

RELAZIONE ILLUSTRATIVA DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO

Signori Azionisti,

sottoponiamo alla vostra attenzione la presente relazione, che ha lo scopo di illustrare, sotto il profilo giuridico ed economico, l'operazione di scissione di UniCredit Services S.C.p.A., società cooperativa per azioni di diritto italiano, (di seguito, "**UniCredit Services**" o "**Società Scissa**") in favore di UniCredit S.p.A., società per azioni di diritto italiano, (di seguito anche la "**Società Beneficiaria**") ed in particolare i criteri e le metodologie di determinazione del rapporto di cambio delle azioni delle società interessate, in conformità a quanto disposto dagli art. 2501-*quinquies* e 2506-*ter* del Codice Civile e dall'art. 70, comma 2, del Regolamento Emittenti approvato con Deliberazione CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche (di seguito, il "**Regolamento Emittenti**").

1. ILLUSTRAZIONE E MOTIVAZIONE DELL'OPERAZIONE

1.1. Illustrazione dell'operazione

L'operazione oggetto della presente relazione consiste nella scissione parziale asimmetrica e non proporzionale di UniCredit Services (di seguito, la "**Scissione**").

Il progetto di scissione relativo alla suddetta operazione, unitamente a quanto ad esso allegato che ne costituisce parte integrante (di seguito, "**Progetto di Scissione**") è stato approvato dagli organi amministrativi di UniCredit Services S.C.p.A. e di UniCredit S.p.A. , rispettivamente in data 4 febbraio 2019 e 6 febbraio 2019 ed è stato depositato presso le sedi sociali delle medesime e pubblicato sul sito internet di entrambe.

Il Progetto di Scissione è inoltre allegato alla presente Relazione come "Allegato A".

In considerazione del fatto che prende parte alla Scissione una Banca, ossia UniCredit S.p.A., trova applicazione la procedura autorizzativa disposta dall'art. 57 del D.lgs. n. 385/1993 (di seguito, "**TUB**") e nel dettaglio declinata dalla Circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999 riguardante le operazioni di scissione che interessano banche. Pertanto, il deposito presso il Registro delle Imprese di Milano-Monza-Brianza-Lodi ai sensi del terzo comma dell'art. 2501-*ter* del Codice Civile risulterà subordinato alla ricezione del citato provvedimento autorizzativo.

Il Progetto di Scissione, unitamente alle situazioni patrimoniali di riferimento di cui all'articolo 2501-*quater* del Codice Civile, come richiamato dall'articolo 2506-*ter* del Codice Civile (costituite rispettivamente dal bilancio della Società Scissa relativo all'esercizio conclusosi il 31 dicembre 2018 approvato dall'assemblea degli azionisti in data [●] 2019 ed il bilancio della Società Beneficiaria relativo all'esercizio conclusosi il 31 dicembre 2018 approvato dall'Assemblea degli Azionisti in data [●] 2019), ai bilanci di esercizio di UniCredit S.p.A. relativi agli esercizi 2018, 2017 e 2016 ed ai bilanci di esercizio di UniCredit Services relativi agli esercizi 2018, 2017 e 2016, sono a disposizione del pubblico presso la sede legale di UniCredit S.p.A. (in Milano, Piazza Gae Aulenti 3 – Tower A) e presso la sede legale di UniCredit Services (in Milano, via Livio Cambi n.1), e reperibili sul sito internet del meccanismo di stoccaggio autorizzato "eMarketSTORAGE" gestito da Spafid Connect S.p.A., nonché consultabili sul sito internet di UniCredit S.p.A. (www.unicreditgroup.eu) nell'area Governance/Corporate Transactions, e sul sito internet di UniCredit Services (www.unicreditgroup.eu/unicreditservices) nell'area dedicata.

1.2. Società partecipanti alla Scissione

Società Scissa

La Società Scissa è UniCredit Services S.C.p.A., una società cooperativa per azioni di diritto italiano con sede legale in Milano, via Livio Cambi n.1, iscritta nel Registro delle Imprese di Milano-Monza-Brianza-Lodi, Codice Fiscale e P. IVA n. 12086630154.

Il capitale sociale alla data di redazione della presente relazione ammonta ad Euro 237.523.160 ed è interamente sottoscritto e versato.

UniCredit Services S.C.p.A. è una società appartenente al Gruppo Bancario UniCredit, iscritta all'Albo dei Gruppi Bancari (cod. 2008.1).

Società Beneficiaria

La Società Beneficiaria è UniCredit S.p.A., una società per azioni di diritto italiano con sede legale e direzione generale in Milano, Piazza Gae Aulenti 3 – Tower A, iscritta nel Registro delle Imprese di Milano-Monza-Brianza-Lodi, Codice Fiscale e P. IVA n. 00348170101.

Il capitale sociale alla data di redazione della presente relazione ammonta ad Euro 20.940.398.466,81 ed è interamente sottoscritto e versato.

UniCredit S.p.A. è una banca iscritta all'Albo delle Banche e Capogruppo del Gruppo Bancario UniCredit (Albo dei Gruppi Bancari: cod. 02008.1 - Cod. ABI 02008.1) e aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia.

