.4 Data di riferimento

La presente Relazione fa riferimento alla situazione economica e patrimoniale di Banco BPM al 31 dicembre 2024, approvata dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 11 febbraio 2025 e comunicata al mercato in data 12 febbraio 2025.

I parametri di mercato - ove applicabile in relazione alle specifiche metodologie valutative adottate - sono stati aggiornati in prossimità della data di emissione della presente Relazione.

1.5 Documentazione utilizzata

Il nostro lavoro si è basato esclusivamente su dati, informazioni e documenti pubblicamente disponibili e in particolare:

- ◇ Comunicato a sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti divulgato alla comunità finanziaria da Banco BPM Vita in data 6 novembre 2024 relativo all'Offerta Anima.
- ◇ Comunicato a sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti divulgato alla comunità finanziaria dall'Offerente in data 25 novembre 2024 relativo all'Offerta di UniCredit.
- ◇ Comunicato divulgato alla comunità finanziaria dall'Emittente in data 26 novembre 2024 in merito all'Offerta di UniCredit.
- ◇ Comunicato ai sensi dell'art. 37-ter, comma 3, del Regolamento Emittenti divulgato

alla comunità finanziaria dall'Offerente in data 13 dicembre 2024.

- ◇ Comunicato ai sensi dell'art. 41, comma 2, del Regolamento Emittenti divulgato alla comunità finanziaria dall'Offerente in data 24 dicembre 2024.
- ◇ Comunicato divulgato alla comunità finanziaria dall'Emittente in data 11 dicembre 2024 in merito ai requisiti patrimoniali fissati dalla BCE per il 2025.
- ◇ Comunicato su richiesta della CONSOB divulgato alla comunità finanziaria dall'Emittente in data 24 gennaio 2025.
- ◇ Comunicato su richiesta della CONSOB divulgato alla comunità finanziaria dall'Offerente in data 27 gennaio 2025.
- ◇ Comunicato divulgato alla comunità finanziaria dall'Emittente in data 27 gennaio 2025.
- ◇ Relazione finanziaria annuale consolidata e individuale di Banco BPM al 31 dicembre 2023 assoggettata a revisione contabile completa da parte di PricewaterhouseCoopers S.p.A. che ha emesso la propria relazione in data 19 marzo 2024.
- ◇ Relazione finanziaria semestrale consolidata di Banco BPM al 30 giugno 2024 assoggettata a revisione contabile limitata da parte di PricewaterhouseCoopers S.p.A. che ha emesso la propria relazione in data 8 agosto 2024.
- ◇ Presentazione dei risultati consolidati di Banco BPM al 30 settembre 2024.
- ◇ Comunicato divulgato alla comunità finanziaria dall'Emittente in data 12 febbraio 2025 inclusivo (i) della presentazione dei risultati 2024 di Banco BPM e degli schemi economici e patrimoniali consolidati al 31 dicembre 2024 e (ii) dell'aggiornamento del piano strategico.
- ◇ Documento dal titolo "*Group FY2024 Results and Strategic Plan update*" divulgato alla comunità finanziaria dall'Emittente in data 12 febbraio 2025 e riportante la presentazione dei risultati 2024 e l'aggiornamento del piano strategico.
- ◇ Comunicato divulgato alla comunità finanziaria dall'Emittente in data 12 febbraio 2025 in relazione all'Offerta Anima.
- ◇ Avviso di convocazione dell'assemblea dei soci di Banco BPM per il 28 febbraio 2025 e relativa relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione.
- ◇ Bozza della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di UniCredit ("**Bozza della Relazione degli Amministratori**") relativa alla proposta di attribuzione della Delega al Consiglio di Amministrazione in merito all'Aumento di Capitale da liberarsi a fronte del Conferimento.
- ◇ Altre informazioni pubblicamente disponibili relative a Banco BPM e al settore di riferimento (quotazioni di mercato, andamento indici di volatilità, multipli, tassi di interesse, report di analisti, ecc.).

1.6 Presupposti e limiti

Relativamente ai presupposti ed ai limiti nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- ◇ Le analisi e le considerazioni riportate nella presente Relazione si sono basate esclusivamente su dati, informazioni e documenti pubblicamente disponibili in merito a Banco BPM, senza avere accesso al *management* e a informazioni private dell'Emittente. Non assumiamo alcuna responsabilità in merito alla completezza, correttezza e accuratezza di tali dati, informazioni e documenti, che sono stati da noi analizzati in termini di complessiva coerenza nell'ambito dell'applicazione delle metodologie valutative adottate.
- ◇ La situazione economica e patrimoniale di riferimento adottata è quella al 31 dicembre 2024, comunicata al mercato dall'Emittente in data 12 febbraio 2025. Nell'ambito del presente incarico è stato assunto che la relazione di revisione legale esprima un giudizio positivo su tale situazione patrimoniale, senza eccezioni e rilievi e comunque senza alcuna osservazione che possa incidere sulla consistenza patrimoniale dell'Emittente e sulle sue prospettive reddituali.
- ◇ Le attività oggetto dell'incarico conferitoci non hanno previsto lo svolgimento di procedure di verifica, controllo, *due diligence* o revisione contabile come definite dagli statuti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, non viene espresso alcun parere né alcuna altra forma di giudizio sulla situazione economica e patrimoniale di Banco BPM, attuale e/o prospettica, o su qualsiasi altra informazione pubblicamente disponibile relativa all'Emittente adottata nell'ambito della predisposizione della presente Relazione.
- ◇ Ai fini delle presenti analisi, Banco BPM è stata considerata nelle sue condizioni attuali e di ordinario funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale. In particolare, coerentemente con la prassi in operazioni analoghe, le presenti considerazioni valutative sono state svolte in ottica "*stand-alone*", senza, pertanto, tener conto degli effetti (sinergie e/o costi di integrazione e/o eventuali altri effetti) derivanti dalla prospettata operazione.
- ◇ Oggetto della presente Relazione è rappresentato dalla stima del valore del numero totale di azioni che, complessivamente considerate, costituiscono l'intero capitale sociale di Banco BPM e non della singola azione. L'Offerta promossa da UniCredit è infatti volta all'acquisizione della totalità del capitale sociale dell'Emittente. In tale ambito, laddove applicabile in funzione delle specifiche metodologie valutative adottate, la prospettiva valutativa *stand alone* è stata integrata con la considerazione di un premio di controllo alla luce delle evidenze empiriche in operazioni similari.
- ◇ Come descritto, Banco BPM è stata considerata nelle sue condizioni attuali e pertanto le nostre analisi valutative hanno assunto che Banco BPM non approvi o dia corso ad alcuna operazione sul proprio capitale sociale (ad esempio aumenti di capitale) e/o sulle azioni (ad esempio accorpamento o annullamento di azioni).
- ◇ L'attività oggetto del presente incarico sottende considerazioni di carattere

valutativo. Per sua natura, il lavoro di valutazione non può essere considerato come una scienza esatta e le conclusioni a cui esso perviene in molti casi sono soggettive e dipendono da giudizi e opinioni personali. Non è pertanto possibile considerare il valore individuato come unico ed inconfutabile. Anche se le considerazioni da noi espresse si basano su metodi e tecniche che riteniamo appropriate ai fini dell'incarico conferitoci, non possiamo dare la certezza che tali considerazioni siano accettabili per qualsivoglia altro soggetto terzo.

- ◇ In funzione dell'applicazione delle metodologie valutative adottate, ove applicabile il nostro lavoro è stato sviluppato tenendo anche conto sia (i) dei dati prospettici riportati nell'aggiornamento del piano strategico di Banco BPM ("**Dati Prospettici**") approvati dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 11 febbraio 2025 e divulgati alla comunità finanziaria in data 12 febbraio 2025, che (ii) delle attese espresse dal *consensus* riportato negli studi degli analisti di mercato sul titolo Banco BPM. Nell'ambito dello sviluppo di considerazioni valutative - in generale - l'informazione di natura prospettica assume particolare rilevanza. I dati prospettici presentano, per loro natura, ineliminabili profili di incertezza e aleatorietà e si basano su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni manageriali che non necessariamente si verificheranno. Nell'ambito delle nostre analisi abbiamo assunto che tali dati prospettici osservati rappresentino una ragionevole aspettativa in merito all'andamento economico, patrimoniale e finanziario dell'Emittente. Qualora i risultati dovessero manifestarsi in misura e/o con tempistiche differenti da quanto elaborato nelle stime prospettiche, i risultati delle analisi riportate nella presente Relazione potrebbero subire modifiche anche sostanziali.
- ◇ Nello svolgimento del nostro incarico non abbiamo preparato, assemblato, formulato, sviluppato o elaborato i dati o le ipotesi alla base dei dati prospettici o utilizzati per la loro predisposizione. Nell'ambito del nostro lavoro, non abbiamo identificato, analizzato, considerato o commentato condizioni macroeconomiche o geopolitiche, eventi o circostanze che potrebbero avere un impatto sui dati prospettici. Non ci assumiamo, pertanto, alcuna responsabilità per il raggiungimento dei risultati previsti.
- ◇ L'applicazione dei metodi valutativi adottati ha comportato anche l'utilizzo di parametri di mercato (tassi di interesse, prezzi di borsa, coefficienti di volatilità, multipli, ecc.). Tali elementi, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative e di carattere speculativo, in relazione a variazioni - anche su orizzonti temporali limitati - dello scenario macroeconomico di riferimento e dei mercati finanziari. Non si può escludere che gli elementi di incertezza legati al perdurare dei conflitti e delle tensioni geo-politiche in corso possano avere impatti, anche significativi, sullo scenario di riferimento e sulle presenti considerazioni valutative.
- ◇ La presente Relazione non è finalizzata ad esprimere alcun giudizio sul valore delle azioni UniCredit, sul Corrispettivo previsto nell'Offerta e sul prezzo di emissione delle azioni dell'Offerente a servizio del Conferimento.
- ◇ Non esprimiamo alcun giudizio, parere, aspettativa o commento in relazione all'esito delle autorizzazioni, delle condizioni e dei procedimenti in corso connessi

all'Offerta Anima e all'Offerta di UniCredit.

