

## **CALTAGIRONE S.P.A.**

### **DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE**

*(Redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato con Delibera del Regolamento dalla Consob con Delibera del 12 marzo 2010, n. 17221 e ss. mm. ii.)*

### **ADESIONE DA PARTE DI TALUNE SOCIETÀ CONTROLLATE ALL'OFFERTA PUBBLICA VOLONTARIA TOTALITARIA PROMOSSA DA BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA AVENTE A OGGETTO AZIONI ORDINARIE DI MEDIOBANCA – BANCA DI CREDITO FINANZIARIO S.P.A.**

4 settembre 2025

Il presente Documento Informativo è a disposizione del pubblico sul sito *internet* e presso la sede sociale di Caltagirone S.p.A., in 00187 – Roma, Via Barberini, n. 28.

## SOMMARIO

PREMESSA.....	3
1. AVVERTENZE.....	4
1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate. 4	
2. Informazioni relative all'Operazione .....	5
2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione. ....	5
2.1.1 L'Offerta di BMPS.....	5
2.1.2 Il Corrispettivo dell'Offerta.....	6
2.1.3 Le condizioni di efficacia dell'Offerta. ....	7
2.1.4 Motivazioni dell'Offerta e programmi futuri elaborati dall'Offerente. ....	10
2.1.5 L'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da Mediobanca su Banca Generali S.p.A. ..	12
2.1.6 Il Comunicato dell'Emittente.....	13
2.2 Indicazione delle parti correlate nel contesto dell'adesione all'Offerta, della natura della correlazione e della natura degli interessi di tali parti nell'operazione. ....	14
2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la Società di aderire all'Offerta.....	15
2.4 Modalità di determinazione del Corrispettivo. Valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni simili.....	17
2.4.1 Sintesi delle informazioni fornite dall'Offerente in relazione al Corrispettivo.....	17
2.4.2 Selezione dell'Esperto da parte del Comitato.....	17
2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'adesione all'Offerta. ....	20
2.6 Incidenza dell'operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione di Caltagirone e di società da quest'ultima controllate. ....	21
2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione, direttori generali e dirigenti di Caltagirone coinvolti nell'adesione all'Offerta. ....	21
2.8 Descrizione della procedura di approvazione dell'Operazione. ....	22
2.9 Se la rilevanza dell'Operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, del Regolamento OPC, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlate, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni. ....	23
Allegati .....	23

\*\*\*

**PREMESSA.**

Il presente documento informativo (il **‘Documento Informativo’**) è stato predisposto da Caltagirone S.p.A. (**‘Caltagirone’** o la **‘Società’**) ai sensi dell’art. 5 e dell’Allegato 4 del Regolamento adottato con Delibera del Regolamento dalla Consob con Delibera del 12 marzo 2010, n. 17221 e ss. mm. ii. (il **‘Regolamento OPC’**) nonché dell’art. 6.1 della Procedura Operazioni con Parti Correlate adottata dalla Società (la **‘Procedura’**) al fine di illustrare le valutazioni svolte in ordine alla operazione concernente l’adesione da parte di talune società controllate da Caltagirone, titolari di azioni di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (**‘Mediobanca’** o l’**‘Emittente’**), all’offerta pubblica di scambio totalitaria volontaria promossa sulla totalità delle azioni ordinarie di quest’ultima (l’ **‘Offerta’** o l’**‘OPS’**) da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (**‘BMPS’** o l’**‘Offerente’**).

L’Offerta è stata annunciata al mercato in data 24 gennaio 2025, ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il **‘TUF’**) nonché delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel regolamento adottato dalla Consob con Delibera n. 17971 del 14 maggio 1999 e ss. mm. ii. (il **‘Regolamento Emittenti’**). In data 3 luglio 2025, BMPS ha pubblicato il documento di offerta (il **‘Documento di Offerta’**), approvato dalla Consob il 2 luglio 2025.

L’Offerta prevede il riconoscimento per ciascun aderente di un corrispettivo unitario rappresentato da n. 2,533 azioni ordinarie di BMPS di nuova emissione, prive di indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie di BMPS già in circolazione alla data dell’emissione, che saranno quotate su Euronext Milan, per ogni azione portata in adesione all’Offerta (il **‘Corrispettivo’**).

L’Offerta è soggetta a talune condizioni di efficacia.

Ciò premesso, talune società controllate direttamente e indirettamente (le **‘Società Controllate’**) da Caltagirone posseggono complessive n. 9.650.000 azioni di Mediobanca oggetto dell’Offerta (le **‘Azioni’**)<sup>(1)</sup>.

Le Società Controllate sono state, quindi, chiamate a decidere se portare le stesse Azioni in adesione all’OPS.

In occasione della riunione del 4 agosto 2025, il Consiglio di Amministrazione della Società, in ragione del possibile rapporto di correlazione con BMPS (sul quale meglio *infra*), ha deliberato, in via volontaria e prudenziale, che l’operazione avente a oggetto l’eventuale adesione all’OPS sarebbe stata esaminata

---

<sup>(1)</sup> In particolare, le società controllate che detengono le Azioni sono le seguenti: Calt 2004 S.p.A. per n. 3.050.000 azioni; Finced S.r.l. per n. 2.000.000; CED Digital & Servizi per n. 630.000; ITV S.r.l. per n. 620.000; PIM S.r.l. per n. 1.120.000; Quotidiano di Puglia S.r.l. per n. 680.000; Stampa Venezia S.r.l. per n. 680.000; Stampa Roma 2015 S.r.l. per n. 670.000; Viapar S.r.l. per n. 200.000

preventivamente da Caltagirone, attivando i presidi previsti per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza (l'«**Operazione**») in conformità all'art. 9 della propria Procedura Operazioni con Parti Correlate (la «**Procedura**»).

Alla luce di quanto precede, in data 27 agosto 2025, in vista della riunione del Consiglio di Amministrazione della Società convocata per il giorno 1 settembre 2025 per esaminare l'Operazione e delle riunioni dei consigli di amministrazione delle Società Controllate, comunque competenti a valutare in autonomia l'opportunità di aderire all'Offerta, il Comitato Amministratori Indipendenti (il «**Comitato**» o il «**CAI**») di Caltagirone ha rilasciato, secondo quanto previsto dall'art. 6 della Procedura e dall'art. 8 del Regolamento adottato dalla Consob con Delibera del 12 marzo 2010, n. 17221 e ss. mm. ii. (il «**Regolamento OPC**»), il parere motivato di competenza sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (il «**Parere**»), allegato al presente Documento Informativo *sub* **Doc. 1**.

In data 1 settembre 2025, il Consiglio di Amministrazione si è riunito per esaminare l'Operazione e ha deliberato all'unanimità dei votanti di:

- (i) prendere atto delle, e fare proprie le, conclusioni raggiunte dal CAI nel Parere.

In data 1 settembre 2025, i rispettivi organi competenti delle Società Controllate hanno deliberato di aderire all'Offerta promossa da BMPS con la totalità delle azioni di Mediobanca rispettivamente detenute.

## **1. AVVERTENZE**

### **1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate.**

Il Consiglio di Amministrazione di Caltagirone ha ritenuto che BMPS potrebbe essere considerata parte correlata della Società, perché il dott. Alessandro Caltagirone è stretto familiare dell'azionista di riferimento e Presidente del Consiglio Francesco Gaetano Caltagirone e siede come componente non esecutivo nel consiglio di amministrazione della stessa BMPS e, come tale, ai fini della normativa in materia di parti correlate, è da intendersi come dirigente con responsabilità strategiche di quest'ultima. Alla data del Documento Informativo, BMPS non è titolare di partecipazioni nel capitale sociale di Caltagirone.

Per tale ragione, il Consiglio di Amministrazione ha prudenzialmente deliberato, in via volontaria e discrezionale, che l'Operazione sarebbe stata esaminata preventivamente dalla Società, attivando i presidi previsti dalla Procedura ai sensi dell'art. 9 ivi previsto.

Nel fare questo, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che alla decisione di portare in adesione all'Offerta le Azioni detenute dalle Società Controllate trovi applicazione la disciplina dettata in materia

di operazioni di maggiore rilevanza. In data 27 agosto 2025, il CAI ha espresso parere favorevole sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

I componenti del Consiglio di Amministrazione di Caltagirone in carica alla data del Documento Informativo sono: Francesco Gaetano Caltagirone (Presidente), Azzurra Caltagirone (Vicepresidente), Francesco Caltagirone (Amministratore), Mario Delfini (Amministratore), Saverio Caltagirone (Amministratore), Nobile Francesca Comello (Amministratore), Sarah Moscatelli (Amministratore Indipendente), Filomena Passeggio (Amministratore Indipendente) ed Elena De Simone (Amministratore).

Si rileva che, il Presidente Francesco Gaetano Caltagirone è portatore di un interesse rilevante ai sensi dell'art. 2391 cod. civ. in ragione della partecipazione azionaria dal sottoscritto indirettamente detenuta in BMPS nonché della presenza del dott. Alessandro Caltagirone (stretto familiare del Cav. Lav. Francesco Gaetano Caltagirone) nel consiglio di amministrazione della medesima BMPS e dell'Avv. Elena De Simone consigliere di amministrazione della Caltagirone S.p.A. anch'essa presente nel consiglio di amministrazione della BMPS

Nella medesima riunione, il Consiglio di Amministrazione di Caltagirone ha deliberato di prendere atto delle, e fare proprie le, conclusioni raggiunte dal CAI nel Parere e di darne comunicazione alle Società Controllate titolari delle Azioni, affinché potessero tenerne conto ai fini delle determinazioni da assumere in merito alla adesione all'OPS, trasmettendo tutta la documentazione rilevante.

## **2. Informazioni relative all'Operazione**

### **2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione.**

#### ***2.1.1 L'Offerta di BMPS***

L'Offerta aveva ad oggetto massime n. 849.458.551 azioni dell'Emittente, vale a dire: (i) n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca, ossia la totalità delle azioni ordinarie emesse, ivi incluse le n. 26.914.597 azioni proprie, corrispondenti a circa il 3,2% del capitale sociale dell'Emittente alla data del Documento di Offerta, *nonché* (ii) n. 16.178.862 azioni ordinarie di Mediobanca che l'Emittente potrebbe emettere prima del perfezionamento dell'Offerta a favore dei beneficiari di taluni dei piani di incentivazione.