1.3. Motivazioni dell'operazione, obiettivi gestionali e relativi programmi

Il Consiglio di Amministrazione di UniCredit Services S.C.p.A. ed il Consiglio di Amministrazione di UniCredit S.p.A. sono stati chiamati ad approvare, rispettivamente in data 4 febbraio 2019 e in data 6 febbraio 2019, in merito all'opportunità di razionalizzare le attività di gestione degli immobili e di *operations* attualmente prestati in Italia a favore di clienti italiani dalle competenti strutture delle società partecipanti alla Scissione. In esecuzione di tale disegno, le predette società hanno concordato di trasferire a UniCredit S.p.A. – attraverso un'operazione di scissione – il compendio di UniCredit Services relativo alla gestione degli immobili e all'attività di *operations* svolta in Italia a favore di clienti italiani, come meglio precisato sub paragrafo 2 (di seguito, il “**Compendio**”).

Il trasferimento di tali attività in capo a UniCredit S.p.A., infatti, consentirebbe di generare benefici sia in termini di creazione di sinergie e di semplificazione delle procedure come pure una riduzione dei processi amministrativi, una migliore *governance*, che si otterrebbe attraverso una allocazione più chiara delle responsabilità ed un unico processo di budgeting e di controllo.

Per completezza espositiva, risulta opportuno sottolineare che i servizi di “*Global Hubs*” (e.g. ICT, Sicurezza, *operations* relativamente ad attività svolte all'estero), erogati attualmente da UniCredit Services in favore di varie società del Gruppo sia in Italia sia all'estero (oltre a UniCredit), non sono ricompresi nell'operazione di Scissione in quanto il relativo modello di servizio implica già delle sinergie e facilita la continuità di tali servizi anche in caso di scenari avversi, le cui conseguenze potrebbero essere mitigate distanziando il fornitore dei servizi dalle attività eventualmente impattate.

1.4. Profili giuridici della Scissione

In considerazione del fatto che la Società Beneficiaria detiene il 99,99996% del capitale sociale della Società Scissa, la Scissione sarà regolata secondo la procedura semplificata prevista dell'art. 2505-*bis* del Codice Civile, come richiamato dall'art. 2506-*ter* del Codice Civile.

In ragione di ciò ed ai sensi di quanto previsto dal combinato disposto degli artt. 2505-*bis* comma 1 e 2506-*ter* del Codice Civile e in ossequio alle semplificazioni procedurali ivi richiamate, non sarà predisposta la relazione degli esperti di cui all'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, come richiamato dall'art. 2506-*ter* comma 3 del Codice Civile.

In assenza della citata relazione degli esperti e al fine di garantire la congruità del rapporto di concambio, la Società Scissa e la Società Beneficiaria hanno congiuntamente designato un advisor indipendente di comprovata professionalità, individuato in PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. (di seguito, "**Advisor**"), al fine di condurre le analisi valutative necessarie a individuare il corretto intervallo di valore relativo al concambio.

La Scissione, inoltre, si qualifica come non proporzionale e asimmetrica. Si precisa sul punto che si definisce "non proporzionale" una scissione in cui ai soci della scissa non vengano assegnate azioni della beneficiaria tenendo conto delle percentuali di partecipazione nel capitale della scissa. Mentre si qualifica come "asimmetrica" la scissione in cui le azioni della beneficiaria sono attribuite solo ad alcuni dei soci della scissa ovvero in tutti quei casi in cui l'accrescimento delle partecipazioni detenute da alcuni soci della scissa compensa la mancata assegnazione di azioni della beneficiaria.

Nel caso di specie, infatti, la Scissione si realizzerà senza l'assegnazione di azioni della Società Beneficiaria ai soci della Società Scissa, ma interverrà mediante la riduzione del capitale sociale di quest'ultima.

Si sottolinea sul punto che ai soci della Società Scissa non verranno assegnate neanche azioni della medesima, ma che gli stessi vedranno incrementare la percentuale della propria partecipazione nel capitale sociale di UniCredit Services a fronte della riduzione del capitale della stessa imputabile alle sole azioni di UniCredit S.p.A. che verranno annullate sulla scorta del Rapporto di Cambio (come identificato e definito nel seguente paragrafo 3.1) e conseguentemente UniCredit S.p.A. vedrà ridotta la propria partecipazione nella Società Scissa.

In ragione di ciò, verrà richiesto in sede di assemblea straordinaria il consenso unanime dei soci della Società Scissa ai sensi e per gli effetti dell'art. 2506 comma 2 del Codice Civile.

Inoltre, come meglio rappresentato nel successivo paragrafo 4, viene riconosciuto ai soci della Società Scissa, il diritto di fare acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso.