- ◇ I risultati della presente Relazione, ferma la loro valenza ai sensi dall'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, non potranno essere in alcun modo considerati come una promessa o un'assicurazione sulla consistenza patrimoniale o sulle prospettive future dell'Emittente.
- ◇ Abbiamo ottenuto da UniCredit l'attestazione in merito alla presa d'atto dei presupposti e limiti qui indicati, nonché la conferma che, per quanto a conoscenza dell'Offerente, alla data di emissione della presente Relazione non sono intervenuti fatti o circostanze che possano modificare significativamente la base informativa fornitaci.
- ◇ Le tabelle e i valori inclusi nel presente documento possono contenere arrotondamenti. Eventuali incongruenze e/o difformità tra i dati riportati in varie parti della presente Relazione sono conseguenza di tali arrotondamenti.

1.7 Attività svolta

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti attività principali:

- ◇ Analisi del contesto di riferimento, esplicitazione delle finalità della stima e definizione della configurazione di valore ricercata.
- ◇ Raccolta della base informativa pubblicamente disponibile.
- ◇ Analisi della base informativa raccolta.
- ◇ Sviluppo dell'analisi fondamentale dell'Emittente: attività svolta, struttura economica e patrimoniale, modello operativo e contesto di mercato di riferimento.
- ◇ Identificazione dei principali *driver* del valore in funzione dello specifico contesto di riferimento.
- ◇ Definizione dell'approccio valutativo e delle metodologie in grado di cogliere i *driver* del valore identificati, tenuto conto delle finalità del nostro incarico, delle indicazioni della prevalente dottrina in materia, della prassi in operazioni similari e della base informativa disponibile.
- ◇ Determinazione delle variabili necessarie all'applicazione dei metodi di valutazione adottati e costruzione e implementazione dei modelli valutativi.
- ◇ Sviluppo di analisi di sensitività al fine di apprezzare la variabilità dei risultati al variare dei principali parametri.
- ◇ Analisi del complessivo quadro dei risultati ottenuti.
- ◇ Definizione di una sintesi valutativa.
- ◇ Predisposizione della presente Relazione.

1.8 Restrizioni all'uso della Relazione

La presente Relazione e i contenuti nella stessa riportati non potranno essere utilizzati per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo 1.2 "Natura e finalità dell'incarico" e previste dall'art. 2343-ter del Codice Civile.

EY non accetta alcuna responsabilità per qualsivoglia danno o perdita derivante dall'utilizzo non autorizzato o improprio della presente Relazione.

1.9 Difficoltà di valutazione incontrate

In merito alle difficoltà incontrate nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto di seguito riportato.

- ◇ Le considerazioni valutative sono state sviluppate esclusivamente sulla base di informazioni pubblicamente disponibili in merito a Banco BPM, senza avere accesso al *management* dell'Emittente. Non si può escludere che l'eventuale accesso a informazioni non pubblicamente disponibili dell'Emittente - a parità di altre condizioni - avrebbe potuto avere un impatto, anche significativo, sulle analisi e le considerazioni riportate nella presente Relazione.
- ◇ Le considerazioni valutative - in funzione delle specifiche modalità applicative delle metodologie adottate - sono state sviluppate anche sulla base di previsioni in merito al futuro andamento economico e patrimoniale dell'Emittente e di quotazioni di borsa e parametri di mercato che presentano, per loro natura, profili di incertezza e variabilità, anche di carattere speculativo.

Inoltre, l'attuale contesto risulta contraddistinto, da un lato, da forti tensioni internazionali dovute al perdurare dei conflitti in atto e alle incertezze del quadro geopolitico, dall'altro, dall'annuncio di importanti operazioni di consolidamento e riassetto del settore bancario italiano. L'evoluzione di tale contesto non è ad oggi prevedibile e non sono di conseguenza stimabili le ripercussioni di natura economica, finanziaria, politica e sociale che potrebbero avere un impatto e modificare, anche in modo significativo, i dati e i parametri adottati ai fini delle presenti analisi, nonché le conclusioni riportate nella presente Relazione.

- ◇ Ciascuna metodologia valutativa adottata ai fini dello svolgimento delle presenti considerazioni è contraddistinta da limiti propri in funzione delle sue specifiche caratteristiche. Inoltre, metodi di mercato - applicati con riferimento a specifici momenti di osservazione - sottendono una base informativa pubblica differente rispetto a quella resa disponibile successivamente. Peraltro, l'adozione di un approccio valutativo integrato, in linea con le indicazioni della prassi e della migliore dottrina, ha consentito di sottoporre a verifica sostanziale i risultati derivanti dall'applicazione dei metodi singolarmente considerati e maturare un giudizio di valore sulla base del quadro complessivo dei risultati ottenuti.

2. Descrizione dei beni oggetto di conferimento

2.1 Identificazione della società conferitaria

La società conferitaria, UniCredit S.p.A., ha sede sociale in Piazza Gae Aulenti, n. 3 - Tower A - 20154 Milano, iscrizione al Registro delle Imprese di Milano-Monza-Brianza-Lodi, Codice Fiscale e P. IVA n. 00348170101, iscritta all'Albo delle Banche al n. 5729.

2.2 Oggetto del conferimento

Nell'ambito dell'Offerta in esame, l'oggetto del Conferimento è rappresentato dalle massime n. 1.515.182.126 Azioni Banco BPM - costituenti l'intero capitale sociale dell'Emittente, incluse le azioni proprie - negoziate su Euronext Milan, mercato regolamentato, organizzato e gestito da Borsa Italiana.

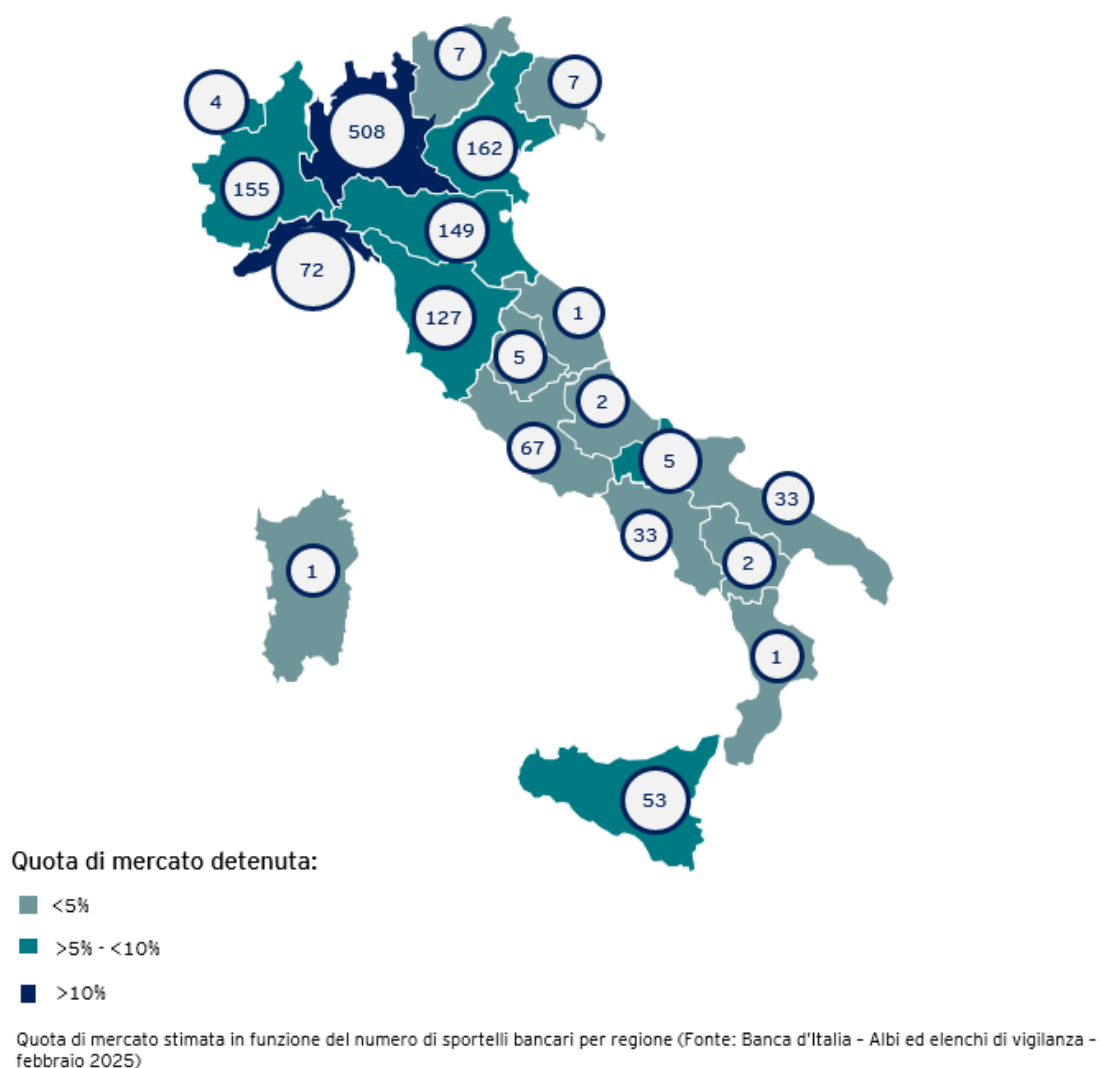
Banco BPM S.p.A. ha sede sociale in Piazza F. Meda, n. 4 e sede amministrativa a Verona, Piazza Nogara, n. 2, iscrizione al Registro delle Imprese di Milano-Monza-Brianza-Lodi e Codice Fiscale n. 09722490969, appartenente al gruppo Iva Banco BPM con P. IVA n. 10537050964, iscritta all'Albo delle Banche al n. 8065.