In data 31 luglio 2025, Mediobanca ha comunicato la variazione del proprio capitale sociale a seguito dell'annullamento, effettuato in pari data, di n. 20.000.000 di azioni proprie in portafoglio senza riduzione del capitale sociale (giusta delibera assembleare del 28 ottobre 2024). Ne consegue che il capitale sociale di Mediobanca constava, alla data del Parere, di n. 813.279.689 azioni ordinarie, di cui 6.914.597 azioni proprie.

Alla Data del Documento di Offerta, l'Offerente detiene, direttamente, n. 31.996 azioni dell'Emittente, rappresentative dello 0,004% del capitale sociale. Si precisa che in tale computo non sono considerate azioni di Mediobanca che fossero detenute da fondi di investimento e/o altri organismi di investimento collettivo del risparmio gestiti da società del Gruppo facente capo a BMPS (**Gruppo MPS**) in piena autonomia da quest'ultimo e nell'interesse della clientela.

Si precisa che, in relazione all'Offerta, non vi sono persone che agiscono di concerto con l'Offerente ai sensi dell'art. 101-bis, commi 4, 4-bis e 4-ter, del TUF e dell'art. 44-quater del Regolamento Emittenti.

L'Offerta è promossa esclusivamente in Italia, in quanto le azioni oggetto dell'Offerta sono quotate solo su Euronext Milan, ed è rivolta, su base non discriminatoria e a parità di condizioni, a tutti gli azionisti dell'Emittente.

L'efficacia dell'Offerta è subordinata al verificarsi delle condizioni di efficacia dell'Offerta, secondo quanto descritto infra nel presente Documento Informativo. Si segnala che l'Offerente potrà modificare e/o rinunciare, in tutto o in parte, a una o più delle condizioni di efficacia, a eccezione di quella definita "Condizione Soglia Minima", relativa alla circostanza che BMPS venga a detenere, all'esito dell'OPS – per effetto delle adesioni e/o di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta ai sensi della normativa applicabile durante il Periodo di Adesione (come *infra* definito) – una partecipazione pari ad almeno il 35% dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee dell'Emittente.

Il periodo di adesione, concordato con Borsa Italiana, corrispondente a quaranta giorni di borsa aperta, avrà inizio alle ore 8:30 (ora italiana) del 14 luglio 2025 e avrà termine alle ore 17:30 (ora italiana) dell'8 settembre 2025, estremi inclusi, salvo eventuali proroghe in conformità con la normativa applicabile (il **Periodo di Adesione**).

### ***2.1.2 Il Corrispettivo dell'Offerta.***

Il Corrispettivo è rappresentato da azioni ordinarie dell'Offerente di nuova emissione, offerte in scambio a fronte di azioni ordinarie dell'Emittente portate in adesione all'Offerta. In particolare, per ciascuna azione oggetto dell'Offerta portata in adesione, l'Offerente offrirà il Corrispettivo, costituito da n. 2,533 azioni dell'Offerente di nuova emissione in esecuzione dell'aumento di capitale al servizio dell'Offerta deliberato dal Consiglio di Amministrazione di BMPS del 26 giugno 2025 in esercizio della delega allo stesso attribuita dall'Assemblea dell'Offerente del 17 aprile 2025 ai sensi dell'art. 2443 cod. civ. (l'**Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta**); pertanto, a titolo esemplificativo, per ogni n. 1.000 azioni portate in adesione all'Offerta saranno corrisposte n. 2.533 Azioni di BMPS di nuova emissione.

Le azioni di BMPS di nuova emissione rivenienti dall'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta avranno godimento regolare e, pertanto, attribuiranno ai loro possessori pari diritti rispetto alle azioni ordinarie di

BMPS già in circolazione alla data di emissione e saranno quotate su Euronext Milan e in regime di dematerializzazione ai sensi dell'articolo 83-bis del TUF.

Il Corrispettivo è frutto dell'aggiustamento da parte di BMPS del corrispettivo originariamente previsto nella Comunicazione dell'Emittente, pari a n. 2,3 Azioni di BMPS per ogni azione oggetto dell'Offerta portata in adesione, aggiustamento conseguente al pagamento del dividendo approvato dall'Assemblea ordinaria degli Azionisti di BMPS in data 17 aprile 2025 e al pagamento dell'acconto sul dividendo a valere sui risultati al 31 dicembre 2024 deliberato dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca in data 8 maggio 2025. Il Corrispettivo potrà essere oggetto di ulteriori aggiustamenti, fatte salve in ogni caso rimodulazioni e/o modifiche del contenuto e/o della struttura dell'Offerta.

In caso di adesione totalitaria all'Offerta, ovverosia nel caso in cui tutte le n. 829.458.551 azioni oggetto dell'Offerta siano portate in adesione alla stessa, saranno assegnate agli aderenti quale Corrispettivo complessivo n. 2.101.018.510 azioni di BMPS di nuova emissione, rivenienti dall'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, rappresentative di circa il 63% del capitale sociale di BMPS.

Ulteriori informazioni sul corrispettivo e sulle modalità di determinazione dello stesso, sulle metodologie di valutazione e sui conseguenti valori economici delle azioni di Mediobanca e BMPS sono riportate nella Sezione E del Documento di Offerta.

### ***2.1.3 Le condizioni di efficacia dell'Offerta.***

L'efficacia dell'Offerta è subordinata all'avveramento (o alla rinuncia da parte dell'Offerente secondo quanto previsto dal Documento di Offerta) di ciascuna delle seguenti condizioni (dandosi atto che le stesse sono nel seguito indicate secondo una sequenza temporale che non è tassativa):

- (i) che le Autorizzazioni Preventive ottenute (cfr. Par. A.1.2 del Documento di Offerta) non vengano revocate e/o modificate per prevedere prescrizioni, condizioni o limitazioni non presenti alla data del documento di Offerta (la '**Condizione Autorizzazioni Preventive**');
- (ii) che l'Offerente abbia ottenuto l'approvazione incondizionata (ovvero senza condizioni, limitazioni e prescrizioni) dell'operazione proposta da BMPS con l'Offerta da parte delle competenti autorità antitrust (la '**Condizione Antitrust**');
- (iii) che vengano rilasciate le ulteriori Altre Autorizzazioni (come definite al Par. A.1.2 del Documento di Offerta e, unitamente alle Autorizzazioni Preventive, le '**Autorizzazioni**') senza prescrizioni, condizioni o limitazioni (la '**Condizione Altre Autorizzazioni**');
- (iv) che nessuna autorità competente, inclusi organi giurisdizionali, emetta delibere o provvedimenti tali da precludere, limitare o rendere più onerosa la possibilità per BMPS e/o Mediobanca, di realizzare l'Offerta ovvero gli obiettivi della medesima;

- (v) che, tra la data della Comunicazione dell'Offerente e il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, prevista per il 15 settembre 2025 (la '**Data di Pagamento del Corrispettivo**'), non si siano verificati fatti, eventi o circostanze che impediscano a BMPS di dare corso all'Offerta in conformità alle Autorizzazioni ricevute in merito all'Offerta e alle previsioni in esse contenute;
- (vi) che l'Offerente venga a detenere, all'esito dell'Offerta – per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile – una partecipazione pari ad almeno il 66,67% dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee dell'Emittente (la '**Condizione Soglia**'). L'Offerente tuttavia si riserva di rinunciare a tale condizione di efficacia e di procedere con l'acquisto di tutte le azioni oggetto dell'Offerta portate in adesione all'Offerta medesima nonostante si tratti di un quantitativo di azioni di Mediobanca inferiore rispetto a quello sopra indicato, purché la partecipazione che l'Offerente venga a detenere all'esito dell'Offerta – per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile durante il Periodo di Adesione (come eventualmente prorogato) – sia comunque almeno pari al 35% dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee dell'Emittente (soglia, quest'ultima, non rinunciabile) (la '**Condizione Soglia Minima**');
- (vii) che, tra la data della Comunicazione dell'Offerente e il secondo giorno di borsa aperta antecedente la Data di Pagamento del Corrispettivo, gli organi sociali dell'Emittente (e/o di una sua società direttamente o indirettamente controllata o collegata) non deliberino, non compiano, anche qualora deliberati prima della data della Comunicazione dell'Offerente, né si impegnino a compiere o comunque procurino il compimento di (anche con accordi condizionati e/o *partnership* con terzi) atti od operazioni che eccedano i limiti dell'ordinario esercizio dell'attività di impresa dell'Emittente: (x) da cui possa derivare una significativa variazione, anche prospettica, del capitale, del patrimonio, della situazione economica, prudenziale e/o finanziaria e/o dell'attività dell'Emittente (e/o di una sua società direttamente o indirettamente controllata o collegata) come rappresentate nella relazione finanziaria semestrale dell'Emittente al 31 dicembre 2024; (y) che limitino la libera operatività delle filiali, succursali e delle reti nel collocamento di prodotti alla clientela (anche attraverso il rinnovo, la proroga – anche per effetto di mancata disdetta – o la rinegoziazione di accordi distributivi in essere e/o in scadenza); o (z) che siano comunque incoerenti con l'Offerta e con le motivazioni industriali e commerciali sottostanti, salvo che ciò sia dovuto in ottemperanza a obblighi di legge e/o a seguito di richiesta delle autorità di vigilanza, fermo in ogni caso quanto previsto dalla condizione di cui al successivo punto (viii) (la '**Condizione Atti Rilevanti**');