Da ultimo si evidenzia che la Scissione sarà sottoposta per la competente decisione al Consiglio di Amministrazione di UniCredit S.p.A. conformemente a quanto previsto nell'art. 23, comma 3, dello Statuto Sociale della stessa. Ciò a meno che i soci di UniCredit S.p.A. che rappresentino almeno il 5 per cento del capitale sociale non richiedano – entro otto giorni dal deposito del Progetto di Scissione presso il Registro delle Imprese o dalla pubblicazione del Progetto di Scissione di cui al terzo comma dell'articolo 2501-*ter* del Codice Civile – che la deliberazione di approvazione della Scissione venga adottata dall'assemblea straordinaria come previsto nell'art. 2505, comma terzo del Codice Civile, richiamato dall'art. 2505-*bis*, comma terzo del Codice Civile.

1.5. Operazioni con parti correlate

Stante il rapporto di controllo esistente tra UniCredit S.p.A. e UniCredit Services, la Scissione si configura come operazione tra parti correlate, di minore rilevanza, ai sensi del Regolamento Consob per le Operazioni con Parti Correlate (approvato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche) e della Circolare Banca d'Italia 263/2006 sulle Operazioni con Soggetti Collegati.

La procedura per le operazioni con parti correlate del gruppo UniCredit, denominata “*Global Policy per la gestione delle operazioni con soggetti in conflitto di interessi*” (di seguito, la “**Procedura**”) prevede un'esenzione per le operazioni effettuate da UniCredit S.p.A. con entità appartenenti al Gruppo.

In particolare, la Procedura prevede che non trovino applicazione gli *iter* deliberativi previsti dalla medesima alle operazioni con o tra società controllate (anche se non detenute in via totalitaria) di UniCredit S.p.A. qualora nelle società controllate controparti dell'operazione, non vi siano interessi qualificati come significativi ai sensi della Procedura. Conseguentemente, l'operazione di specie non è soggetta all'applicazione degli *iter* deliberativi, essendo sufficiente che della stessa sia data informativa nell'ambito del flusso trimestrale predisposto per il Comitato Parti Correlate, nonché per il Consiglio di Amministrazione ed il Collegio Sindacale di UniCredit S.p.A., idoneo a consentire un adeguato monitoraggio dell'operazione.

2. ELEMENTI PATRIMONIALI OGGETTO DI SCISSIONE

La Scissione comporta l'assegnazione – da parte della Società Scissa in favore della Società Beneficiaria – del proprio compendio aziendale relativo alla gestione degli immobili e all'attività di *operations*, svolta in Italia per i clienti italiani, sostanzialmente costituito dalle attività, passività, risorse, diritti, obblighi, responsabilità, poteri, oneri, aspettative e, in genere, da tutte le situazioni soggettive di natura sostanziale connesse alla gestione degli immobili e all'attività di *operations*.

La Società Scissa trasferirà alla Società Beneficiaria tutte le attività e le passività relative al Compendio nella consistenza in cui si troveranno al momento dell'efficacia dell'operazione tenendo conto, pertanto, delle variazioni derivanti dalla dinamica operativa successiva alla data del 31 dicembre 2018.

Al fine di mantenere inalterato il rapporto di cambio, come definito al successivo punto 3, eventuali differenze nella consistenza degli elementi patrimoniali attivi e passivi costituenti il compendio che dovessero verificarsi tra il 31 dicembre 2018, data di riferimento della situazione patrimoniale di Scissione, e la data di efficacia della stessa, conseguenti alla ordinaria dinamica aziendale e/o ad una più puntuale individuazione degli elementi medesimi, verranno regolate tra la Società Scissa e la Società Beneficiaria con partite di debito e credito, senza comportare variazioni nella consistenza patrimoniale del Compendio oggetto di assegnazione a favore della Società Beneficiaria. Similmente, non determineranno variazioni del Compendio eventuali differenze qualitative degli elementi patrimoniali attivi e passivi, anch'esse derivanti dalla dinamica aziendale. Qualora, per effetto delle variazioni suddette, si verificassero differenze significative rispetto alla

situazione patrimoniale di Scissione al 31 dicembre 2018¹, la situazione patrimoniale del Compendio alla data di efficacia verrà rappresentata al Consiglio di Amministrazione della Società Scissa e della Società Beneficiaria prima di procedere al regolamento delle partite di debito e credito.

Il Bilancio del compendio al 31 dicembre 2018 presentato di seguito è stato riclassificato secondo lo schema previsto dalla Circolare 262 di Banca d'Italia.

Stato Patrimoniale			
€ migliaia	Real Estate & Logistics (A)	Operations (B)	Totale (A+ B)
Attività Finanziarie al costo ammortizzato	-	-	19,200
<i>di cui Attività Finanziarie valutate al costo ammortizzato verso Banche</i>	-	-	19,200
Immobilizzazioni materiali	40,120	-	40,120
<i>di cui Terreni e Fabbricati ad uso funzionale</i>	4,320	-	4,320
Altre Attività	113,627	8,278	121,905
<i>di cui Migliorie su beni di terzi</i>	101,561	-	101,561
<i>di cui Crediti</i>	2,420	7,776	10,196
TOTALE ATTIVO	153,747	8,278	181,225
Passività finanziarie al costo ammortizzato	-	-	58,168
Altre Passività	47,459	21,512	68,971
Accantonamenti al Fondo TFR	4,713	19,103	23,816
Accantonamenti per Rischi ed Oneri	2,949	2,092	5,041
TOTALE PASSIVO	55,122	42,707	155,996
PATRIMONIO NETTO	-	-	-
TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	55,122	42,707	155,996
SBILANCIO TRA ATTIVITA' E PASSIVITA'	98,626	(34,429)	25,229