3. Banco BPM

3.1 Profilo

L'Emittente è la capogruppo del Gruppo Banco BPM costituito nel 2017 a seguito della fusione di due banche popolari, Banco Popolare e Banca Popolare di Milano, trasformatesi in società per azioni.

L'Emittente conta circa 4 milioni di clienti e opera attraverso oltre 20 mila dipendenti e una rete di circa 1.400 sportelli, con una radicata presenza nelle regioni settentrionali italiane.



Sulla base di quanto pubblicato dalla CONSOB, l'azionariato dell'Emittente conta i seguenti principali azionisti:

- ◇ Credit Agricole SA con una quota pari al 9,904%.
- ◇ JPMorgan Chase & Co. con una quota pari al 3,057%.
- ◇ Blackrock Inc., anche attraverso società dalla stessa controllate, con una quota complessivamente pari al 5,037%.

È inoltre in essere un patto parasociale tra i seguenti azionisti: 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 Ingegneri ed Architetti Liberi Professionisti e Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense. Il patto rappresenta un accordo di consultazione avente ad oggetto complessive n. 98.625.433 azioni ordinarie di Banco BPM, rappresentative del 6,50% del capitale sociale.

3.2 Offerta Anima

In data 6 novembre 2024, Banco BPM Vita, in concerto con la controllante Banco BPM, ha promosso l'Offerta Anima, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Anima Holding S.p.A. ("Anima").

Anima - società con azioni ammesse alla negoziazione sul mercato Euronext Milan - rappresenta la capogruppo del maggior gruppo indipendente del risparmio gestito in Italia per volumi gestiti. Nel corso degli ultimi due esercizi, il perimetro del Gruppo Anima si è incrementato anche in funzione delle acquisizioni di Castello SGR S.p.A. e Kairos Partners SGR S.p.A..

Sulla base di quanto pubblicato dalla CONSOB, l'azionariato di Anima conta i seguenti principali azionisti:

- ◇ Banco BPM con una quota pari al 20,622%.
- ◇ Poste Italiane S.p.A. con una quota pari 10,324%.
- ◇ FSI SGR S.p.A. per il tramite di FSI Holding 2 S.r.l., con una quota del 9,0%.
- ◇ Francesco Gaetano Caltagirone, attraverso società dallo stesso controllate, con una quota complessivamente pari al 5,292%.

Sulla base dei risultati consolidati comunicati al mercato in data 5 febbraio 2025, al 31 dicembre 2024 le masse complessivamente amministrate e gestite da Anima risultano complessivamente pari a Euro 204,2 miliardi. Nel corso dell'esercizio il Gruppo Anima ha registrato un margine di intermediazione pari a Euro 544 milioni, costi operativi complessivamente pari a Euro 221 milioni e un utile netto complessivamente pari a Euro 228 milioni, in aumento di circa il 53% rispetto al precedente esercizio. Nell'ambito della comunicazione dei risultati al 31 dicembre 2024, il Consiglio di Amministrazione di Anima ha inoltre annunciato di voler proporre

all'assemblea dei soci un dividendo unitario pari a Euro 0,45 per azione.

L'Offerta Anima - così come comunicato da Banco BPM Vita - è finalizzata a rafforzare il modello di *business* della società offerente che sarà trasformata in una delle principali fabbriche prodotte italiane integrate *life insurance* e *asset management*.

In tale contesto, il corrispettivo (*cum dividend*) riconosciuto da Banco BPM Vita è complessivamente pari a Euro 6,20 per ciascuna azione Anima portata in adesione.

Come comunicato da Banco BPM Vita, l'Offerta Anima è subordinata alle condizioni principali di seguito sintetizzate:

- ◇ Il raggiungimento di una soglia di adesione tale da consentire all'offerente di detenere una partecipazione pari ad almeno il 66,67%, comprensiva delle azioni attualmente detenute da Banco BPM.
- ◇ L'ottenimento delle necessarie autorizzazioni.
- ◇ Il positivo riscontro da parte della Banca Centrale Europea in merito all'applicabilità del regime prudenziale noto come c.d. "*Danish Compromise*" di cui all'art. 49 del Regolamento (UE) 575/2013 e in particolare il fatto che Banco BPM possa non dedurre dai fondi propri, individuali e consolidati, la partecipazione in Anima e/o nelle società da questa controllate, unitamente al relativo *goodwill* e alle altre attività intangibili generate nell'ambito dell'Offerta.
- ◇ Il mancato compimento o impegno a compiere da parte di Anima (anche attraverso società direttamente o indirettamente controllata o collegata) di atti od operazioni da cui possa derivare una significativa variazione, anche prospettica, del capitale, del patrimonio, della situazione economica e finanziaria e/o dell'attività di Anima o che siano comunque incoerenti con l'Offerta e le motivazioni industriali e commerciali sottostanti.

In data 12 febbraio 2025, il Consiglio di Amministrazione di Banco BPM ha approvato all'unanimità la convocazione dell'assemblea per il giorno 28 febbraio 2025 al fine di deliberare sull'autorizzazione: (i) all'incremento a Euro 7,00 (*cum dividend*) del corrispettivo offerto nell'ambito dell'Offerta Anima e (ii) la facoltà di rinunciare, in tutto o in parte, a una o più delle condizioni di efficacia dell'offerta non ancora soddisfatte, tra le quali il raggiungimento della soglia del 66,67% del capitale sociale di Anima e il positivo riscontro in merito al "*Danish Compromise*".

3.3 Situazione patrimoniale

Di seguito si riporta la situazione patrimoniale gestionale consolidata di Banco BPM al 31 dicembre 2024, posta a confronto con la situazione al 31 dicembre 2023.

Euro mln	31-dic-23	31-dic-24	Var. % 23 -24
Cassa e disponibilità liquide	18.297	12.125	(33,7%)
Finanziamenti valutati al costo ammortizzato	108.154	103.090	(4,7%)
- finanziamenti verso banche	4.142	3.362	(18,8%)
- finanziamenti verso clientela	104.013	99.727	(4,1%)
Altre attività finanziarie	45.120	51.301	13,7%
- al fair value con impatto a conto economico	7.392	9.319	26,1%
- al fair value con impatto sulla redditività complessiva	10.693	13.280	24,2%
- al costo ammortizzato	27.036	28.703	6,2%
Attività finanziarie di pertinenza delle imprese di assicurazione	15.345	16.690	8,8%
Partecipazioni	1.454	1.708	17,5%
Attività materiali	2.858	2.514	(12,0%)
Attività immateriali	1.253	1.257	0,3%
Attività fiscali	4.201	3.373	(19,7%)
Attività non correnti e gruppi di attività in dismissione	469	445	(5,2%)
Altre voci dell'attivo	4.946	5.708	15,4%
Totale dell'attivo	202.099	198.209	(1,9%)
Raccolta diretta bancaria	120.770	126.149	4,5%
- debiti verso clientela	101.862	102.757	0,9%
- titoli e altre passività finanziarie	18.908	23.392	23,7%
Raccolta diretta assicurativa e passività assicurative	15.041	16.215	7,8%
- passività finanziarie valutate al fair value delle imprese di assicurazione	2.800	3.332	19,0%
- passività assicurative	12.241	12.883	5,2%
Debiti verso banche	21.691	6.333	(70,8%)
Debiti verso leasing	671	646	(3,7%)
Altre passività finanziarie valutate al fair value	25.698	28.704	11,7%
Altre passività finanziarie delle imprese di assicurazione	73	56	(22,7%)
Fondi del passivo	895	989	10,5%
Passività fiscali	454	472	3,9%
Passività associate ad attività in dismissione	212	1	(99,4%)
Altre voci del passivo	2.557	4.041	58,0%
Patrimonio netto consolidato	14.038	14.604	4,0%
Patrimonio di pertinenza di terzi	0,1	0,1	1,5%
Patrimonio netto del Gruppo	14.038	14.604	4,0%
TOTALE PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO	202.099	198.209	(1,9%)

Al 31 dicembre 2024, il totale dell'attivo di Banco BPM ammonta a Euro 198,2 miliardi, registrando un lieve decremento rispetto a quanto osservato con riferimento al 31 dicembre 2023 (Var. -1,9%). Il totale attivo è principalmente costituito da:

- ◇ Finanziamenti valutati al costo ammortizzato, pari a Euro 103,1 miliardi, in diminuzione del 4,7% rispetto all'esercizio precedente, costituiti per Euro 99,7 miliardi da finanziamenti netti verso la clientela, in diminuzione del 4,1% rispetto a quanto osservato al 31 dicembre 2023.