- (viii) che, tra la data della Comunicazione dell'Offerente e il secondo giorno di borsa aperta antecedente la Data di Pagamento del Corrispettivo, 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 della Comunicazione dell'Offerente, né si impegnino a compiere, atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'Offerta ai sensi dell'articolo 104 del TUF, ancorché i medesimi siano stati autorizzati dall'assemblea dei soci in sessione ordinaria o straordinaria dell'Emittente 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 (la '**Condizione su Misure Difensive**');
- (ix) che, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la Data di Pagamento del Corrispettivo, (x) a livello nazionale e/o internazionale, non si siano verificati circostanze o eventi straordinari (a) che comportino o possano comportare significativi mutamenti negativi nella situazione politica, sanitaria, finanziaria, economica, valutaria, normativa (anche contabile e di vigilanza) o di mercato o (b) che abbiano o possano avere 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 di BMPS (e/o delle sue società controllate e/o collegate) come rappresentata nella relazione finanziaria semestrale dell'Emittente al 31 dicembre 2024 e nella relazione finanziaria annuale dell'Offerente al 31 dicembre 2024; e/o (y) non siano emersi fatti o situazioni relativi all'Emittente (e/o alle sue società controllate e/o collegate), non noti al mercato alla Data di Annuncio, che abbiano l'effetto di modificare in modo pregiudizievole l'attività o la situazione dell'Emittente (patrimoniale, economica, reddituale o operativa (e/o delle sue società controllate e/o collegate)) come rappresentata nella relazione finanziaria semestrale dell'Emittente al 31 dicembre 2024 (la '**Condizione MAE**'). Tale Condizione MAE comprende, tra gli altri, anche tutti gli eventi elencati ai punti (x) e (y) di cui sopra che si dovessero verificare nei mercati dove operano l'Emittente, l'Offerente o le rispettive società controllate e/o collegate in conseguenza di, o in connessione con, crisi politiche internazionali attualmente in corso, e/o l'imposizione di dazi commerciali che, sebbene di pubblico dominio alla data del Documento di Offerta, potrebbero comportare conseguenze deteriori per l'Offerta e/o per la situazione patrimoniale, economica, finanziaria o operativa dell'Emittente o dell'Offerente e delle rispettive società controllate e/o collegate.

Con riferimento all'eventuale mancato avveramento delle Condizioni di Efficacia, l'Offerente si riserva il diritto di effettuare qualsiasi valutazione e di prendere qualsiasi decisione consentita in base all'Offerta nel rispetto delle vigenti disposizioni di legge e dei termini descritti nel Documento di Offerta.

### **2.1.4 Motivazioni dell'Offerta e programmi futuri elaborati dall'Offerente.**

Come indicato nel Par. G.2, Sezione G, del Documento di Offerta, l'OPS è promossa da BMPS al fine di realizzare una integrazione tra i gruppi bancari dell'Emittente e dell'Offerente, mediante esercizio da parte di BMPS del controllo di diritto o di fatto sull'Emittente. Tale aggregazione mira a creare un Nuovo Campione Nazionale, combinando due marchi di rilievo nel mercato dei servizi finanziari, con l'obiettivo di rafforzare la sostenibilità del modello di *business*, assicurando solidi livelli di redditività nel medio-lungo periodo.

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'aggregazione con Mediobanca, qualora realizzata, darà vita al terzo operatore bancario nazionale in termini di totale attivi, impieghi alla clientela, raccolta diretta e *total financial assets* e ad un *player* altamente diversificato, resiliente, con *capabilities* distintive e complementari in ciascuna area di *business* e significativo grado di innovatività e supporto alla crescita, con potenziale di competere con le principali realtà bancarie italiane ed europee, tramite la piena valorizzazione del capitale umano esistente. Il nuovo gruppo potrà contare sulle competenze distintive di Mediobanca nelle aree di *Wealth Management*, *Corporate & Investment Banking* e *Consumer Finance*, e di BMPS nei settori del Retail e Commercial Banking. Inoltre, la partecipazione detenuta in Assicurazioni Generali contribuirà altresì positivamente alla diversificazione dei ricavi del nuovo Gruppo MPS e sarà gestita alla stregua delle restanti linee di *business* secondo un'attenta disciplina di ottimizzazione del capitale e una forte logica di redditività aggiustata per il rischio. L'aggregazione permetterà al contempo di offrire ai dipendenti di ciascuna istituzione l'opportunità di sviluppare la propria carriera in un'organizzazione più ampia e, allo stesso tempo, contribuirà ad attrarre nuove risorse di alto profilo; l'Offerente non prevede di apportare unilateralmente modifiche sostanziali ai contratti di lavoro dei dipendenti di Mediobanca e delle società facenti parte del Gruppo Mediobanca, sicché non si prevede che l'Offerta abbia conseguenze negative dirette quanto a condizioni di lavoro o di impiego.

Inoltre, secondo BMPS, l'Offerta, in linea con una logica sottostante di medio-lungo periodo, permetterà di consolidare le strategie di sostenibilità delle due banche, facendo leva sulle rispettive capacità in ambito ESG e il mantenimento degli elevati *standard* di *governance* di BMPS.

Per quanto riguarda i programmi futuri elaborati dall'Offerente in relazione all'Emittente in caso di perfezionamento dell'Offerta, nel Documento di Offerta si illustra quanto segue. L'acquisizione di Mediobanca permette di accelerare l'attuazione delle linee guida strategiche del Piano Industriale 2024-28 di BMPS. Per le diverse linee di *business* coperte da BMPS e da Mediobanca si prevedono le seguenti linee guida strategiche di sviluppo:

- (i) espansione del *business Retail Banking* di Mediobanca attraverso l'offerta dei prodotti *core* di BMPS e la valorizzazione della rete di filiali di BMPS su scala nazionale;

- (ii) creazione di un *player* di riferimento nel *Wealth Management* tramite la combinazione di competenze di BMPS e Mediobanca nel *Private Banking* e nell'*Asset Gathering*, permettendo il rafforzamento delle reti distributive sul mercato, l'aumento della redditività e della penetrazione della clientela;
- (iii) creazione di un operatore *leader* nel *Corporate & Investment Banking* (CIB) grazie alla complementarità tra i segmenti di clientela serviti (PMI e *Large Corporate*) e la gamma di prodotti offerti da BMPS e Mediobanca ai clienti *corporate*; questo darà vita a un'offerta ampia e completa, coprendo tutti i principali prodotti, tra cui servizi di *commercial banking* strettamente legati all'*advisory* finanziario, *Capital Markets*, *Structured Finance CIB*, accesso ed esecuzione nei mercati finanziari e servizi di *specialty finance*, come il *factoring*;
- (iv) ulteriore impulso al posizionamento distintivo di Compass nel settore del credito al consumo grazie al potenziamento della *partnership* esistente con BMPS e all'aumento della penetrazione nella base di clienti *retail*;
- (v) quanto all'area assicurativa, oltre alle sinergie di ricavo nei segmenti *core* di entrambe le entità, ampliamento della offerta di *bancassurance* di BMPS attraverso: (a) l'introduzione di polizze di *Credit Protection Insurance (CPI)* sui prestiti personali di nuova emissione, aumentando la penetrazione della base clienti di Mediobanca capitalizzando l'offerta esistente di BMPS; (b) il potenziamento della penetrazione della clientela, integrando l'offerta di prodotti bancari con quelli assicurativi già presenti nel portafoglio.

Ad avviso di BMPS, il perfezionamento dell'Offerta consentirà la generazione di importanti sinergie conseguenti agli obiettivi strategici e industriali dell'Emittente nel Gruppo MPS: (a) per circa Euro 0,3 miliardi annui sul fronte dei ricavi, grazie all'arricchimento dell'offerta di prodotti e servizi per famiglie e imprese, allo sviluppo di un'offerta integrata sulle rispettive basi clienti e a un incremento della penetrazione e ampliamento dei mercati di riferimento; (b) per circa Euro 0,3 miliardi annui sul fronte dei costi, relativamente all'ottimizzazione delle spese amministrative e delle funzioni in sovrapposizione e alle economie derivanti dalla realizzazione del piano investimenti *combined* che eviti duplicazioni; (c) per circa Euro 0,1 miliardi annui sul fronte del *funding*, grazie ad un *mix* di *funding* più bilanciato, facendo leva sulla capacità di raccolta commerciale di BMPS e ottimizzando la posizione di *wholesale funding* dell'entità combinata. Il progetto industriale, distinguendosi per la significativa complementarità dei due *business model* (la quale riduce significativamente il rischio di esecuzione), sarà realizzato con un'integrazione semplice e costi di integrazione *una tantum* stimati in circa Euro 0,6 miliardi al lordo delle imposte, spesabili nel primo anno. Si precisa che le sinergie di costo e *funding*, l'ampliamento delle fonti di ricavo e i vantaggi derivanti dalla complementarità dei modelli di *business* di BMPS e Mediobanca nonché gli obiettivi strategici dell'Offerta saranno realizzabili non solo mediante l'acquisizione del controllo di diritto ma anche nel caso di scenari diversi rispetto all'acquisizione del controllo di diritto (controllo di fatto), seppur

con possibili variazioni e ritardi nella loro implementazione, il tutto come meglio precisato alla Sezione A, Paragrafo A.1.4 del Documento di Offerta.

L'OPS consentirà di accelerare l'utilizzo *delle Deferred Tax Assets* (DTA) di BMPS, con un beneficio di capitale stimato di € 0,5 miliardi l'anno per 6 anni. Tuttavia, l'effetto pieno è subordinato all'acquisizione di oltre il 50% del capitale di Mediobanca, necessaria per attivare il consolidato fiscale.

L'Offerente intende procedere al *delisting*, ossia alla revoca delle azioni dell'Emittente dalla quotazione su Euronext Milan, secondo i termini e le condizioni descritti nel Documento di Offerta.