Al 31 dicembre 2018 il Totale Attivo del Compendio è pari ad Euro 181,2m, e risulta costituito principalmente da:

- Attività Finanziarie al costo ammortizzato che includono le Attività Finanziarie valutate al costo ammortizzato verso Banche, per un ammontare pari a Euro 19,2m (stimato considerando la giacenza media annuale sui conti correnti di UniCredit Services);
- Attività materiali, essenzialmente riconducibili al business real estate e comprendono Euro 4,3m relativi ad un immobile situato in Verona, in località Frugose;
- Altre attività, inclusive di (i) migliorie su beni di terzi per Euro 101,6m e (ii) crediti per Euro 10,2m, di cui verso UniCredit S.p.A. per Euro 8,9m.

Al 31 dicembre 2018 il Totale Passivo del Compendio, pari ad Euro 156,0m, è costituito prevalentemente da:

¹ Al riguardo si precisa che, sulla base delle analisi effettuate, lo sbilancio delle variazioni nelle consistenze degli elementi patrimoniali del Compendio derivante dall'applicazione dell'IFRS16 in vigore a partire dal 1° gennaio 2019, non è ritenuto significativo in relazione alle variazioni stesse e, pertanto, verrà anch'esso regolato con partite di debito e credito.

- Passività finanziarie per circa Euro 58,2m (quantificato sulla base delle prospettate esigenze di pagamento di affitti e tenendo conto inoltre di incassi e pagamenti avvenuti nel 4Q2018; l'impatto del costo del finanziamento non è materiale);
- Altre Passività per circa Euro 68,9m dovute principalmente a (i) Debiti commerciali verso fornitori per circa Euro 32,2m, relative al consueto trend di fatture ed accantonamenti di fine esercizio; ad incentivi all'esodo per il personale, pari a circa Euro 22,7m,
- Accantonamenti al Fondo TFR per circa Euro 23,8m, principalmente riferiti al *business "Operations"*;
- Accantonamenti per Rischi ed Oneri, principalmente riferiti al *business "Real Estate"* pari a circa Euro 5,0m.

Il risultante sbilancio tra Attività e Passività del Compendio è pari ad Euro 25,2m.

Si noti inoltre che al Compendio sono stati attribuite disponibilità liquide (classificate come attività finanziarie al costo ammortizzato) e debito finanziario in modo complessivo, senza distinzione fra *"Real Estate"* e *"Operations"*.

3. CRITERI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

3.1. Il rapporto di cambio determinato dai Consigli di Amministrazione e criteri di attribuzione delle azioni

La Scissione, in quanto non proporzionale e asimmetrica, si realizzerà senza assegnazione di partecipazioni della Società Beneficiaria, ma con la riduzione del capitale sociale della Società Scissa.

In tale contesto, il rapporto di cambio verrà ricavato dal rapporto tra: (i) il valore (*fair value*) del Compendio e (ii) il valore (*fair value*) per azione della Società Scissa ante Scissione, al fine di quantificare il numero di azioni di proprietà della Società Beneficiaria da annullare ("**Rapporto di Cambio**"), secondo il seguente rapporto:

$$\frac{\text{valore (fair value) del Patrimonio Scisso}}{\text{valore (fair value) per azione della Società Scissa}} = n. \text{ azioni da annullare}$$

In tal modo, a fronte dell'annullamento delle sole azioni appartenenti a UniCredit S.p.A., i soci di minoranza della Scissa vedranno incrementata la percentuale della loro partecipazione nel capitale della medesima.

In ragione di ciò, la Società Scissa procederà, quindi, a ridurre il proprio capitale sociale attraverso l'annullamento di n. 43.363.745 azioni di proprietà di UniCredit S.p.A., a fronte di un Patrimonio Netto Contabile del Compendio di Euro 25.228.581. Il capitale sociale della Società Scissa passerà pertanto dagli attuali Euro 237.523.160 (duecentotrentasettemilioni cinquecentotrentemila centosessanta/00) a Euro 194.159.415 (centonovantaquattromilioni centocinquantanovemila quattrocentoquindici /00).

Il trasferimento dell'apporto del Patrimonio Scisso produrrà i propri effetti sul patrimonio netto della Società Beneficiaria, senza che ciò comporti impatti sul capitale sociale della medesima.

Come anticipato, onde garantire la congruità del rapporto di cambio, è stato nominato l'Advisor per condurre le analisi valutative necessarie ad individuare il corretto intervallo di valore relativo al concambio al fine di permettere ai Consigli di Amministrazione delle società coinvolte nella Scissione l'individuazione del Rapporto di Cambio da utilizzare nell'operazione

Al riguardo giova evidenziare che, sulla scorta dell'intervallo di valore identificato dall'Advisor a fronte delle analisi valutative condotte, gli amministratori delle società coinvolte nella Scissione hanno fissato il Rapporto di Cambio nel valore centrale 43.363.745. La correttezza di tale approccio è stata confermata anche dall'Advisor.