Con riferimento alla qualità del credito, al 31 dicembre 2024 Banco BPM registra un ammontare di esposizioni deteriorate nette pari a Euro 1,6 miliardi - in riduzione del 15,1% rispetto a quanto osservato al 31 dicembre 2023 - corrispondente ad un'incidenza sul totale dei finanziamenti a clientela pari all'1,6% (1,8% al 31 dicembre 2023). Con particolare riferimento alle sofferenze nette - pari a Euro 491 milioni - la loro incidenza sui finanziamenti netti risulta pari allo 0,5%, sostanzialmente in linea con quanto registrato al 31 dicembre 2023.

Il livello complessivo di copertura (*coverage*) dei crediti deteriorati al 31 dicembre 2024 risulta pari al 44,6%, in diminuzione rispetto al 50,4% registrato a fine 2023. Per quanto riguarda le sofferenze, invece, la loro copertura è passata dal 60,9% al 57,6%. Tale dinamica è coerente con le operazioni di *derisking* dell'attivo messe in atto da Banco BPM nel corso dell'esercizio.

- ◇ Attività finanziarie, passate da Euro 45,1 miliardi nel 2023 a Euro 51,3 miliardi al 31 dicembre 2024, con una variazione in aumento pari al 13,7%, principalmente in funzione dell'incremento osservato nelle attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico (Var. +26,1%) e nelle attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva (Var. +24,2%).
- ◇ Attività materiali pari a Euro 2,5 miliardi al 31 dicembre 2024, in diminuzione del 12,0% rispetto a quanto osservato al 31 dicembre 2023, per effetto degli ammortamenti di periodo.
- ◇ Attività immateriali pari a Euro 1,3 miliardi, sostanzialmente in linea con quanto registrato a fine 2023.
- ◇ Altre componenti dell'attivo per complessivi Euro 40,0 miliardi, costituiti principalmente da:
 - Cassa e disponibilità liquide pari a Euro 12,1 miliardi, in riduzione rispetto a Euro 18,3 miliardi a fine 2023.
 - Attività finanziarie di pertinenza delle imprese di assicurazione pari a Euro 16,7 miliardi, in aumento rispetto a Euro 15,3 miliardi a fine 2023.
 - Partecipazioni pari a Euro 1,7 miliardi, in aumento rispetto a Euro 1,5 miliardi a fine 2023.
 - Attività fiscali pari a Euro 3,4 miliardi, in diminuzione rispetto a Euro 4,2 miliardi a fine 2023.
 - Altre attività pari a Euro 5,7 miliardi, in aumento rispetto a Euro 5,0 miliardi a fine 2023.

Al 31 dicembre 2024, il totale delle passività di Banco BPM ammonta a Euro 183,6 miliardi, registrando un lieve decremento rispetto a quanto osservato con riferimento al 31 dicembre 2023 (Var. -2,4%). Il totale delle passività è principalmente costituito da:

- ◇ Raccolta diretta bancaria pari a Euro 126,1 miliardi, in aumento del 4,5% rispetto al 31 dicembre 2023, costituita principalmente da debiti verso la clientela per Euro 102,8 miliardi, sostanzialmente in linea con quanto osservato nell'esercizio precedente.
- ◇ Raccolta diretta assicurativa e passività assicurative pari a Euro 16,2 miliardi, in aumento del 7,8% rispetto a fine 2023.
- ◇ Altre passività finanziarie valutate al *fair value* pari a Euro 28,7 miliardi, in aumento dell'11,7% rispetto a fine 2023.
- ◇ Altre componenti del passivo per complessivi Euro 12,5 miliardi, costituiti principalmente da:
 - Debiti verso banche pari a Euro 6,3 miliardi, in riduzione rispetto a Euro 21,7 miliardi a fine 2023.
 - Fondi pari a Euro 989 milioni, in aumento rispetto a 895 milioni a fine 2023.
 - Passività fiscali pari a Euro 472 milioni, sostanzialmente in linea con quanto osservato a fine 2023.
 - Altre passività pari a Euro 4,0 miliardi, in aumento rispetto a Euro 2,6 miliardi a fine 2023.

Al 31 dicembre 2024, il patrimonio netto consolidato risulta pari a Euro 14,6 miliardi, in aumento del 4,0% rispetto a quanto osservato a fine 2023. In tale ambito, nel corso del 2024 la Banca ha distribuito dividendi a valere sull'utile 2023 pari a complessivi Euro 849 milioni, nonché un acconto dividendo a valere sull'utile 2024 pari a complessivi Euro 601 milioni distribuito nel corso del mese di novembre.

Al 31 dicembre 2024, il patrimonio di vigilanza risulta pari a Euro 12,5 miliardi, in aumento del 3,3% rispetto a fine 2023. Tale patrimonio è composto da capitale primario di classe 1 (*Common Equity Tier 1* o "CET1") per Euro 9,3 miliardi - comprensivo dell'utile di periodo al netto del dividendo pari a Euro 0,60 per azione che verrà proposto all'assemblea dei soci - da capitale *Additional Tier 1* ("AT1") per Euro 1,4 miliardi e da capitale secondario di classe 2 (*Tier 2* o "T2") per Euro 1,9 miliardi.

Le attività ponderate per il rischio (*Risk-Weighted Assets* o "RWA") sono pari a Euro 61,6 miliardi al 31 dicembre 2024, in diminuzione del 3,4% rispetto a quanto registrato a fine 2023. Di conseguenza, il CET1 *ratio* risulta pari al 15,0% rispetto al 14,2% alla fine del precedente esercizio.

Al 31 dicembre 2024, la raccolta indiretta si attesta a Euro 116,2 miliardi, in aumento del 9,4% rispetto a quanto registrato a fine 2023. In particolare, tale crescita è ascrivibile sia alla dinamica del comparto della raccolta gestita, attestatasi a Euro 66,1 miliardi rispetto a Euro 62,0 miliardi a fine 2023 (Var. +6,6%) e rappresentativa del

57% del totale della raccolta indiretta, sia alla dinamica della raccolta amministrata, pari a Euro 50,1 miliardi e in aumento del 13,3% rispetto al 31 dicembre 2023.

3.4 Situazione economica

Nel seguito si riporta la situazione economica gestionale consolidata di Banco BPM al 31 dicembre 2024, posta a confronto con i risultati osservati al 31 dicembre 2023.

Euro mln	31-dic-23	31-dic-24	Var. % 23 -24
Margine di interesse	3.289	3.440	4,6%
Risultato delle partecipazioni valutate a patrimonio netto	144	152	5,3%
Margine finanziario	3.433	3.592	4,6%
Commissioni nette	1.920	2.004	4,4%
Altri proventi netti di gestione	22	23	7,5%
Risultato netto finanziario	(79)	(9)	(88,8%)
Risultato dell'attività assicurativa	46	93	n.s.
Altri proventi operativi	1.908	2.112	10,7%
Proventi operativi	5.341	5.704	6,8%
Spese per il personale	(1.672)	(1.745)	4,4%
Altre spese amministrative	(652)	(645)	(1,2%)
Rettifiche di valore nette su attività materiali e immateriali	(247)	(266)	7,7%
Oneri operativi	(2.571)	(2.656)	3,3%
Risultato della gestione operativa	2.770	3.048	10,0%
Rettifiche nette su finanziamenti verso clientela	(559)	(461)	(17,4%)
Risultato della valutazione al <i>fair value</i> delle attività materiali	(147)	(55)	(62,8%)
Rettifiche nette su titoli ed altre attività finanziari	(2)	(9)	n.s.
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	(22)	(22)	0,0%
Utili/Perdite su partecipazioni ed investimenti	0	2	n.s.
Risultato lordo dell'operatività corrente	2.041	2.503	22,7%
Imposte sul reddito del periodo dell'operatività corrente	(605)	(790)	30,6%
Risultato netto dell'operatività corrente	1.436	1.714	19,3%
Oneri relativi al sistema bancario, al netto delle imposte	(127)	(71)	(43,9%)
Oneri relativi all'incentivazione al pensionamento	-	(142)	n.a.
Impatto Monetica, al netto delle imposte	-	493	n.a.
Impatto del riallineamento dei valori fiscali ai valori contabili	9	-	(100,0%)
Impatti Bancassurance, al netto delle imposte	(22)	2	n.s.
Impairment su partecipazioni	-	(42)	n.a.
Impatto della variazione del proprio merito creditizio sulle emissioni di certificates (OCR), al netto delle imposte	(3)	1	n.s.
Impatto della purchase price allocation (PPA), al netto delle imposte	(28)	(35)	23,1%
Utile/Perdita di pertinenza di terzi	0	0	(50,0%)
Risultato Netto del Periodo	1.264	1.920	51,9%