Indipendentemente dal *delisting* di Mediobanca, l'Offerente non esclude di poter valutare in futuro, a sua discrezione, la realizzazione di eventuali diverse operazioni straordinarie e/o riorganizzazioni societarie e di *business* che dovessero essere ritenute opportune, in linea con gli obiettivi e le motivazioni dell'Offerta, che saranno ritenute opportune anche al fine di garantire l'integrazione delle attività di BMPS e di Mediobanca, contemperando gli interessi di tutti gli *stakeholder* coinvolti. Alla Data del Documento di Offerta, l'Offerente non ha ancora assunto alcuna decisione in merito a eventuali operazioni straordinarie di riorganizzazione del Gruppo MPS a seguito dell'aggregazione con il Gruppo Mediobanca, in conseguenza del perfezionamento dell'Offerta, ivi inclusa l'eventuale fusione per incorporazione dell'Emittente nell'Offerente o in un'altra società del Gruppo MPS, fermo restando l'avvio dei necessari procedimenti di natura societaria, autorizzativa e regolamentare, anche ai fini dell'eventuale *delisting*.

### ***2.1.5 L'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da Mediobanca su Banca Generali S.p.A.***

In data 28 aprile 2025, ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 102, comma 1, del TUF, nonché dell'articolo 37 del Regolamento Emittenti, Mediobanca ha comunicato al mercato di aver assunto in data 27 aprile 2025 la decisione di promuovere un'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria ai sensi e per gli effetti degli articoli 102 e 106, comma 4, del TUF avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Banca Generali S.p.A. (**'Banca Generali'**) ammesse alla negoziazione su Euronext Milan, organizzato e gestito da Borsa Italiana (l'**'Offerta BG'**).

L'Offerta BG ha, quindi, a oggetto le massime n. 116.851.637 azioni ordinarie di Banca Generali (ossia la totalità delle azioni emesse da Banca Generali a tale data), incluse le azioni proprie detenute da Banca Generali medesima (pari a n. 2.907.907 come risultante dal bilancio di esercizio di Banca Generali al 31 dicembre 2024). Mediobanca riconoscerà - per ciascuna azione di Banca Generali portata in adesione all'Offerta BG - un corrispettivo unitario pari a n. 1,70 azioni ordinarie di Assicurazioni Generali S.p.A. (**'Assicurazioni Generali'**) detenute da Mediobanca (il **'Corrispettivo Offerta BG'**).

In considerazione della pendenza dell'Offerta, in data 27 aprile 2025, il consiglio di amministrazione di Mediobanca ha deliberato, *inter alia*, di sottoporre all'assemblea ordinaria degli azionisti di Mediobanca –

convocata per il 16 giugno 2025 – la proposta di approvare l’Offerta BG ai sensi e per gli effetti dell’articolo 104 del TUF, che consente all’assemblea dei soci di rilasciare autorizzazioni al consiglio di amministrazione in deroga alle prescrizioni di cui alla medesima norma. In data 15 giugno 2025, il consiglio ha deliberato di rinviare al 25 settembre 2025 la data dell’assemblea ordinaria degli azionisti, originariamente convocata per il 16 giugno 2025 ai sensi dell’articolo 104 del TUF per l’approvazione dell’Offerta BG. Per ulteriori dettagli al riguardo, si rinvia al comunicato stampa messo a disposizione del mercato da parte di Mediobanca in data 15 giugno 2025.

Al riguardo, nel Documento di Offerta, BMPS riferisce che, alla luce degli obiettivi perseguiti con l’Offerta, la partecipazione detenuta da Mediobanca in Assicurazioni Generali è sempre stata considerata un investimento finanziario da valutare nel tempo secondo una logica di rischio/rendimento. Alla data del Documento di Offerta, l’Offerente si riserva di valutare più compiutamente l’Offerta BG alla luce di tutte le informazioni rilevanti che si renderanno di volta in volta disponibili.

In data 30 luglio 2025, in considerazione della tempistica dei processi autorizzativi relativi all’acquisizione di Banca Generali e dei conseguenti termini previsti dal TUF per l’approvazione del documento di offerta relativo all’Offerta BG, il consiglio di amministrazione di Mediobanca ha individuato come nuova possibile data dell’Assemblea chiamata a pronunciarsi sull’Offerta BG il prossimo 21 agosto, riservandosi di assumere comunque ogni determinazione in merito entro il prossimo 6 agosto, in funzione delle interlocuzioni con Assicurazioni Generali.

L’assemblea di Mediobanca del 21 agosto u.s. ha respinto la proposta del consiglio in merito all’autorizzazione ai sensi dell’art. 104 del TUF per dare esecuzione all’Offerta BG e, dunque, quest’ultima è stata dichiarata decaduta.

#### ***2.1.6 Il Comunicato dell’Emittente.***

In data 11 luglio 2025, l’Emittente ha pubblicato il Comunicato dell’Emittente ai sensi dell’art. 103, commi 3 e 3-bis, del TUF e dell’art. 39 del Regolamento Emittenti contenente dati per l’apprezzamento dell’Offerta e valutazioni motivate del consiglio di amministrazione di Mediobanca sull’OPS stessa e sulla congruità del Corrispettivo.

Nel Comunicato dell’Emittente, Mediobanca riferisce che il proprio Consiglio di Amministrazione, con il voto contrario di Sandro Panizza e l’astensione di Sabrina Pucci, e con il supporto degli *advisor* finanziari e legali, ha espresso parere negativo sull’Offerta, ritenendola non conveniente dal punto di vista finanziario per gli azionisti, inadeguata sotto il profilo industriale e strategico, potenzialmente pregiudizievole per la solidità e l’autonomia dell’Emittente. Le motivazioni alla base di tali conclusioni sono, in estrema sintesi, le seguenti:

- (i) il rapporto di concambio espresso dal Corrispettivo sottovaluta il valore di Mediobanca, sia in termini assoluti che relativi, e non riflette il profilo di rischio inferiore di Mediobanca rispetto a BMPS né la sua stabilità reddituale e la posizione di *leadership* in vari segmenti;
- (ii) l'Offerta manca di rationale industriale, strategico e finanziario e distrugge valore per gli azionisti di Mediobanca;
- (iii) il Gruppo MPS risulta esposto a rilevanti rischi di *governance* e legali, con la conseguenza che il titolo di BMPS presenta un profilo di rischio più elevato e gli azionisti di Mediobanca sarebbero esposti a maggiore volatilità e minore diversificazione degli *asset*;
- (iv) la combinazione tra BMPS e Mediobanca e il conseguente raggiungimento degli obiettivi strategici dell'Offerta risultano soggetti a significativi rischi ed elementi di incertezza, come dimostrano l'assenza di un piano industriale consolidato per l'entità combinata e la mancanza di esperienza di BMPS in operazioni di portata paragonabile all'OPS nonché, nello specifico, la duplice circostanza che: (a) a differenza di quanto si riscontra nella prassi più recente di operazioni similari, la fusione tra Mediobanca e BMPS all'esito dell'OPS non è inquadrata tra gli obiettivi della stessa; (b) sussistono incertezze circa la capacità di BMPS di approvare qualsiasi delibera nell'Assemblea degli Azionisti di Mediobanca in sede straordinaria, inclusa la fusione, nell'ipotesi in cui l'Offerente venisse a detenere, a esito dell'Offerta, una partecipazione inferiore al 50% de capitale sociale di Mediobanca;
- (v) la previsione di una doppia soglia di adesione, vale a dire la Condizione Soglia e la Condizione Soglia Minima denoterebbe incapacità in ordine alle reali finalità dell'Offerta; in particolare, nello scenario di adesioni per ammontare almeno pari alla Condizione Soglia Minima (irrinunciabile), risulta incerta la possibilità per BMPS di esercitare il controllo di fatto su Mediobanca, segnalando – in tale misura – la volontà di perfezionare l'Offerta anche dinanzi a rischi di dissinergie e distruzione di valore.

Per ulteriori dettagli in ordine alle valutazioni svolte dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente si rinvia al Comunicato dell'Emittente e, tra gli altri, ai relativi Par. 2, Par. 3 e Par. 4.

## **2.2 Indicazione delle parti correlate nel contesto dell'adesione all'Offerta, della natura della correlazione e della natura degli interessi di tali parti nell'operazione.**

In data 4 agosto 2025, il Consiglio di Amministrazione di Caltagirone ha ritenuto che BMPS potrebbe essere considerata parte correlata della Società, perché il dott. Alessandro Caltagirone è uno stretto familiare dell'azionista di riferimento e Presidente del Consiglio Francesco Gaetano Caltagirone e siede come componente non esecutivo nel consiglio di amministrazione della stessa BMPS e, come tale, ai fini della normativa sulle operazioni con parti correlate, è da intendersi come dirigente con responsabilità strategiche di quest'ultima. Per questa ragione, il Consiglio di Amministrazione ha prudenzialmente

deliberato, in via volontaria e discrezionale, che l'Operazione sarebbe stata esaminata preventivamente dalla Società, attivando i presidi previsti dalla Procedura ai sensi dell'art. 9 ivi previsto.

Nel fare questo, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che alla eventuale decisione di portare in adesione all'Offerta le Azioni detenute dalle Società Controllate trovi applicazione la disciplina dettata in materia di operazioni di maggiore rilevanza e ha condiviso l'opportunità di un tempestivo avvio delle attività del Comitato. In particolare, ai sensi dell'art. 4, comma 1, lett. a), e dell'Allegato 3 del Regolamento OPC, come richiamati dall'art. 2.2 della Procedura, una operazione con parti correlate si qualifica come "di maggiore rilevanza" se l'"indice di rilevanza del controvalore", tra gli altri, risulti superiore alla soglia del 5%. A tal fine, per "indice di rilevanza del controvalore" si intende *"il rapporto tra il controvalore dell'OPC e il patrimonio netto, tratto dal più recente stato patrimoniale (consolidato) pubblicato dalla Società ovvero, se maggiore, la capitalizzazione di borsa della Società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o resoconto intermedio di gestione"*. Gli indici di rilevanza sono riferiti alla Società anche nel caso in cui l'operazione sia realizzata da società controllate.

Considerato che la capitalizzazione di Caltagirone, pari a Euro 876.876.000 al 26 agosto 2025, risulta inferiore al patrimonio netto consolidato, pari a Euro 3.401.920.000 al 30 giugno 2025, al fine di valutare la rilevanza dell'Operazione si è tenuto conto del rapporto tra il controvalore della stessa e il patrimonio netto consolidato.