3.2. Descrizione dei criteri di valutazione utilizzati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio

Come anticipato, ai fini dell'individuazione dell'intervallo del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla Scissione si sono avvalsi del supporto di un *advisor* finanziario comune.

Il Consiglio di Amministrazione, dopo averli esaminati, ha condiviso e fatto propri metodi, assunzioni e valutazioni dell'Advisor.

3.3. Identificazione del metodo valutativo utilizzato

Ai fini della determinazione dei *fair value* del Compendio e del *fair value* per il 100% del capitale sociale e per azione della Società Scissa ante Scissione – avuto riguardo alle caratteristiche distintive del Compendio e della Società Scissa, al contesto complessivo di riferimento, nonché alle informazioni disponibili – l'Advisor ha utilizzato il metodo dei flussi di cassa attualizzati (di seguito, "DCF") nella variante *unlevered*.

3.4. Breve descrizione del metodo valutativo utilizzato

Il DCF si ispira al concetto generale che il *fair value* di un'azienda o di un ramo di essa sia pari al valore attualizzato dei due seguenti elementi:

- flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro l'orizzonte di previsione;
- valore residuo, cioè il valore del complesso aziendale derivante dal periodo al di là dell'orizzonte di previsione.

Nell'approccio che considera i flussi operativi (approccio *unlevered*), al fine di ottenere il valore economico del capitale investito operativo (*Enterprise Value*), i flussi di cassa considerati sono i *Free Cash Flow* operativi (FCF), i quali vengono scontati al *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*). Il valore così ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione e dell'ammontare del valore delle eventuali attività non operative (*Surplus Assets*) ottenendo così il valore del capitale economico (*Equity Value*).

La formula generale in base alla quale si procede alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda è così rappresentabile:

$$Equity Value = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i} + TV + SA - PFN$$

dove:

- *FCF* = free cash flow, o flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa;
- *WACC* = costo medio ponderato del capitale;
- *n* = periodo di previsione esplicita;
- *TV* = valore attuale del valore residuo (Terminal Value), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte di previsione esplicita;
- *SA* = Surplus Assets;
- *PFN* = Posizione Finanziaria Netta.

I *free cash flow*, o flussi di cassa della gestione operativa, esprimono la dimensione finanziaria della gestione corrente e sono quindi determinati trasformando i redditi operativi prodotti negli effettivi movimenti delle risorse finanziarie generate dalla gestione caratteristica. I flussi di cassa della gestione operativa sono determinati come segue:

+ EBIT
- imposte sull'EBIT
= NOPAT
+ ammortamenti
± variazione del capitale circolante
± variazione dei fondi
- investimenti operativi
+ disinvestimenti operativi
= Flusso di cassa della gestione operativa (FCF)

Il *Terminal Value* è calcolato con la seguente formula:

$$Terminal Value = FCF_n * (1 + g) / (WACC - g)$$

dove:

- *FCF_n* = flusso di cassa sostenibile alla fine dell'orizzonte di previsione esplicita;
- *g* = tasso di crescita del business di lungo termine.

Il *WACC* è determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi, al netto degli effetti fiscali.

La formula per la stima del *WACC* è la seguente:

$$WACC = Ke * \frac{E}{(D + E)} + Kd * (1 - t) * \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

- *Ke* = costo del capitale proprio;

- $E/(D+E)$ = percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);
- K_d = costo del capitale di debito prima delle imposte;
- t = aliquota d'imposta ("scudo fiscale");
- $D/(D+E)$ = percentuale del capitale di debito sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito).

Il costo del capitale proprio (K_e) rappresenta il rendimento che ci si aspetta, in condizioni non influenzate da fenomeni contingenti, dal settore di appartenenza dell'azienda ed è calcolato attraverso il *Capital Asset Pricing Model*, la cui formula è la seguente:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + Add-on$$

dove:

- R_f = tasso privo di rischio (*risk-free rate*), pari al rendimento offerto nel medio-lungo termine da investimenti quali i titoli di stato;
- β = coefficiente "beta" espressivo del rischio che caratterizza la particolare impresa rispetto al mercato;
- $R_m - R_f$ = premio per il rischio azionario, ovvero il rendimento addizionale richiesto da un investitore avverso al rischio rispetto al rendimento delle attività prive di rischio; esso è pari alla differenza tra il rendimento medio del mercato azionario e il tasso privo di rischio;
- *Add-on* rappresenta il premio per il rendimento addizionale richiesto dall'investitore razionale che investe in società di piccole dimensioni o non quotate, che comportano una minore liquidità dell'investimento.

Il costo del debito finanziario (K_d) è il tasso di interesse al quale si ipotizza l'azienda possa finanziarsi. Questo tasso è solitamente stimato facendo riferimento a tassi di mercato, considerando uno *spread* per riflettere il potere contrattuale delle società nei confronti dei fornitori di capitale di debito. Il costo del debito deve essere considerato al netto dell'aliquota d'imposta "t", al fine di tenere conto del risparmio fiscale generato dalla deducibilità degli oneri finanziari.