- ◇ Il margine di interesse è passato da Euro 3.289 milioni al 31 dicembre 2023 a Euro 3.440 milioni a fine 2024, con una variazione in aumento del 4,6%, in funzione dell'aumento dello *spread* commerciale conseguente al rialzo dei tassi di interesse di riferimento.
- ◇ Il risultato delle partecipazioni valutate a patrimonio netto ammonta a Euro 152 milioni al 31 dicembre 2024, in aumento del 5,3% rispetto all'esercizio precedente. Tale voce ricomprende l'apporto della società partecipata Agos Ducato, pari a Euro 76,7 milioni, nonché del contributo della società collegata Anima Holding, pari a Euro 48,5 milioni.
- ◇ Le commissioni nette ammontano a Euro 2.004 milioni e registrano una variazione positiva pari al 4,4% rispetto a quanto registrato nell'esercizio precedente. La variazione è principalmente ascrivibile all'aumento delle commissioni da prodotto di investimento, pari a Euro 731 milioni a fine 2024 (Var. +9,6%), mentre le altre commissioni risultano pari a Euro 1.273 milioni, sostanzialmente in linea con quanto osservato a fine 2023.
- ◇ In funzione delle dinamiche sopra illustrate, i proventi operativi ammontano a Euro 5.704 milioni, con un incremento pari al 6,8% rispetto a quanto osservato a fine 2023.
- ◇ Le spese per il personale ammontano a Euro 1.745 milioni, con una variazione in aumento pari al 4,4% rispetto all'esercizio precedente, principalmente in funzione del rinnovo del contratto CCNL. Le altre spese amministrative ammontano a Euro 645 milioni, sostanzialmente in linea con quanto registrato nel medesimo periodo dell'esercizio precedente.
- ◇ Le rettifiche su attività materiali e immateriali ammontano a Euro 266 milioni, in aumento del 7,7% rispetto a quanto osservato a fine 2023.
- ◇ In funzione delle dinamiche sopra illustrate, i costi operativi sono passati da Euro 2.571 milioni al 31 dicembre 2023 a Euro 2.656 milioni a fine 2024, con una variazione in aumento del 3,3%. Di conseguenza, il *cost-income ratio*, calcolato come l'incidenza dei costi operativi sui proventi operativi, è passato dal 48,1% al 46,6% a fine 2024.
- ◇ Le rettifiche nette sui crediti sono passate da Euro 559 milioni al 31 dicembre 2023 a Euro 461 milioni, con una variazione in diminuzione pari al 17,4%. Pertanto, il *cost of risk*, rappresentato dal rapporto tra le rettifiche nette su crediti e gli impieghi netti, risulta pari a 46bps al 31 dicembre 2024, rispetto ai 54bps registrati a fine 2023.
- ◇ Al 31 dicembre 2024, il risultato lordo dell'operatività corrente ammonta a Euro 2.503 milioni, in aumento del 22,7% rispetto a quanto registrato nell'esercizio precedente. A fronte di imposte pari a Euro 790 milioni, al 31 dicembre 2024, il risultato netto corrente consolidato ammonta a Euro 1.714 milioni, in aumento del 19,3% rispetto a fine 2023.
- ◇ Al 31 dicembre 2024 sono inoltre registrati:

- Oneri netti relativi al sistema bancario per Euro 71 milioni (Euro 127 milioni nel periodo precedente), rappresentativi della propria quota nello Schema Volontario del FITD.
 - Oneri relativi al piano di pensionamento incentivato attivato dall'Emittente pari a Euro 142 milioni (non previsti nel periodo precedente).
 - Impatto derivante dalle operazioni di riorganizzazione del comparto monetica, pari a Euro 493 milioni. Tale impatto deriva dalla plusvalenza della partecipazione detenuta in Numia nell'ambito della definizione di una *partnership* strategica con Numia Group, Gruppo BCC Icrrea e FSI.
 - Impatti derivanti dal riassetto dell'attività di bancassurance, nonché impatti derivanti dalla variazione del merito creditizio sui Certificates emessi dal Gruppo, pari a complessivi Euro 3,7 milioni.
 - Impatti derivanti da impairment su partecipazioni per Euro 42 milioni.
 - Impatti derivanti dai processi di *purchase price allocation* pari a Euro 35 milioni.
- ◇ Sulla base di tali dinamiche, il risultato netto consolidato di periodo, al 31 dicembre 2024, ammonta a Euro 1.920 milioni rispetto a Euro 1.264 milioni registrati a fine 2023, corrispondente ad un ROE pari al 13,1% dal 9,0% registrato a fine 2023.
- ◇ Come comunicato al mercato in data 12 febbraio 2025, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di proporre all'assemblea dei soci un dividendo per azione pari a Euro 0,6. Nel corso del 2024, Banco BPM aveva già distribuito un acconto dividendo pari a Euro 0,4 per azione.

3.5 Dati Prospettici

Di seguito vengono illustrati i Dati Prospettici di Banco BPM comunicati al mercato in data 12 febbraio 2025.

In particolare, sono riportate le principali grandezze economico-patrimoniali attese per il biennio 2026-2027, poste a confronto con le medesime grandezze al 31 dicembre 2024.

Euro mld	2024 A	2026 E	2027 E	CAGR (%) 24-27
Crediti lordi in bonis core a clientela	95,3	n.d.	100,3	1,7%
Conti correnti e Depositi	100,3	n.d.	101,8	0,5%
Raccolta indiretta	116,2	n.d.	137,0	5,7%
Proventi operativi	5,70	6,07	6,36	3,7%
di cui Margine di interesse	3,44	3,01	3,15	(2,9%)
di cui Commissioni nette	2,00	2,65	2,78	11,6%
Ricavi core	5,69	5,93	6,24	3,1%
Oneri operativi	2,66	2,79	2,79	1,6%
Utile netto	1,69	1,95	2,15	8,3%
Cost income ratio	47%	46%	44%	
Cost of risk (bps)	46	43	40	
NPE ratio lordo	2,8%	n.d.	3,0%	
RoTE	16%	>20%	>24%	
ROE	14,5%	>15%	>18%	
CET1 ratio	15,0%	n.a.	14,4%	

I Dati Previsionali assumono:

- ◇ Una crescita dei crediti lordi in *bonis* a clientela ad un CAGR 24/27 pari all'1,7% e attesi attestarsi a Euro 100,3 miliardi a fine periodo di previsione.
- ◇ Un andamento sostanzialmente stabile della componente di raccolta diretta rappresentata da conti correnti e depositi, attesi pari a Euro 101,8 miliardi a fine periodo di previsione.
- ◇ Un incremento della raccolta indiretta, ad un CAGR 24/27 pari al 5,7% e attesa attestarsi a Euro 137 miliardi a fine periodo di previsione.
- ◇ Un incremento dei proventi operativi da Euro 5,70 miliardi nel 2024 a Euro 6,36 miliardi a fine periodo di previsione, in funzione di una crescita della componente delle commissioni nette, attese pari a Euro 2,78 miliardi a fine 2027 da Euro 2,0 miliardi a fine 2024, parzialmente compensata da una riduzione del margine di interesse da Euro 3,44 miliardi nel 2024 a Euro 3,15 miliardi a fine 2027.
- ◇ Un andamento sostanzialmente stabile degli oneri operativi, attesi pari a Euro 2,79 miliardi a fine periodo di previsione da Euro 2,66 miliardi nel 2024. Il *cost income*

ratio, pertanto, è atteso in riduzione e pari al 44% a fine periodo di previsione dal 47% nel 2024.

- ◇ Sulla base di tali dinamiche, il risultato netto - stimato in funzione di un apporto di Anima al 100% già a partire dal secondo semestre 2025 - è atteso in aumento e pari a Euro 2,15 miliardi a fine 2027 rispetto ad un risultato di periodo - al netto delle componenti non ricorrenti - pari a Euro 1,69 miliardi nel 2024. Il ROE, pertanto, è atteso superiore al 18% a fine periodo di previsione. Non includendo gli effetti derivanti dall'eventuale esito positivo dell'Offerta di Anima il risultato a fine 2027 è atteso pari a Euro 1,95 miliardi.
- ◇ Il CET1 *ratio* è atteso attestarsi in un intorno del 14% a fine periodo di previsione, stimato considerando un riscontro positivo relativamente al *Danish Compromise*.

4. Approccio valutativo e descrizione dei metodi di valutazione

4.1 I criteri di valutazione

La dottrina e la prassi professionale hanno elaborato vari metodi di stima che si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Essi, inoltre, presentano aspetti peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti.

A titolo generale, si fa riferimento a metodi analitici di tipo finanziario, reddituale, patrimoniale (semplici e complessi), misti patrimoniali-reddituali, e a metodi empirici, ovvero di mercato, quali quotazioni di borsa, *target price*, multipli di borsa o di transazioni comparabili.

La migliore dottrina e la prassi professionale assumono che, nella valutazione del capitale economico di un'azienda non esista una metodologia preferibile in assoluto. Il criterio di valutazione deve, infatti, essere opportunamente scelto in funzione della natura e delle caratteristiche dell'oggetto della valutazione, nonché delle finalità della valutazione stessa, tenuto conto della documentazione e delle informazioni disponibili.

È di seguito riportata una sintetica descrizione delle principali metodologie valutative previste dalla dottrina e adottate nella prassi professionale.

Criteri analitici

Metodi finanziari

I metodi finanziari individuano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della determinazione del valore. In particolare, sulla base di tali metodologie, il valore è stimato in funzione del valore attuale dei flussi di cassa attesi, determinato applicando un tasso di sconto coerente con il grado di rischio dei flussi oggetto di attualizzazione.

Metodi reddituali

I metodi reddituali provvedono a stimare il valore in funzione della capacità reddituale dell'oggetto della valutazione. Tali metodologie individuano nei flussi reddituali attesi il principale *driver* per la stima del valore.

Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali provvedono a stimare il valore dell'azienda in funzione della ripressione - a valori correnti - dei singoli elementi patrimoniali iscritti nella situazione patrimoniale di riferimento. Nell'ambito di tali metodologie, si distinguono (i) metodi patrimoniali semplici, che valorizzano esclusivamente le poste iscritte nella situazione

patrimoniale, e (ii) metodi patrimoniali complessi, che includono la valorizzazione specifica anche dei beni immateriali non inclusi nell'attivo contabile, ma presenti e in grado di contribuire alla generazione del valore.