Alla luce di quanto precede, l'eventuale adesione all'Offerta da parte delle Società Controllate mediante le Azioni si qualifica come "operazione di maggiore rilevanza", in quanto il controvalore della stessa – pari a complessivi Euro 206.405.380 considerando l'adesione con n. 9.650.000 Azioni (vale a dire tutte le Azioni detenute dalle Società Controllate) per un prezzo pari al Corrispettivo – supera la soglia del 5% del patrimonio netto di Caltagirone tratto dallo stato patrimoniale consolidato della stessa al 30 giugno 2025.

### **2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la Società di aderire all'Offerta.**

Le motivazioni economiche e di convenienza dell'Operazione sono state oggetto di approfondito esame da parte del CAI e, a partire dalle relative osservazioni, del Consiglio di Amministrazione.

In particolare, sulla base della documentazione esaminata e delle informazioni ricevute, il CAI e il Consiglio di Amministrazione hanno ritenuto che l'adesione all'Offerta con le Azioni sia nell'interesse delle Società Controllate e quello della stessa Caltagirone, per le ragioni di seguito illustrate.

Dall'analisi condotta, si è rilevata in primo luogo la sussistenza di una convenienza economica oggettiva all'adesione all'Offerta, in quanto, tenuto conto del valore di carico delle Azioni, del Corrispettivo e del

rapporto di scambio a esso sotteso, le Società Controllate possono realizzare una plusvalenza per effetto dell'Operazione stimabile in circa Euro 111,8 milioni, con beneficio economico netto pari a Euro 109,9 milioni. Sul punto, si rinvia per ogni dettaglio alle valutazioni svolte nella Relazione dall'Esperto (termini in maiuscolo come *infra* definiti), enucleate al successivo Par. 2.4.2 del presente Documento Informativo. Su tali basi, l'Operazione consente alle Società Controllate (e, tramite esse, a Caltagirone e al Gruppo) di ottenere un rendimento positivo e immediato sugli investimenti effettuati, valorizzando correttamente gli *assets* detenuti. Inoltre, il vantaggio economico-finanziario che deriva dall'adesione non si risolve nella suddetta plusvalenza, ma consiste anche nelle sinergie previste e i benefici in termini di efficienza, scala, redditività e accelerazione dell'utilizzo di attivi fiscali. A questo si aggiunge la possibilità di beneficiare di una politica di dividendi sostenibile e progressiva nel tempo, caratterizzata da una crescita del dividendo per azione fino al 100% dell'utile distribuibile, in un contesto di rafforzamento sia della solidità patrimoniale sia della redditività.

Dalla specifica prospettiva di Caltagirone e del Gruppo, la partecipazione in Mediobanca ha un valore fortemente strategico, rappresentando una componente qualificante del portafoglio e un asset funzionale alle visioni complessive e di lungo termine del Gruppo. In tale contesto, l'adesione all'OPS risponde all'interesse delle Società Controllate e della Caltagirone nella misura in cui il progetto presentato dall'Offerente risulta solido, credibile e coerente con le linee strategiche e i valori di *governance* condivise da Caltagirone. In particolare, come evidenziato anche nella Relazione, le due banche sono caratterizzate da piena complementarietà dell'offerta, sicché il completamento dell'Operazione porterebbe alla creazione del terzo *player* bancario integrato nel mercato italiano per attivi, impieghi alla clientela, raccolta diretta e attivi finanziari complessivi, dando vita a un operatore diversificato, resiliente e competitivo.

BMPS ha illustrato chiaramente, nell'ambito del Documento di Offerta, la volontà di non procedere necessariamente a una fusione immediata con Mediobanca, lasciando aperto uno scenario di convivenza societaria e operativa, almeno per una prima fase post-Offerta. Tale impostazione consente di ipotizzare una transizione graduale verso una nuova configurazione di gruppo, in cui l'identità giuridica e gestionale di Mediobanca possa essere preservata, garantendo continuità d'impresa e attenuando i rischi tipici delle integrazioni repentine.

Alla luce di tali elementi, e in considerazione della convenienza economica oggettiva dell'operazione (cfr. *infra*, Par. 2.4 e Par. 2.5), della coerenza del progetto con le logiche di consolidamento del settore bancario e dell'interesse complessivo del Gruppo Caltagirone a valorizzare e ottimizzare il proprio portafoglio partecipativo, si ritiene che l'adesione all'Offerta possa considerarsi compatibile e auspicabile rispetto agli interessi della capogruppo e delle sue controllate. L'Operazione si configura come un'opportunità per rafforzare la posizione del Gruppo all'interno di un'architettura più ampia, dinamica e integrata, nella quale continuare a esprimere un'adesione strategica qualificata.

## 2.4 Modalità di determinazione del Corrispettivo. Valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.

In via preliminare, si osserva che:

- (i) l'Offerta non è stata preventivamente concordata tra l'Offerente e l'Emittente;
- (ii) l'Offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti gli azionisti di Mediobanca, ivi incluso l'Emittente in qualità di titolare di azioni proprie;
- (iii) i termini e le condizioni dell'Offerta sono illustrati, a beneficio di tutti gli oblati, all'interno del Documento di Offerta, approvato dalla Consob.

### ***2.4.1. Sintesi delle informazioni fornite dall'Offerente in relazione al Corrispettivo.***

Per una sintesi delle informazioni fornite dall'Offerente in relazione al Corrispettivo si rinvia al Par. 2.1.2 del presente Documento Informativo.

### ***2.4.2 Selezione dell'Esperto da parte del Comitato.***

Il Comitato si è avvalso della consulenza del Prof. Giovanni Fiori (l'**Esperto**) in ordine alla valutazione in merito alla convenienza o meno, sul piano economico-finanziario e industriale, di una eventuale adesione delle Società Controllate all'OPS, con richiesta allo stesso di fornire ogni indicazione ritenuta utile.

Il Comitato ha individuato il Prof. Fiori tra soggetti di riconosciuta professionalità e competenza sulle materia oggetto dell'Operazione, in possesso dei necessari requisiti di indipendenza. A tale specifico riguardo, il Prof. Fiori ha dichiarato l'insussistenza di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie inidonee a compromettere la propria indipendenza e autonomia di giudizio ai fini dello svolgimento dell'incarico. Alla luce di tali dichiarazioni, il Comitato ha nominato il Prof. Fiori Esperto indipendente incaricato di assistere il Comitato nell'esercizio dei propri compiti relativamente all'Operazione.

L'Esperto ha svolto in modo indipendente la propria analisi e ha rilasciato la propria relazione in data 26 agosto 2025 (la '**Relazione**').

Il Prof. Fiori ha svolto le proprie considerazioni sulla base di informazioni pubbliche e di informazioni messe a disposizione dall'Offerente e dall'Emittente, ivi incluse le prospettive di *business* e le previsioni finanziarie di Mediobanca, nonché tenendo conto delle caratteristiche specifiche della Società.

Nel rinviare alla Relazione per una più analitica descrizione, si riporta di seguito una descrizione sintetica delle metodologie individuate e analizzate nonché le principali evidenze a cui la stessa è giunta all'esito delle suddette analisi.

### Metodologie applicate

Al fine di formulare un parere in merito alla opportunità per le Società Controllate di aderire all'OPS, l'Esperto ha analizzato:

- le dinamiche evolutive dello scenario regolatorio nel settore bancario e delle strategie di *business* delle istituzioni finanziarie per poi ricostruire l'attuale posizionamento competitivo di BMPS e Mediobanca;
- le motivazioni strategico-industriali alla base dell'Offerta con applicazione di un *framework* teorico di *corporate strategy* (con particolare riferimento alla matrice prodotto-mercato di Ansoff, quale strumento di lettura degli obiettivi di crescita sottesi all'aggregazione derivante dall'OPS);
- gli impatti economico-finanziari connessi alla suddetta aggregazione, con particolare riguardo alle sinergie attese (anche tramite l'impiego del *framework* proposto da Aswath Damoradan per l'analisi del valore creato dalle operazioni di M&A), ai potenziali ritorni per gli azionisti in termini di plusvalenza (o minusvalenza realizzabile) e di rendimenti da distribuzione di dividendi;
- l'andamento dei titoli azionari di Mediobanca e di BMPS sul mercato regolamentato, dalla data dell'annuncio dell'Offerta sino al 25 agosto 2025.

### Limitazioni

Nella Relazione, l'Esperto ha precisato che il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

- tutte le informazioni che costituiscono il supporto della Relazione risultano comunque pubblicamente disponibili;
- l'Esperto, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione e, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non ha effettuato alcun *audit* sui dati forniti e pertanto non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni;
- l'incarico non ha incluso la valutazione dei rischi legali di BMPS e di Mediobanca o di società del gruppo di appartenenza o comunque riferibili a esse, sicché non si esprime alcun parere su tali profili;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente;
- la Relazione non potrà in alcun caso essere inteso come espressione di volontà negoziale e/o come sollecitazione o invito a investimenti di qualsivoglia natura e il sottoscritto non esprimerà alcuna opinione e/o indicazione in merito all'eventuale decisione di Caltagirone e/o del gruppo di

riferimento di implementare qualsivoglia operazione, decisione che resta nella piena ed esclusiva autonomia di giudizio di Caltagirone e/o del gruppo di riferimento.

### Conclusioni

Sulla base delle analisi effettuate, l'Esperto ha concluso che l'Operazione risulta conveniente sul piano industriale ed economico-finanziario per le ragioni di seguito illustrate.