3.5. Applicazione del metodo valutativo utilizzato

Nel caso in oggetto, trattandosi di scissione parziale non proporzionale ed asimmetrica, le analisi valutative e, dunque, l'applicazione del DCF ha riguardato il Compendio e la Società Scissa (ante effetti derivanti dalla Scissione).

Il DCF è stato sviluppato a partire:

- dalle situazioni patrimoniali ed economiche del Compendio di Unicredit Services al 31 dicembre 2018; e
 - dalle proiezioni 2019-2023 ad essi riferibili, costruite, a loro volta, sulla base delle rispettive base costi prospettiche, alle quali sono stati applicati – per settore di riferimento – dei *mark-up* di mercato derivati dall'analisi di *benchmarking* condotta sulla base di informazioni pubbliche relative a campioni di società italiane non quotate operanti nei settori di interesse.
- I *mark-up* derivanti dall'analisi predetta sono risultati pari a:

- 14,8% per il settore ICT;
- 11,0% per il settore “Operations”;
- 6,3% per il settore “Real Estate”.

Il *fair value* del Compendio e della Società Scissa (ante Scissione) è stato calcolato come somma algebrica dell’*Enterprise Value* (EV), del valore attuale del valore terminale (TV), della posizione finanziaria netta (PFN) e dei *Surplus Assets* (SA) al 31 dicembre 2018.

Il tasso di attualizzazione dei flussi, corrispondente al costo medio ponderato del capitale (WACC) è stato determinato pari a 10,1% per il Compendio e a 9,4% per la Società Scissa. In entrambe le valutazioni è stato considerato, ai fini del calcolo del valore terminale, un tasso di crescita di lungo periodo pari a 1,6%. Sulla base delle analisi valutative condotte e delle analisi di sensitività effettuate con riguardo al tasso di attualizzazione ed al tasso di crescita di lungo periodo, è stato determinato un intervallo di *fair value*:

- per il Compendio compreso tra Euro 73,5m ed Euro 94,7m, con un valore centrale pari ad Euro 83,5m;
- per il 100% del capitale sociale della Società Scissa ante Scissione, compreso tra Euro 341,6m ed Euro 588,4m, con un valore centrale pari ad Euro 457,1m. Il valore per azione della Società Scissa ante Scissione, pertanto, risulta compreso tra Euro 1,4 ed Euro 2,5, con un valore centrale pari ad Euro 1,9.

Si specifica che le analisi valutative finalizzate all’individuazione dell’intervallo del Rapporto di Cambio sono state effettuate rispettando il criterio dell’omogeneità, vale a dire omogeneo apprezzamento delle fonti di reddito e di rischio, ciò al fine di individuare valori relativi e tra loro confrontabili delle interessate entità.

3.6. Documentazione utilizzata

La valutazione del Compendio e di UniCredit Services ante Scissione è stata effettuata prendendo in esame una serie di documenti e informazioni, tra cui si segnalano: (i) le situazioni patrimoniali ed economiche del Compendio e di UniCredit Services al 31 dicembre 2018, e (ii) le proiezioni 2019-2023 del Compendio e di UniCredit Services, costruite, a loro volta, sulla base delle rispettive base costi prospettiche fornite dal Management e dei *mark-up* derivanti dall’analisi di *benchmarking*.

3.7. Difficoltà di valutazione riscontrate

Nell’ambito del processo valutativo sono emersi taluni limiti e difficoltà di valutazione che possono così sintetizzarsi:

- **Limiti insiti nei dati previsionali:** la determinazione del *fair value* del Compendio e di UniCredit Services ante Scissione è stata effettuata, tra l’altro, utilizzando dati economico-finanziari prospettici che presentano per loro natura profili di incertezza; in particolare, mutamenti dello scenario macroeconomico e/o del settore specifico di appartenenza, potrebbero modificare in maniera significativa gli assunti ed i presupposti alla base dei dati economico-finanziari prospettici che potrebbero, quindi, esserne fortemente influenzati. Tale limitazione è stata tuttavia mitigata mediante sviluppo di analisi di sensitività;
- **Complessità della metodologia e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati:** il metodo di valutazione utilizzato ha richiesto l’applicazione di un processo valutativo articolato e complesso che ha

comportato, in particolare, la scelta di diversi parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative. Pertanto i risultati ottenuti dipendono dalle assunzioni formulate. L'approccio metodologico complessivo, unitamente allo sviluppo di analisi di sensitività per tenere conto di possibili scenari valutativi, ha consentito di gestire adeguatamente tale peculiarità valutativa.