Metodi misti

I metodi misti combinano gli elementi distintivi caratteristici dei metodi reddituali e patrimoniali sopra descritti.

Criteri di mercato

I criteri di mercato pervengono alla stima del valore in funzione dei prezzi osservati sul mercato.

Quotazioni di borsa

Tale metodologia perviene alla stima del valore in funzione delle specifiche quotazioni borsistiche direttamente osservabili per l'oggetto della valutazione.

Target price

Il metodo dei *target price* perviene, invece, alla valorizzazione in funzione delle aspettative riportate negli studi degli analisti di mercato per lo specifico titolo oggetto di stima.

Multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa stima il valore dell'azienda in funzione dei moltiplicatori - rispetto a specifiche variabili fondamentali (economiche, patrimoniali o finanziarie) - impliciti nei prezzi negoziati nei mercati borsistici per titoli di società ritenute comparabili all'oggetto della valutazione.

Tali moltiplicatori possono essere applicati direttamente o attraverso analisi di regressione (cosiddetta *value map*), in funzione della correlazione dei moltiplicatori stessi rispetto a determinate variabili fondamentali.

Multipli di transazioni comparabili

Il metodo dei multipli di transazioni comparabili perviene alla stima del valore in funzione dei moltiplicatori impliciti nei prezzi di transazioni aventi ad oggetto società ritenute comparabili all'oggetto della valutazione.

4.2 Scelta dell'approccio valutativo

La scelta dell'approccio valutativo da adottare nella fattispecie in esame si è basata sulle seguenti considerazioni.

- ◇ Ai sensi del 2° comma, lettera b) dell'art. 2343-ter del Codice Civile, lo scopo delle presenti considerazioni valutative è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti (le Azioni Banco BPM) il patrimonio della società conferitaria (UniCredit) risulti artificiosamente incrementato. Di conseguenza, le considerazioni valutative sviluppate ai sensi del citato dettato normativo devono essere ispirate a un generale principio di prudenza, tenuto conto della sostanza economica dell'operazione in esame.

In particolare, nel caso di offerte pubbliche di scambio la prudenza deve tenere conto che il conferimento avviene solo se il prezzo è giudicato conveniente da entrambe le parti (conferitaria e azionisti conferenti). Nella stima del valore delle azioni conferite, la prudenza assume pertanto la valenza di verifica che il prezzo riconosciuto nell'offerta sia recuperabile per un qualsiasi partecipante al mercato, a prescindere dagli specifici benefici per la conferitaria che potranno risultare dall'integrazione.

- ◇ L'oggetto della presente Relazione è rappresentato dalla totalità delle azioni di Banco BPM costituenti l'intero capitale sociale dell'Emittente e non dalla singola azione. Ai fini delle presenti analisi, alla luce di quanto sopra riportato e in linea con la prassi di mercato in operazioni analoghe, Banco BPM è stata considerata nella sua attuale configurazione e in una prospettiva "*stand-alone*", senza pertanto tener conto degli effetti della prospettata operazione.
- ◇ Come descritto, il contesto delle nostre analisi è un'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa sul mercato. La configurazione di valore da adottare è pertanto rappresentata dal valore normale di mercato nella prospettiva di un "*market participant*" con riferimento alla totalità del capitale di Banco BPM. In tale prospettiva - ove coerente in funzione della base di valore ottenuta dalle specifiche metodologie valutative adottate - è necessario tenere conto del premio di controllo mediamente riconosciuto dal mercato alla luce delle evidenze empiriche in operazioni similari.
- ◇ Le Azioni Banco BPM sono negoziate sul mercato Euronext Milan. Al riguardo è possibile osservare quanto segue: (i) il mercato di riferimento è regolamentato, vigilato, attivo e liquido; (ii) i volumi negoziati sono significativi; (iii) in termini di differenziale medio *bid-ask* e di volatilità storica, i titoli dell'Emittente appaiono liquidi e contraddistinti da valori di quotazione significativi; (iv) il titolo è normalmente coperto da analisti e case di investimento nazionali e internazionali che nel tempo e con continuità esprimono stime e attese sul prezzo e sul futuro andamento economico e patrimoniale dell'Emittente.
- ◇ In generale, in un mercato liquido, trasparente ed efficiente, a seguito dell'annuncio di una operazione il mercato apprezza in tempi rapidi - attraverso l'incontro della domanda e dell'offerta sui titoli scambiati - le aspettative in merito alle condizioni e all'esito dell'operazione stessa. Pertanto, dal momento dell'annuncio dell'operazione sul mercato, il prezzo di borsa non esprime più una prospettiva "*as is*" e "*stand alone*" dei titoli in esame. Di tale circostanza occorre tenere

opportunamente conto nell'applicazione di metodologie valutative basate sui prezzi di mercato.

- ◇ In data 12 febbraio 2025, il Consiglio di Amministrazione di Banco BPM ha comunicato al mercato i risultati economici e patrimoniali al 31 dicembre 2024 e l'aggiornamento del piano strategico. Tali elementi rappresentano un'informazione pubblica di cui occorre tenere conto in modo coerente con i presupposti alla base dell'incarico, la prospettiva valutativa adottata e le specificità delle singole metodologie sviluppate.
- ◇ Gli esiti dell'Offerta Anima - subordinata al verificarsi di una serie di condizioni soggette a possibili modifiche - non sono al momento noti. Avuto riguardo alla natura e alle finalità del nostro incarico, di tale elemento di incertezza è stato tenuto conto nello sviluppo delle presenti analisi valutative.

Alla luce di tali elementi di considerazione, è stato ritenuto adeguato e coerente alle specifiche circostanze fare riferimento ad un approccio valutativo integrato, sulla base dello sviluppo delle seguenti metodologie valutative:

- ◇ Il metodo delle Quotazioni di Borsa.
- ◇ Il metodo dei *Target Price*.
- ◇ Il metodo dei Multipli di Borsa.
- ◇ Il metodo dell'Analisi di Regressione.
- ◇ Il metodo del *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital*.

Tali metodologie presentano consolidate basi dottrinali, sono comunemente adottate nella prassi professionale nel settore di riferimento e in operazioni analoghe e consentono di tenere conto degli elementi distintivi dell'Emittente, nello specifico contesto dell'Offerta e per le specifiche finalità della stima. Inoltre, l'approccio valutativo integrato consente la formazione di un giudizio di valore sulla base del complessivo quadro dei risultati ottenuti.

4.3 Metodo delle Quotazioni di Borsa

Il metodo delle quotazioni di borsa stima il valore dei titoli oggetto di analisi pari a quello ad essi attribuito dal mercato nel quale sono negoziati.

La logica sottostante tale metodologia di stima è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ai titoli un valore diverso da quello al quale potrebbe comprare o vendere i titoli stessi sul mercato.

Sulla base di tale metodologia, le quotazioni borsistiche di titoli azionari liquidi di società quotate in mercati efficienti rappresentano un indicatore del valore di una società, in quanto tendono a riflettere tutte le informazioni pubbliche relative alla società stessa. Il livello delle quotazioni esprime il risultato di un sistematico processo di negoziazione degli operatori di mercato che riflette la loro visione in merito ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica della società

oggetto di valutazione.

Come osservato nel precedente paragrafo 4.2, una volta verificata la significatività delle quotazioni espresse dal mercato borsistico per i titoli Banco BPM, nell'ambito di applicazione del metodo in esame:

- ◇ Sono state osservate e analizzate differenti date di riferimento.
- ◇ In linea con la prassi valutativa, sono stati osservati e analizzati differenti orizzonti temporali di rilevazione delle quotazioni borsistiche: dati puntuali, un mese, tre mesi e sei mesi.
- ◇ In corrispondenza di tali orizzonti temporali, sono state osservate e analizzate differenti medie di riferimento: semplici e ponderate per i volumi negoziati.

La base di valutazione del metodo delle Quotazioni di Borsa è rappresentata dalla singola azione. Per contro, come precedentemente descritto, l'oggetto della stima è il complesso delle azioni costituenti l'intero capitale sociale di Banco BPM.

Ai fini delle presenti analisi e coerentemente con il contesto di riferimento, è pertanto necessario tenere conto di un premio di controllo, non espresso dai prezzi di Borsa antecedentemente all'annuncio dell'Offerta.

Tenuto conto della prospettiva valutativa del "*market participant*" adottata, tale premio di controllo è stato quantificato sulla base delle evidenze empiriche rilevate in operazioni di mercato similari.

4.4 Il metodo dei *Target Price*

Sulla base di tale metodologia, il valore attribuibile all'oggetto di valutazione deriva dalle aspettative sul prezzo di Borsa elaborate dagli analisti e operatori specializzati di mercato e riportate in ricerche e studi pubblici.

Nell'ambito di applicazione del metodo in esame, sono stati considerati i *report* di analisti e case di investimento pubblicati a differenti date di riferimento.

Anche per il metodo dei *Target Price* è stato considerato il premio di controllo, non espresso nelle indicazioni degli analisti antecedentemente all'annuncio dell'Offerta.

4.5 Il metodo dei Multipli di Borsa

Tale metodologia determina il valore economico di un'azienda sulla base dei moltiplicatori impliciti nei prezzi di Borsa, rispetto a specifiche variabili fondamentali, rilevati con riferimento a realtà comparabili all'oggetto della valutazione.

Ai fini della rilevazione dei moltiplicatori è stato considerato un campione di società quotate su mercati borsistici regolamentati. In particolare, sono state considerate banche ritenute confrontabili sotto il profilo operativo con l'Emittente. Per le banche del campione eventualmente interessate da operazioni annunciate al mercato, i relativi dati sono stati opportunamente sterilizzati dalle attese in merito alle condizioni e all'esito delle operazioni stesse.