L'Emittente e l'Offerente sono caratterizzate da una piena complementarità della gamma di offerta. Pertanto, il completamento dell'Operazione porterebbe alla creazione del terzo *player* bancario integrato nel mercato italiano per totale attivi, impieghi alla clientela, raccolta diretta e attivi finanziari complessivi, dando vita a un operatore diversificato e resiliente, competitivo sia a livello domestico che europeo. Il nuovo gruppo potrebbe, dunque, contare sulle competenze distintive di Mediobanca (eccellenza consolidata nei segmenti *Wealth & Asset Management*, *Corporate & Investment Banking* e *Consumer Finance*) e MPS (forte posizionamento nel *Retail e Commercial Banking*), rafforzando la sostenibilità del modello di *business* combinato, garantendo livelli di redditività solidi e coerenti nel medio-lungo termine. Pertanto, la “*combined entity*” derivante dall'aggregazione costituirà un operatore “*best in class*” nel mondo del “*Corporate and Investment banking*” potendo offrire soluzioni evolute di *advisory*, DCM, ECM, finanza strutturata e strumenti di finanza specialistica quali factoring e supply chain financing indirizzando in modo completo tutte le esigenze tipiche delle aziende quali finanza per il circolante e di breve termine, di medio-lungo termine e servizi evoluti.

Con riferimento alle sinergie, è stato poi evidenziato come, sulla base delle caratteristiche specifiche dell'Operazione, si possano generare delle sinergie attese riconducibili, principalmente, alle seguenti aree:

- *Economies of Scale*: efficientamento dei costi grazie alla maggiore dimensione, con possibilità di riduzione delle spese amministrative, di centralizzazione degli approvvigionamenti presso fornitori strategici, di ottimizzazione degli investimenti in IT e *digital transformation* nelle aree comuni (es. piattaforma di *consumer finance* di BMPS), etc;
- *Combination of Different Functional Strengths*: arricchimento dell'offerta di prodotti e servizi per famiglie e imprese, integrando le rispettive basi clienti e ampliando il mercato di riferimento (sfruttando le competenze distintive delle due banche ciascuna nel proprio segmento di eccellenza);
- *Higher Growth in New or Existing Markets*: espansione della presenza di Mediobanca e BMPS nei mercati attuali e penetrazione di nuovi segmenti;
- *Debt Capacity*: creazione di un *mix* di *funding* più equilibrato, sfruttando la capacità di raccolta commerciale MPS e ottimizzando la posizione di *wholesale funding* del nuovo gruppo (in particolare, Mediobanca potrebbe collocare i propri prodotti utilizzando la provvista rinveniente da BMPS, riducendo il costo di finanziamento e le commissioni, unendo l'eccellente capacità di accesso al mercato *wholesale* e i rapporti consolidati con gli investitori istituzionali, caratterizzanti una banca

come Mediobanca, con la capacità di BMPS di approvvigionarsi sul canale diretto in modo più esteso ed efficiente);

- *Tax Benefits*: accelerazione nell'utilizzo delle DTA detenute da BMPS, con le modalità descritte nella Relazione;
- *Diversification*: ampliamento e diversificazione dei flussi di reddito del nuovo gruppo, anche tramite sviluppo dell'offerta di *Bancassurance*.

Infine, ulteriori aspetti da sottolineare in termini di potenziale ritorno degli azionisti sono:

- la plusvalenza potenziale che le società controllate da Caltagirone potrebbero realizzare aderendo all'Offerta, stimabile in circa Euro 111,8 mln alla data del 25.08.2025 (con beneficio economico netto pari a Euro 109,9);
- la politica di dividendi sostenibile e progressiva nel tempo di cui potrebbero beneficiare gli azionisti del nuovo Gruppo che, sempre per come rappresentato nel documento di Offerta, potrebbe essere caratterizzata da una crescita del dividendo per azione fino al 100% dell'utile distribuibile, in un contesto di rafforzamento sia della solidità patrimoniale sia della redditività;
- la presenza di un differenziale tra il prezzo corrente di mercato delle azioni di Mediobanca (alla data del 25 agosto 2025) e il Corrispettivo non risulta significativa, in quanto: (i) può dipendere dalle aspettative di mercato circa l'evoluzione dell'Offerta, essendo riconducibile all'ipotesi, da parte degli operatori, di possibili rilanci; (ii) dal punto di vista della prassi di mercato, le offerte pubbliche, e in particolare quelle di scambio, tendono a registrare un miglioramento del corrispettivo con l'avvicinarsi della scadenza, tramite rilanci sul prezzo o sulle condizioni economiche; (iii) ad ogni modo, ai fini della valutazione della convenienza economica complessiva dell'Offerta da parte di un investitore con un orizzonte temporale di medio-lungo termine (come le Società Controllate), l'interesse non risiede nelle dinamiche speculative di breve periodo, ma nel potenziale incremento di valore generato dall'Offerta (illustrato sopra e nella Relazione).

## **2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'adesione all'Offerta.**

Il presente Documento Informativo è stato predisposto ai sensi e per gli effetti dell'art. 5 e dell'Allegato 4 del Regolamento OPC, che prevedono l'obbligo di pubblicazione di un documento informativo qualora siano concluse operazioni di maggiore rilevanza. In particolare, l'adesione all'Offerta mediante le Azioni si qualifica, come sopra indicato, come operazione di maggiore rilevanza tra parti correlate in quanto l'indice del controvalore della stessa supera la soglia del 5% del patrimonio netto consolidato della Società.

Il Consiglio di Amministrazione della Società ha preso atto delle motivazioni dell'Offerta e dei programmi futuri dell'Offerente come descritti nel Documento di Offerta.

Come anticipato al precedente Par. 2.3 e 2.4, l'adesione all'Offerta con tutte le Azioni comporta un beneficio economico-finanziario per le Società controllate e per la Società in termini di:

- la plusvalenza che le società controllate da Caltagirone potrebbero realizzare aderendo all'Offerta, stimabile in circa Euro 111,8 milioni alla data del 25.08.2025, con beneficio economico netto pari a Euro 109,9 milioni;
- politica di dividendi sostenibile e progressiva nel tempo di cui potrebbero beneficiare gli azionisti del nuovo gruppo che, sempre per come rappresentato nel documento di Offerta, potrebbe essere caratterizzata da una crescita del dividendo per azione fino al 100% dell'utile distribuibile, in un contesto di rafforzamento sia della solidità patrimoniale sia della redditività.

L'Operazione consente alle Società Controllate (e, tramite esse, a Caltagirone e al Gruppo) di ottenere un rendimento positivo e immediato sugli investimenti effettuati, valorizzando correttamente gli *assets* detenuti. Inoltre, il vantaggio economico-finanziario che deriva dall'adesione non si risolve nella suddetta plusvalenza, ma consiste anche nelle sinergie previste e nei benefici di efficienza, scala, redditività e accelerazione dell'utilizzo di attivi fiscali e, in generale, nel potenziale incremento di valore generato dall'entità risultante dall'OPS.

## **2.6 Incidenza dell'operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione di Caltagirone e di società da quest'ultima controllate.**

In caso di buon esito dell'Offerta, non si prevede alcuna variazione dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Caltagirone né di alcuna delle società dalla stessa controllate.

## **2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione, direttori generali e dirigenti di Caltagirone coinvolti nell'adesione all'Offerta.**

Come si è detto nel Par. 2.2 in merito al rapporto di correlazione potenzialmente rilevante, il dott. Alessandro Caltagirone è stretto familiare dell'azionista di riferimento e Presidente del Consiglio di Amministrazione della Società Francesco Gaetano Caltagirone e siede quale componente non esecutivo nel consiglio di amministrazione di BMPS e come tale, ai fini della normativa in materia di parti correlate, è da intendersi come dirigente con responsabilità strategiche di quest'ultima. Il dott. Alessandro Caltagirone detiene indirettamente tramite società controllate n. 73.602 azioni della Società. Il Cav. Lav. Francesco Gaetano Caltagirone detiene indirettamente tramite società controllate n. 105.217.025 azioni della Società.

L'Avv. Elena De Simone è consigliere sia di Caltagirone sia di BMPS. L'Avv. Elena De Simone non detiene azioni della Società.

Si precisa che, per quanto reso noto dagli interessati, il dott. Alessandro Caltagirone e l'Avv. Elena De Simone non hanno preso parte alle deliberazioni del consiglio di amministrazione di BMPS relative all'Offerta.

## 2.8 Descrizione della procedura di approvazione dell'Operazione.

In data 4 agosto 2025, il Consiglio di Amministrazione di Caltagirone ha deliberato, in via volontaria e prudentiale, che l'Operazione sarebbe stata preventivamente esaminata da Caltagirone, attivando i presidi previsti per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza in conformità all'art. 9 della propria Procedura.

Il Comitato ha preso atto e condiviso la valutazione consiliare, attivandosi prontamente per dare impulso ai lavori relativi all'Operazione. In particolare, il CAI ha ricevuto tutta la documentazione rilevante relativa all'Offerta e, sulla base di essa, un'informativa completa e adeguata in merito agli elementi caratteristici dell'Operazione con particolare riguardo alla natura della correlazione, ai relativi termini e alla tempistica prevista per la sua realizzazione. Inoltre, il medesimo Comitato – avvalendosi della facoltà prevista dal Regolamento OPC e dalla Procedura – ha nominato il Prof. Fiori come *advisor* finanziario indipendente, chiamato a rilasciare un parere al Comitato stesso in merito alla convenienza o meno, sul piano economico-finanziario e industriale, di una eventuale adesione delle Società Controllate all'OPS, con richiesta di fornire ogni indicazione ritenuta utile.

Il Comitato, per converso, non è stato coinvolto “nella fase delle trattative”, in ragione della natura dell'OPS di operazione promossa in via unilaterale da BMPS, che, strutturalmente, non prevede una fase di trattativa negoziale con gli oblati.

In data 20 agosto 2025, il CAI si è riunito, con la partecipazione dei componenti del Collegio Sindacale e dell'Esperto; in tale occasione, ha ricevuto aggiornamenti dal Prof. Fiori in merito allo stato di avanzamento delle attività demandategli. In data 24 agosto 2025, il CAI ha ricevuto bozza della relazione a cura dell'Esperto. Il Comitato si è quindi riunito in data 25 agosto 2025, sempre con la partecipazione dei componenti del Collegio Sindacale e dell'Esperto, che ha esposto gli esiti delle proprie analisi. Il successivo 26 agosto 2025, il Comitato ha ricevuto la relazione finale a cura dell'Esperto (la '**Relazione**').