3.8. Sintesi delle risultanze dei procedimenti valutativi e determinazione del Rapporto di Cambio

Ferme restando le considerazioni e assunzioni sopra evidenziate, l'applicazione della metodologia sopra descritta ha condotto i Consigli di Amministrazione a individuare, con il supporto dell'Advisor, le seguenti risultanze del procedimento valutativo:

Sintesi dei risultati	Minimo	Centrale	Massimo
<i>Fair Value</i> Compendio	Euro 73,5m	Euro 83,5m	Euro 94,7m
<i>Fair Value</i> UniCredit Services	Euro 341,6m	Euro 457,1m	Euro 588,4m
<i>Fair Value</i> per azione UniCredit Services	Euro 1,4	Euro 1,9	Euro 2,5
Rapporto di Cambio	# 38.206.120	# 43.363.745	# 51.111.689

All'esito del processo valutativo, nonché dei confronti intervenuti tra le parti, i Consigli di Amministrazione di UniCredit Services S.C.p.A. e di UniCredit S.p.A., nelle rispettive sedute del 4 febbraio 2019 e 6 febbraio 2019, hanno approvato il Rapporto di Cambio di cui alla precedente sezione 3.1, in linea con le indicazioni dell'Advisor secondo cui sarebbe coerente con la prassi di mercato.

4. VALUTAZIONE SULLA RICORRENZA DEL DIRITTO DI RECESSO E DIRITTO DI FARSI ACQUISTARE LE AZIONI

Preliminarmente giova ricordare che stante la natura asimmetrica della Scissione, la stessa richiederà il consenso unanime dei soci della Società Scissa. Inoltre, per quanto concerne il diritto di recesso ai sensi degli artt. 2437 e 2437-*quinques* del Codice Civile, si evidenzia che non ne ricorrono i presupposti per l'esercizio da parte degli azionisti della Società Scissa e della Società Beneficiaria che non abbiano concorso alla deliberazione di approvazione della Scissione, anche in virtù del fatto che la Scissione non comporta alcuna modifica agli statuti delle società coinvolte, fuorché la rettifica del valore del capitale sociale della Scissa a seguito della riduzione del medesimo.

Ciò posto, come anticipato in precedenza, ai soci di minoranza di UniCredit Services viene riconosciuto il diritto di fare acquistare le proprie partecipazioni da UniCredit S.p.A. per un corrispettivo, determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso di cui all'art. 2437-*ter* del Codice Civile, pari ad Euro 1,9 per ciascuna azione (di seguito, "**Diritto a Vendere**"). In particolare, tale valore è stato determinato sulla scorta dell'intervallo di valore

identificato dall'Advisor con riferimento al *Fair Value* per azione di UniCredit Services (ante Scissione), ponendosi sul valore centrale. I criteri utilizzati per la determinazione del valore in oggetto, inoltre, hanno ricevuto il parere favorevole del Collegio Sindacale di UniCredit Services e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti.

I soci di minoranza della Società Scissa, qualora non dovessero concordare con l'operazione in oggetto, potranno esercitare il Diritto a Vendere la propria partecipazione in UniCredit Services a UniCredit S.p.A., dalla data di iscrizione del Progetto di Scissione presso il Registro delle Imprese di Milano-Monza-Brianza-Lodi sino al quindicesimo giorno (incluso) antecedente alla data fissata per il deposito delle azioni ai fini dell'esercizio del diritto di voto nell'assemblea straordinaria di UniCredit Services. Tale comunicazione dovrà essere effettuata con modalità che garantiscano la prova dell'avvenuto ricevimento.

UniCredit S.p.A. si rende disponibile a sottoscrivere il contratto di acquisto delle partecipazioni di UniCredit Services entro 5 giorni dal ricevimento della predetta comunicazione. L'efficacia del predetto contratto sarà risolutivamente condizionata alla unanime approvazione del Progetto di Scissione da parte dell'assemblea dei soci di UniCredit Services.

Diversamente, nel caso in cui il socio dichiarasse la propria intenzione di avvalersi del Diritto a Vendere ma volesse contestare il valore di liquidazione sopra menzionato, lo stesso dovrà proporre la propria contestazione contestualmente alla dichiarazione di avvalersi del Diritto a Vendere. Conseguentemente, la partecipazione verrà ceduta nei termini di cui al capoverso precedente (*i.e.* entro 5 giorni dal ricevimento della comunicazione ed al valore determinato nel Progetto di Scissione), sebbene il valore di vendita potrà essere soggetto ad aggiustamenti. Il socio contestante, infatti, potrà proporre istanza al Tribunale competente affinché nomini l'esperto chiamato a determinare definitivamente e irrevocabilmente il valore di liquidazione entro 90 giorni dall'esercizio del citato diritto, tramite relazione giurata. L'esperto provvederà – anche sulle spese – ai sensi dell'art. 1349 del Codice Civile. Qualora il valore di liquidazione determinato dall'esperto sia maggiore di quello previsto nel Progetto di Scissione, UniCredit S.p.A. provvederà a versare al socio da liquidare la necessaria integrazione del prezzo già corrisposto. In caso contrario, ove il valore determinato dall'esperto fosse inferiore, il socio in oggetto provvederà a restituire la differenza a favore di UniCredit S.p.A.

5. EFFETTI SULLA COMPOSIZIONE DELL'AZIONARIATO DELLA SOCIETÀ SCISSA E DELLA SOCIETÀ BENEFICIARIA

La Scissione, come anticipato, si realizzerà senza l'assegnazione di azioni della Società Beneficiaria ai soci della Società Scissa, ma interverrà mediante la riduzione del capitale sociale di quest'ultima.