In linea con la prassi valutativa, è stato osservato il moltiplicatore Prezzo/Utili ("P/E") considerando (i) le capitalizzazioni di borsa puntuali e medie a uno, tre e sei mesi osservate rispetto a data prossima all'emissione della presente Relazione e (ii) gli utili attesi per il 2025, 2026 e 2027 dal *consensus* degli analisti di mercato in merito al campione adottato.

I moltiplicatori medi rilevati sono stati quindi applicati alle attese relative al Banco BPM (i) riportate nei Dati Prospettici ovvero (ii) derivanti dal *consensus* riportato negli studi degli analisti di mercato.

Anche nell'ambito del metodo dei Multipli di Borsa, ai fini di pervenire alla prospettiva di valore ricercata, è stato tenuto conto del premio di controllo, non espresso nei multipli di mercato rilevati.

4.6 Analisi di Regressione Lineare

L'Analisi di Regressione Lineare (*value map*) è una metodologia di mercato che determina il valore in funzione della correlazione esistente tra due variabili, variabile indipendente e variabile dipendente.

Sulla base del campione di banche adottato ai fini della stima con il metodo dei Multipli di Borsa, l'analisi di Regressione Lineare è stata sviluppata tenendo in considerazione esclusivamente i titoli con una elevata significatività statistica della correlazione rilevata.

In particolare, è stata analizzata la correlazione esistente tra il multiplo Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile ultimo disponibile ("P/TBV", variabile dipendente) e le aspettative di redditività attese, espresse in termini di *Return on Average Tangible Equity* ("ROATE", variabile indipendente).

Il metodo in esame si basa sulla seguente formulazione di base:

$$\frac{P}{TBV} = \alpha + \beta_1 \cdot ROATE$$

dove:

P/TBV = multiplo implicito nella retta di regressione.

$ROATE$ = indice di redditività.

α = intercetta risultante dall'analisi di regressione.

β_1 = coefficiente angolare della retta di regressione.

In ambito applicativo:

- ◇ La correlazione è stata osservata facendo riferimento ai medesimi orizzonti temporali adottati per il metodo dei Multipli di Borsa.

- ◇ L'equazione della retta di regressione determinata è stata quindi applicata al parametro *ROATE* di Banco BPM rilevato con riferimento (i) ai Dati Prospettici e (ii) alle attese di *consensus* degli analisti di mercato.
- ◇ Il multiplo P/TBV risultante dalla soluzione dell'equazione è stato quindi applicato al TBV di Banco BPM al 31 dicembre 2024.

Coerentemente con la prospettiva di valore ricercata nell'ambito delle presenti analisi, anche con riferimento al metodo della Regressione Lineare è stato considerato il premio di controllo di mercato.

4.7 *Dividend Discount Model*

Il metodo *Dividend Discount Model*, nella variante *Excess Capital*, è una metodologia comunemente adottata nel settore finanziario.

Tale metodologia determina il valore di una banca in funzione dei dividendi potenziali che si stima essa sia in grado di distribuire in chiave prospettica, mantenendo un adeguato livello di patrimonializzazione in linea con le disposizioni di vigilanza e coerente con il profilo di rischio dell'attività svolta.

Il metodo del *Dividend Discount Model* adottato si basa sulla seguente formula:

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + K_e)^i} + \frac{TV}{(1 + K_e)^n}$$

dove:

W = Valore.

D_i = Dividendo potenzialmente distribuibile nel periodo *i*-esimo di pianificazione esplicita.

ke = Tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale proprio.

n = Periodo esplicito di proiezione (espresso in numero di anni).

TV = *Terminal Value* o valore terminale alla fine del periodo esplicito di pianificazione.

Dividendi potenzialmente distribuibili

I flussi di dividendo potenzialmente distribuibili sono stati definiti sulla base (i) delle attese dell'Emittente come riportate dai Dati Prospettici e (ii) dalle attese del *consensus* riportato negli studi degli analisti di mercato.

È stato considerato un requisito di patrimonializzazione - in termini di *CET1 ratio* - coerente con quanto mediamente detenuto dal campione di banche commerciali adottato ai fini dell'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa, pari al 16,0%.

Costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio è stato determinato adottando il metodo del *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM") e considerando i parametri osservati a data prossima all'emissione della presente Relazione, sulla base della seguente formulazione:

$$Ke = Rf + \beta \cdot (Rm - Rf)$$

dove:

Rf = tasso di rendimento delle attività prive di rischio, assunto pari a 3,6%, corrispondente al rendimento medio mensile dei Titoli di Stato italiani con scadenza residua decennale.

β = coefficiente di correlazione tra il rendimento effettivo di un titolo azionario e il rendimento complessivo del mercato di riferimento. Il beta misura la volatilità di un titolo rispetto ad un portafoglio rappresentativo del mercato. Ai fini delle presenti analisi, è stato adottato il coefficiente medio osservato con riferimento al medesimo campione adottato ai fini del metodo dei Multipli di Borsa e della Regressione Lineare. Il coefficiente Beta è stato pertanto stimato nella misura di 1,224.

$Rm - Rf$ = rappresenta il premio che un investitore richiede in caso d'investimento sul mercato azionario rispetto al tasso di rendimento privo di rischio (*market risk premium*). Tale premio al rischio è stato stimato nella misura del 6,0%, in linea l'attuale prassi valutativa sul mercato italiano.

Sulla base degli elementi della formulazione adottata e dei parametri sopra descritti, il costo del capitale proprio è risultato pari a 10,94%.

Terminal Value

La formula per la determinazione del valore residuo, comunemente utilizzata nella prassi valutativa, è così rappresentabile:

$$TV = \frac{D_{TV}}{Ke - g}$$

dove:

D_{TV} = dividendo potenzialmente distribuibile e sostenibile alla fine del periodo di proiezione esplicita.

g = tasso di crescita atteso oltre il periodo di pianificazione esplicita, assunto ai fini delle presenti analisi pari al 2,0%, in linea con le aspettative medie di inflazione attesa nel lungo periodo.

Ke = costo del capitale proprio.

Analisi di sensitività

In linea con la prassi valutativa, al fine di apprezzare la variabilità dei risultati ottenuti al variare dei principali parametri valutativi adottati, sono state svolte le seguenti

analisi di sensitività: (i) variazioni di +/-0,5% del costo del capitale, (ii) variazioni di +/-0,5% del tasso di crescita di lungo periodo e (iii) variazioni di +/-5% del risultato atteso al termine del periodo di proiezione esplicita.

5. Conclusioni

Tenuto conto delle finalità del nostro incarico riportate al paragrafo 1.2, dei presupposti e limiti descritti al paragrafo 1.6, delle difficoltà di valutazione evidenziate al paragrafo 1.9 ed in considerazione dei risultati raggiunti con l'applicazione del complessivo approccio valutativo illustrato, riteniamo che, alla data del 24 febbraio 2025 e sulla base della situazione patrimoniale al 31 dicembre 2024, il valore *cum dividend* e comprensivo del premio di controllo di ciascuna azione dell'Emittente oggetto di possibile Conferimento nell'ambito dell'Aumento di Capitale a servizio dell'Offerta non sia inferiore a Euro 8,393, corrispondente ad una valorizzazione *ex dividend*, comprensiva del premio di controllo, non inferiore a Euro 7,793.

Milano, 24 febbraio 2025



Francesco Pau
EY Advisory S.p.A.
(Partner)

NOT FOR RELEASE, PUBLICATION OR DISTRIBUTION, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN WHOLE OR IN PART, IN OR INTO OR FROM THE UNITED STATES OF AMERICA, AUSTRALIA, CANADA, JAPAN, OR ANY OTHER JURISDICTION WHERE TO DO SO WOULD CONSTITUTE A VIOLATION OF THE RELEVANT LAWS OF SUCH JURISDICTION.

THIS DOCUMENT DOES NOT CONSTITUTE THE EXTENSION OF AN OFFER TO ACQUIRE, PURCHASE, SUBSCRIBE FOR, SELL OR EXCHANGE (OR THE SOLICITATION OF AN OFFER TO ACQUIRE, PURCHASE, SUBSCRIBE FOR, SELL OR EXCHANGE), ANY SECURITIES IN ANY JURISDICTION, INCLUDING THE UNITED STATES OF AMERICA, AUSTRALIA, CANADA, JAPAN, OR ANY OTHER JURISDICTION WHERE TO DO SO WOULD CONSTITUTE A VIOLATION OF THE LAWS OF SUCH JURISDICTION AND ANY SUCH OFFER (OR SOLICITATION) MAY NOT BE EXTENDED IN ANY SUCH JURISDICTION.

The public voluntary exchange offer described in this document (the “Offer”) will be promoted by UniCredit S.p.A. (the “Offeror” or “UniCredit”) over the totality of the ordinary shares of Banco BPM S.p.A. (“BPM”).

This document does not constitute an offer to buy or sell BPM’s shares.

The Offer will be launched in Italy and will be made on a non-discriminatory basis and on equal terms to all shareholders of Banco BPM S.p.A.. The Offer will be promoted in Italy as BPM’s shares are listed on the Euronext Milan organised and managed by Borsa Italiana S.p.A. and, except for what is indicated below, is subject to the obligations and procedural requirements provided for by Italian law.