In data 27 agosto 2025, il Comitato si è riunito alla presenza di tutti i suoi membri e, alla luce degli esiti della Relazione e di tutta la documentazione rilevante, ha approvato il Parere all'unanimità.

In data 1 settembre 2025, il Consiglio di Amministrazione si è riunito per esaminare l'Operazione e ha deliberato all'unanimità dei votanti di:

- (i) prendere atto delle, e fare proprie le, conclusioni raggiunte dal CAI nel Parere;

In data 1 settembre 2025 i rispettivi organi competenti delle Società Controllate hanno deliberato di aderire all'Offerta promossa da BMPS con la totalità delle azioni di Mediobanca rispettivamente detenute.

Se la rilevanza dell'Operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, del Regolamento OPC, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlate, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni.

La fattispecie descritta non è applicabile in relazione all'Offerta.

**Allegati**

- Doc. 1)**        Parere del CAI;
- Doc. 2)**        Relazione del Prof. Fiori.

**CALTAGIRONE S.P.A.**

*Via Barberini, n. 28 – 00187*

*Capitale sociale 120.120.000*

**Comitato Amministratori Indipendenti**

**PARERE**

**SULL'ADESIONE DA PARTE DI TALUNE SOCIETÀ CONTROLLATE ALL'OFFERTA PUBBLICA  
VOLONTARIA TOTALITARIA PROMOSSA DA BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA AVENTE A  
OGGETTO AZIONI ORDINARIE DI MEDIOBANCA – BANCA DI CREDITO FINANZIARIO S.P.A.**

27 agosto 2025

Redatto ai sensi degli artt. 9 e 6 della Procedura Operazioni con Parti Correlate adottata da Caltagirone S.p.A. e dell'art. 8 del Regolamento dalla Consob con Delibera del 12 marzo 2010, n. 17221 e ss. mm. ii.

## SOMMARIO

(A)	PREMESSE.....	3
(B)	NATURA DELLA CORRELAZIONE E INQUADRAMENTO DELL'OPERAZIONE COME OPERAZIONE DI MAGGIORE RILEVANZA.....	4
(C)	FINALITÀ E LIMITAZIONI.....	5
(D)	DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE.....	6
	<i>D.1 Elementi essenziali dell'Offerta.....</i>	<i>6</i>
	<i>D.2 Il Corrispettivo dell'Offerta.....</i>	<i>7</i>
	<i>D.3 Le condizioni di efficacia dell'Offerta.....</i>	<i>8</i>
	<i>D.4 Motivazioni dell'Offerta e programmi futuri elaborati dall'Offerente.....</i>	<i>10</i>
	<i>D.5 L'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da Mediobanca su Banca Generali S.p.A. ....</i>	<i>13</i>
	<i>D.6 Il Comunicato dell'Emittente.....</i>	<i>14</i>
(E)	SINTESI DELLE ATTIVITÀ DEL COMITATO.....	15
	<i>E.1 Attività istruttoria del Comitato.....</i>	<i>15</i>
	<i>E.2 Esperto indipendente.....</i>	<i>16</i>
	<i>E.3 Documentazione esaminata ai fini del rilascio del Parere.....</i>	<i>16</i>
(F)	ANALISI E VALUTAZIONI DEL COMITATO.....	16
	<i>F.1 Sull'interesse di Caltagirone al compimento dell'Operazione.....</i>	<i>16</i>
	<i>F.2 Correttezza sostanziale e procedimentale dell'Operazione e sua convenienza per la Società.....</i>	<i>18</i>
(G)	CONCLUSIONI.....	20

\*\*\*

**(A) PREMESSE.**

In data 24 gennaio 2025, il Consiglio di Amministrazione di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (**'BMPS'** o l'**'Offerente'**) ha annunciato di avere assunto la decisione di promuovere un'offerta pubblica di scambio totalitaria volontaria ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il **'TUF'**) nonché delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel regolamento adottato dalla Consob con Delibera n. 17971 del 14 maggio 1999 e ss. mm. ii. (il **'Regolamento Emittenti'**), avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (**'Mediobanca'** o l'**'Emittente'**), società con azioni quotate su Euronext Milan, mercato regolamentato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (l'**'Offerta'** o l'**'OPS'**).

Tale decisione è stata comunicata alla Consob e al mercato in data 24 gennaio 2025 mediante la comunicazione dell'Offerente ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF (la **'Comunicazione dell'Offerente'**).

L'Offerente ha ottenuto tutte le autorizzazioni richieste dalla normativa di settore in relazione all'Offerta (le **'Autorizzazioni Preventive'**).

In data 2 luglio 2025, a seguito dell'ottenimento delle Autorizzazioni Preventive, la Consob ha approvato il documento di offerta (il **'Documento di Offerta'**).

L'Offerta prevede il riconoscimento per ciascun aderente di un corrispettivo unitario rappresentato da n. 2,533 azioni ordinarie di BMPS di nuova emissione, prive di indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie di BMPS già in circolazione alla data dell'emissione, che saranno quotate su Euronext Milan, per ogni azione portata in adesione all'Offerta (il **'Corrispettivo'**).

L'Offerta è soggetta a talune condizioni di efficacia.

Ciò premesso, talune società controllate direttamente e indirettamente (le **'Società Controllate'**) da Caltagirone S.p.A. (**'Caltagirone'** o la **'Società'**) posseggono complessive n. 9.650.000 azioni di Mediobanca oggetto dell'Offerta (le **'Azioni'**) <sup>(1)</sup>.

Le Società Controllate sono, quindi, chiamate a decidere se portare le stesse Azioni in adesione all'OPS.

In occasione della riunione del 4 agosto 2025, il Consiglio di Amministrazione della Società, in ragione del possibile rapporto di correlazione con BPMS (sul quale meglio *infra*), ha deliberato, in via volontaria

---

<sup>(1)</sup> In particolare, le società controllate che detengono le Azioni sono le seguenti: Calt 2004 S.p.A. per n. 3.050.000 azioni; Finced S.r.l. per n. 2.000.000; CED Digital & Servizi per n. 630.000; ITV S.r.l. per n. 620.000; PIM S.r.l. per n. 1.120.000; Quotidiano di Puglia S.r.l. per n. 680.000; Stampa Venezia S.r.l. per n. 680.000; Stampa Roma 2015 S.r.l. per n. 670.000; Viapar S.r.l. per n. 200.000.

e prudenziale, che l'operazione avente a oggetto l'eventuale adesione all'OPS sarebbe stata esaminata preventivamente da Caltagirone, attivando i presidi previsti per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza (**'Operazione'**) in conformità all'art. 9 della propria Procedura Operazioni con Parti Correlate (la **'Procedura'**).

Alla luce di quanto precede, in data 26 agosto 2025, in vista della riunione del Consiglio di Amministrazione della Società convocata per il giorno 1 settembre 2025 per esaminare l'Operazione e delle riunioni dei consigli di amministrazione delle Società Controllate, comunque competenti a valutare in autonomia l'opportunità di aderire all'Offerta, il Comitato Amministratori Indipendenti (il **'Comitato'** o il **'CAI'**) di Caltagirone si è riunito al fine di rilasciare, secondo quanto previsto dall'art. 6 della Procedura e dall'art. 8 del Regolamento adottato dalla Consob con Delibera del 12 marzo 2010, n. 17221 e ss. mm. ii. (il **'Regolamento OPC'**), il presente parere motivato sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (il **'Parere'**).

\*

#### **(B) NATURA DELLA CORRELAZIONE E INQUADRAMENTO DELL'OPERAZIONE COME OPERAZIONE DI MAGGIORE RILEVANZA.**

In data 4 agosto 2025, il Consiglio di Amministrazione di Caltagirone ha ritenuto che BMPS potrebbe essere considerata parte correlata della Società, perché il dott. Alessandro Caltagirone è stretto familiare dell'azionista di riferimento e Presidente del Consiglio Francesco Gaetano Caltagirone e siede come componente non esecutivo del consiglio di amministrazione della stessa BMPS e, come tale, ai fini della normativa in materia di parti correlate, è da intendersi come dirigente con responsabilità strategiche di quest'ultima. Per tale ragione, il Consiglio di Amministrazione ha prudenzialmente deliberato, in via volontaria e discrezionale, che l'Operazione sarebbe stata esaminata preventivamente dalla Società, attivando i presidi previsti dalla Procedura ai sensi dell'art. 9 ivi previsto.

Nel fare questo, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che alla decisione di portare in adesione all'Offerta le Azioni detenute dalle Società Controllate trovi applicazione la disciplina dettata in materia di operazioni di maggiore rilevanza e ha condiviso l'opportunità di un tempestivo avvio delle attività del Comitato.

In particolare, ai sensi dell'art. 4, comma 1, lett. a), e dell'Allegato 3 del Regolamento OPC, come richiamati dall'art. 2.2 della Procedura, una operazione con parti correlate si qualifica come "di maggiore rilevanza" se l'"indice di rilevanza del controvalore", tra gli altri, risulti superiore alla soglia del 5%. A tal fine, per "indice di rilevanza del controvalore" si intende *"il rapporto tra il controvalore dell'OPC e il patrimonio netto, tratto dal più recente stato patrimoniale (consolidato) pubblicato dalla Società ovvero, se maggiore, la capitalizzazione"*

*di borsa della Società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o resoconto intermedio di gestione)". Gli indici di rilevanza sono riferiti alla Società anche nel caso in cui l'operazione sia realizzata da società controllate.*

Considerato che la capitalizzazione di Caltagirone, pari a Euro 876.876.000 al 26.08.2025, risulta inferiore al patrimonio netto consolidato, pari a Euro 3.401.920.000 al 30.06.2025, al fine di valutare la rilevanza dell'Operazione si è tenuto conto del rapporto tra il controvalore della stessa e il patrimonio netto consolidato.

Alla luce di quanto precede, l'eventuale adesione all'Offerta da parte delle Società Controllate mediante le Azioni si qualifica come "operazione di maggiore rilevanza", in quanto il controvalore della stessa – pari a complessivi Euro 206.405.380 considerando l'adesione con n. 9.650.000 Azioni (vale a dire tutte le Azioni detenute dalle Società Controllate) per un prezzo pari al Corrispettivo – supera la soglia del 5% del patrimonio netto di Caltagirone tratto dallo stato patrimoniale consolidato della stessa al 30.06.2025.