Per effetto della Scissione, a seguito dell'annullamento delle azioni detenute da UniCredit S.p.A., il capitale sociale della Società Scissa passerà, pertanto, dagli attuali Euro 237.523.160 (duecentotrentasettemilioni cinquecentoventitremila centosessanta/00) a Euro 194.159.415 (centonovantaquattromilioni centocinquantanovemila quattrocentoquindici /00) e sarà ripartito tra i soci della medesima come di seguito:

1. il socio UniCredit S.p.A. titolare di n. 194.159.315 azioni del valore nominale di Euro 1 (uno) ciascuna, per il valore nominale complessivo di Euro 194.159.315, deterrà il 99,99994850%;

2. il socio “UniCredit Bank AG”, titolare di n. 20 (venti) azioni del valore nominale di Euro 1 (uno) ciascuna, per il valore nominale complessivo di Euro 20 (venti); deterrà lo 0,00001030%;
3. il socio “Fineco Bank S.p.A.”, titolare di n. 20 (venti) azioni del valore nominale di Euro 1 (uno) ciascuna, per il valore nominale complessivo di Euro 20 (venti) deterrà lo 0,00001030%;
4. il socio “UniCredit Factoring S.p.A.”, titolare di n. 20 (venti) azioni del valore nominale di Euro 1 (uno) ciascuna, per il valore nominale complessivo di Euro 20 (venti) deterrà lo 0,00001030%;
5. il socio “Cordusio Società Fiduciaria per Azioni”, titolare di n. 10 (dieci) azioni del valore nominale di Euro 1 (uno) ciascuna, per il valore nominale complessivo di Euro 10 (dieci) deterrà lo 0,00000515%;
6. il socio “Cordusio Sim S.p.A.”, titolare di n. 10 (dieci) azioni del valore nominale di Euro 1 (uno) ciascuna, per il valore nominale complessivo di Euro 10 (dieci) deterrà lo 0,00000515%;
7. il socio “Société Générale Securities Services S.p.A.”, titolare di n. 20 (venti) azioni del valore nominale di Euro 1 (uno) ciascuna, per il valore nominale complessivo di Euro 20 (venti) deterrà lo 0,00001030%.

In ragione di ciò, permarrà pressoché inalterato il rapporto di controllo ad oggi esistente fra UniCredit S.p.A. e UniCredit Services.

Con riferimento, invece, all’assetto partecipativo della Società Beneficiaria, stante il fatto che la Scissione si realizza senza emissione o assegnazione di azioni della Beneficiaria, non si verificherà alcun impatto sull’azionariato della medesima.

6. DESCRIZIONE DEI DIRITTI CONNESSI ALLE AZIONI

Come anticipato, la Scissione non comporta l’emissione di azioni né da parte della Società Beneficiaria né da parte della Società Scissa. Le modalità con cui viene attuata la medesima, ossia la riduzione del capitale sociale di UniCredit Services attraverso l’annullamento di parte delle azioni appartenenti a UniCredit S.p.A., porteranno ad un incremento della percentuale di partecipazione dei soci di minoranza della Società Scissa nel capitale sociale della medesima.

Conseguentemente le caratteristiche e i diritti delle azioni ordinarie di UniCredit Services – il cui contenuto è disciplinato nel relativo Statuto Sociale allegato al Progetto di Scissione – permarranno inalterati a seguito della Scissione.

7. EFFETTI DELLA SCISSIONE SUI PATTI PARASOCIALI

Alla data della presente relazione non esistono patti parasociali ai sensi dell’art. 122, Testo Unico della Finanza, aventi ad oggetto le azioni di UniCredit che possano essere impattati dalla Scissione.

8. DATA DI EFFICACIA DELLA SCISSIONE

La Scissione avrà effetto nei confronti dei terzi, ai sensi dell’art. 2506-*quater* del Codice Civile, a partire dalla data che sarà indicata nell’atto di Scissione attualmente identificata

nel 1 Settembre 2019, successiva in ogni caso all'ottenimento dell'autorizzazione ai sensi dell'art. art. 57, TUB ed all'ultima delle date di iscrizione dell'atto stesso presso il Registro delle Imprese di Milano-Monza-Brianza-Lodi.

Gli effetti di cui all'art. 2501-ter, comma primo, numero 6, del Codice Civile – come richiamato dall'art. 2506-*quater*, comma secondo, del Codice Civile (*i.e.* imputazione delle operazioni al bilancio della Società Beneficiaria) e più in generale ogni effetto contabile e fiscale della Scissione decoreranno dalla data di efficacia giuridica della stessa.

9. RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE

L'operazione di Scissione è considerata fiscalmente neutrale ai fini dell'imposta sul reddito delle società ai sensi dell'articolo 173 del D.P.R. 917/1986, e non è considerata cessione di beni ai fini dell'imposta di valore aggiunto ai servizi ai sensi dell'art. 2, del comma 3, della lettera f) del D.P.R. n. 633/1972.