The Offer is not as of today being made in the United States (or will not be directed at U.S. Persons, as defined in Regulation S under the U.S. Securities Act of 1933, as subsequently amended (the “U.S. Securities Act”), Canada, Japan, Australia or any other jurisdiction where to do so would constitute a violation of the laws of such jurisdiction and any such offer (or solicitation) may not be extended in any such jurisdiction (“Other Countries”). The Offeror reserves the right to extend the Offer in the United States exclusively to certain professional investors who qualify as Qualified Institutional Buyers, as defined in Rule 144A under the U.S. Securities Act, by way of a private placement in compliance with United States federal laws and regulations concerning the offer of financial instruments and with United States laws concerning tender offers, insofar as applicable. Such potential extension of the Offer in the United States would occur by way of a separate offer document restricted to Qualified Institutional Buyers.

A copy of any document that the Offeror will issue in relation to the Offer, or portions thereof, is not and shall not be sent, nor in any way transmitted, or otherwise distributed, directly or indirectly, in the Other Countries. Anyone receiving such documents shall not distribute, forward or send them (neither by postal service nor by using national or international instruments of communication or commerce) in the Other Countries.

Any tender in the Offer resulting from solicitation carried out in violation of the above restrictions will not be accepted.

This document and any other document issued by the Offeror in relation to the Offer do not constitute and are not part neither of an offer to buy or exchange, nor of a solicitation to offer to sell or exchange financial instruments in the United States or in the Other Countries. Financial instruments cannot be offered or sold in the United States unless they have been registered pursuant to the U.S. Securities Act, or are exempt from registration. Financial instruments offered in the context of the transaction described

in this document will not be registered pursuant to the U.S. Securities Act, and UniCredit does not intend to carry out a public offer of such financial instruments in the United States. No financial instrument can be offered or transferred in the Other Countries without specific approval in compliance with the relevant provisions applicable in such countries or without exemption from such provisions.

This document may only be accessed in or from the United Kingdom who are “qualified investors” within the meaning of Article 2(e) of Regulation (EU) 2017/1129 as forming part of United Kingdom law by virtue of European Union (Withdrawal) Act 2018, as amended, and who (i) have professional experience in investment matters under section 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended, the “Decree”); or (ii) are persons who have a high net worth and who fall within article 49(2)(a) - (d) of the Decree (the aforementioned subjects, jointly, the “Relevant Persons”). Any investment activity to which this document refers is available only to Relevant Persons.

Financial Instruments described in this document are made available only to Relevant Persons (and any solicitation, offer, agreement to subscribe, purchase or otherwise acquire such financial instruments will be directed exclusively at such persons). Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this document or any of its contents.

Tendering in the Offer by persons residing in jurisdictions other than Italy may be subject to specific obligations or restrictions imposed by applicable legal or regulatory provisions of such jurisdictions. Recipients of the Offer are solely responsible for complying with such laws and, therefore, before tendering in the Offer, they are responsible for determining whether such laws exist and are applicable by relying on their own advisors. The Offeror does not accept any liability for any violation by any person of any of the above restrictions.

IL PRESENTE DOCUMENTO NON DEVE ESSERE DIVULGATO, PUBBLICATO O DISTRIBUITO, IN TUTTO O IN PARTE, DIRETTAMENTE O INDIRETTAMENTE, NEGLI STATI UNITI D'AMERICA, IN AUSTRALIA, IN CANADA O IN GIAPPONE O IN QUALSIASI PAESE IN CUI LA SUA DIVULGAZIONE, PUBBLICAZIONE O DISTRIBUZIONE COSTITUISCA UNA VIOLAZIONE DELLE LEGGI O REGOLAMENTAZIONI APPLICABILI IN TALE GIURISDIZIONE.

QUESTO DOCUMENTO NON COSTITUISCE UN'OFFERTA DI ACQUISTO, SOTTOSCRIZIONE, VENDITA O SCAMBIO (O LA SOLLECITAZIONE DI UN'OFFERTA DI ACQUISTO, SOTTOSCRIZIONE, VENDITA O SCAMBIO) DI TITOLI IN QUALSIASI GIURISDIZIONE, INCLUSI GLI STATI UNITI D'AMERICA, L'AUSTRALIA, IL CANADA, IL GIAPPONE, IN CUI CIÒ COSTITUIREBBE UNA VIOLAZIONE DELLE LEGGI DI TALE GIURISDIZIONE E NESSUNA OFFERTA (O SOLLECITAZIONE) PUÒ ESSERE ESTESA IN ALCUNA DI TALI GIURISDIZIONI.

L'Offerta pubblica di scambio volontaria (l'“Offerta”) di cui al presente documento sarà promossa da UniCredit S.p.A. (l'“Offerente” o “UniCredit”) sulla totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM S.p.A. (“BPM”). Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o di vendita delle azioni di BPM.

L'Offerta sarà promossa in Italia e sarà rivolta, a parità di condizioni, a tutti i detentori di azioni di Banco BPM S.p.A.. L'Offerta sarà promossa in Italia in quanto le azioni di Banco BPM S.p.A. sono quotate su Euronext Milano organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. e, fatto salvo quanto segue, la stessa è soggetta agli obblighi e ai requisiti procedurali previsti dalla legge italiana.

L'Offerta non è ad oggi promossa né diffusa negli Stati Uniti (o diretta nei confronti di U.S. Persons come definite nella Regulation S ai sensi del U.S. Securities Act del 1933, come successivamente modificato (lo "U.S. Securities Act")), in Canada, Giappone e Australia, nonché in qualsiasi altro Paese in cui la sua promozione o diffusione costituisca una violazione di legge in tale giurisdizione e in cui qualsiasi offerta (o sollecitazione) non possa essere estesa ("Altri Paesi"). L'Offerente si riserva il diritto di estendere l'Offerta negli Stati Uniti esclusivamente a determinati investitori professionali che si qualificano come Qualified Institutional Buyers, come definiti nella Rule 144A ai sensi dello U.S. Securities Act, mediante un private placement in conformità alle leggi e alle regolamentazioni federali statunitensi in materia di offerta di strumenti finanziari e alle leggi statunitensi in materia di offerte pubbliche di acquisto, nella misura in cui ciò sia applicabile. L'eventuale estensione dell'Offerta negli Stati Uniti avverrebbe tramite un documento d'offerta separato riservato ai Qualified Institutional Buyers.

Copia parziale o integrale di qualsiasi documento che l'Offerente emetterà in relazione all'Offerta, non è e non dovrà essere inviata, né in qualsiasi modo trasmessa, o comunque distribuita, direttamente o indirettamente, negli Altri Paesi. Chiunque riceva i suddetti documenti non dovrà distribuirli, inviarli o spedirli (né a mezzo di posta né attraverso alcun altro mezzo o strumento di comunicazione o commercio) negli Altri Paesi.

Non saranno accettate eventuali adesioni all'Offerta conseguenti ad attività di sollecitazione poste in essere in violazione delle limitazioni di cui sopra.

Il presente documento, così come qualsiasi altro documento emesso dall'Offerente in relazione all'Offerta, non costituiscono né fanno parte di alcuna offerta di acquisto o scambio, né di alcuna sollecitazione di offerte per vendere o scambiare, strumenti finanziari negli Stati Uniti o in nessuno degli Altri Paesi. Gli strumenti finanziari non possono essere offerti o venduti negli Stati Uniti a meno che non siano stati registrati ai sensi dello U.S. Securities Act o siano esenti dagli obblighi di registrazione. Gli strumenti finanziari offerti nel contesto dell'operazione di cui al presente documento non saranno registrati ai sensi dello U.S. Securities Act e UniCredit non intende effettuare un'offerta pubblica di tali strumenti finanziari negli Stati Uniti. Nessuno strumento finanziario può essere offerto o trasferito negli Altri Paesi senza specifica autorizzazione in conformità alle disposizioni rilevanti applicabili in tali Paesi ovvero senza esenzione da tali disposizioni.

Questo documento è accessibile nel o dal Regno Unito che sono qualified investors ai sensi dell'articolo 2(e) del Regolamento (UE) 2017/1129 come facente parte del diritto del Regno Unito in virtù dello European Union (Withdrawal) Act 2018, come modificato, e che (i) hanno esperienza professionale in materia di investimenti ai sensi dell'articolo 19(5) del Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (come modificato, il "Decreto"); o (ii) sono persone che hanno un patrimonio netto elevato e che rientrano nell'articolo 49, paragrafo 2, lettere a) - d) del Decreto (i suddetti soggetti, congiuntamente, i "Soggetti Rilevanti"). Qualsiasi attività di investimento a cui si riferisce il presente documento è disponibile solo per i Soggetti Rilevanti.

Gli strumenti finanziari di cui al presente documento sono disponibili solamente ai Soggetti Rilevanti e qualsiasi invito, offerta, accordo a sottoscrivere, acquistare o altrimenti acquisire tali strumenti finanziari sarà rivolta solo a questi ultimi. Qualsiasi soggetto che non sia un Soggetto Rilevante non dovrà agire o fare affidamento su questo documento o sui suoi contenuti.

L'adesione all'Offerta da parte di soggetti residenti in paesi diversi dall'Italia potrebbe essere soggetta a specifici obblighi o restrizioni previsti da disposizioni di legge o regolamentari. È esclusiva responsabilità dei destinatari dell'Offerta conformarsi a tali norme e, pertanto, prima di aderire all'Offerta, verificarne l'esistenza e l'applicabilità, rivolgendosi ai propri consulenti. L'Offerente non potrà essere ritenuto responsabile della violazione da parte di qualsiasi soggetto di qualunque delle predette limitazioni.