\*

### **(C) FINALITÀ E LIMITAZIONI.**

Il Parere viene redatto esclusivamente ai sensi:

- (i) dell'art. 9 della Procedura, che dispone che *"Le procedure indicate nei precedenti articoli 6, 7 e 8 si applicano anche qualora un'OPC sia posta in essere da una Società Controllata e il Consiglio di Amministrazione della Caltagirone (o altro soggetto a cui siano stati attribuiti i poteri per il compimento di specifiche operazioni), per scelta autonoma o per prescrizioni di legge o regolamento, esamini o approvi preventivamente l'operazione da realizzare. [...]"*
- (ii) dell'art. 6 della Procedura, a mente del quale *"Il CDA della Società approva le OPC di Maggiore Rilevanza previo motivato parere favorevole del CAI sull'interesse della Società al compimento dell'OPC nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni?"*.

Ciò premesso, il Parere non intende sostituire in alcun modo le valutazioni di competenza del Consiglio di Amministrazione né tantomeno quelle dei consigli di amministrazione delle Società Controllate in merito all'opportunità dell'adesione o meno all'OPS né sostituisce o integra in alcun modo il Documento di Offerta o il comunicato rilasciato dall'Emittente ai sensi dell'art. 103 del TUF (il 'Comunicato dell'Emittente') né può essere inteso come una raccomandazione a aderire o non aderire all'Offerta stessa. In particolare, il Parere non sostituisce il giudizio di ciascun titolare di azioni di Mediobanca in relazione alla congruità o alla convenienza dell'Offerta.

\*

## **(D) DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE.**

In base alle informazioni contenute nel Documento di Offerta, nel Comunicato dell'Emittente e nell'ulteriore documentazione esaminata dal Comitato, si riportano di seguito le principali caratteristiche dell'Offerta.

### ***D.1 Elementi essenziali dell'Offerta.***

L'Offerta aveva ad oggetto massime n. 849.458.551 azioni dell'Emittente, vale a dire: (i) n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca, ossia la totalità delle azioni ordinarie emesse, ivi incluse le n. 26.914.597 azioni proprie, corrispondenti a circa il 3.2% del capitale sociale dell'Emittente alla data del Documento di Offerta, *nonché* (ii) n. 16.178.862 azioni ordinarie di Mediobanca che l'Emittente potrebbe emettere prima del perfezionamento dell'Offerta a favore dei beneficiari di taluni dei piani di incentivazione.

In data 31 luglio 2025, Mediobanca ha comunicato la variazione del proprio capitale sociale a seguito dell'annullamento, effettuato in pari data, di n. 20.000.000 di azioni proprie in portafoglio senza riduzione del capitale sociale (giusta delibera assembleare del 28 ottobre 2024). Ne consegue che il capitale sociale di Mediobanca consta, alla data del presente Parere, di n. 813.279.689 azioni ordinarie, di cui 6.914.597 azioni proprie.

Alla Data del Documento di Offerta, l'Offerente detiene, direttamente, n. 31.996 azioni dell'Emittente, rappresentative dello 0,004% del capitale sociale. Si precisa che in tale computo non sono considerate azioni di Mediobanca che fossero detenute da fondi di investimento e/o altri organismi di investimento collettivo del risparmio gestiti da società del Gruppo facente capo a BMPS ("Gruppo MPS") in piena autonomia da quest'ultimo e nell'interesse della clientela.

Si precisa che, in relazione all'Offerta, non vi sono persone che agiscono di concerto con l'Offerente ai sensi dell'art. 101-bis, commi 4, 4-bis e 4-ter, del TUF e dell'art. 44-quater del Regolamento Emittenti.

L'Offerta è promossa esclusivamente in Italia, in quanto le azioni oggetto dell'Offerta sono quotate solo su Euronext Milan, ed è rivolta, su base non discriminatoria e a parità di condizioni, a tutti gli azionisti dell'Emittente.

L'efficacia dell'Offerta è subordinata al verificarsi delle condizioni di efficacia dell'Offerta, secondo quanto descritto al successivo Par. D.3 del presente Parere. Si segnala che l'Offerente potrà modificare e/o rinunciare, in tutto o in parte, a una o più delle condizioni di efficacia, a eccezione di quella definita "Condizione Soglia Minima", relativa alla circostanza che BMPS venga a detenere, all'esito dell'OPS – per effetto delle adesioni e/o di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta ai sensi della normativa

applicabile durante il Periodo di Adesione (come *infra* definito) – una partecipazione pari ad almeno il 35% dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee dell’Emittente.

Il periodo di adesione, concordato con Borsa Italiana, corrispondente a quaranta giorni di borsa aperta, avrà inizio alle ore 8:30 (ora italiana) del 14 luglio 2025 e avrà termine alle ore 17:30 (ora italiana) dell’8 settembre 2025, estremi inclusi, salvo eventuali proroghe in conformità con la normativa applicabile (il ‘Periodo di Adesione’).

## ***D.2 Il Corrispettivo dell’Offerta.***

Il Corrispettivo è rappresentato da azioni ordinarie dell’Offerente di nuova emissione, offerte in scambio a fronte di azioni ordinarie dell’Emittente portate in adesione all’Offerta. In particolare, per ciascuna azione oggetto dell’Offerta portata in adesione, l’Offerente offrirà il Corrispettivo, costituito da n. 2,533 azioni dell’Offerente di nuova emissione in esecuzione dell’aumento di capitale al servizio dell’Offerta deliberato dal Consiglio di Amministrazione di BMPS del 26 giugno 2025 in esercizio della delega allo stesso attribuita dall’Assemblea dell’Offerente del 17 aprile 2025 ai sensi dell’art. 2443 cod. civ. (l’**Aumento di Capitale al Servizio dell’Offerta**); pertanto, a titolo esemplificativo, per ogni n. 1000 azioni portate in adesione all’Offerta saranno corrisposte n. 2.533 Azioni di BMPS di nuova emissione.

Le azioni di BMPS di nuova emissione rivenienti dall’Aumento di Capitale al Servizio dell’Offerta avranno godimento regolare e, pertanto, attribuiranno ai loro possessori pari diritti rispetto alle azioni ordinarie di BMPS già in circolazione alla data di emissione e saranno quotate su Euronext Milan e in regime di dematerializzazione ai sensi dell’articolo 83-bis del TUF.

Il Corrispettivo è frutto dell’aggiustamento da parte di BMPS del corrispettivo originariamente previsto nella Comunicazione dell’Emittente, pari a n. 2,300 Azioni di BMPS per ogni azione oggetto dell’Offerta portata in adesione, aggiustamento conseguente al pagamento del dividendo approvato dall’Assemblea ordinaria degli Azionisti di BMPS in data 17 aprile 2025 e al pagamento dell’acconto sul dividendo a valere sui risultati al 31 dicembre 2024 deliberato dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca in data 8 maggio 2025. Il Corrispettivo potrà essere oggetto di ulteriori aggiustamenti, fatte salve in ogni caso rimodulazioni e/o modifiche del contenuto e/o della struttura dell’Offerta.

In caso di adesione totalitaria all’Offerta, ovverosia nel caso in cui tutte le n. 829.458.551 azioni oggetto dell’Offerta siano portate in adesione alla stessa, saranno assegnate agli aderenti quale Corrispettivo complessivo n. 2.101.018.510 azioni di BMPS di nuova emissione, rivenienti dall’Aumento di Capitale al Servizio dell’Offerta, rappresentative di circa il 63% del capitale sociale di BMPS.

Ulteriori informazioni sul corrispettivo e sulle modalità di determinazione dello stesso, sulle metodologie di valutazione e sui conseguenti valori economici delle azioni di Mediobanca e BMPS sono riportate nella Sezione E del Documento di Offerta.

### ***D.3 Le condizioni di efficacia dell'Offerta.***

L'efficacia dell'Offerta è subordinata all'avveramento (o alla rinuncia da parte dell'Offerente secondo quanto previsto dal Documento di Offerta) di ciascuna delle seguenti condizioni (dandosi atto che le stesse sono nel seguito indicate secondo una sequenza temporale che non è tassativa):

- (i) che le Autorizzazioni Preventive ottenute (cfr. Par. A.1.2 del Documento di Offerta) non vengano revocate e/o modificate per prevedere prescrizioni, condizioni o limitazioni non presenti alla data del documento di Offerta (la '**Condizione Autorizzazioni Preventive**');
- (ii) che l'Offerente abbia ottenuto l'approvazione incondizionata (ovvero senza condizioni, limitazioni e prescrizioni) dell'operazione proposta da BMPS con l'Offerta da parte delle competenti autorità antitrust (la '**Condizione Antitrust**');
- (iii) che vengano rilasciate le ulteriori Altre Autorizzazioni (come definite al Par. A.1.2 del Documento di Offerta e, unitamente alle Autorizzazioni Preventive, le '**Autorizzazioni**') senza prescrizioni, condizioni o limitazioni (la '**Condizione Altre Autorizzazioni**');
- (iv) che nessuna autorità competente, inclusi organi giurisdizionali, emetta delibere o provvedimenti tali da precludere, limitare o rendere più onerosa la possibilità per BMPS e/o Mediobanca, di realizzare l'Offerta ovvero gli obiettivi della medesima;
- (v) che, tra la data della Comunicazione dell'Offerente e il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, prevista per il 15 settembre 2025 (la '**Data di Pagamento del Corrispettivo**'), non si siano verificati fatti, eventi o circostanze che impediscano a BMPS di dare corso all'Offerta in conformità alle Autorizzazioni ricevute in merito all'Offerta e alle previsioni in esse contenute;
- (vi) che l'Offerente venga a detenere, all'esito dell'Offerta – per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile – una partecipazione pari ad almeno il 66,67% dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee dell'Emittente (la '**Condizione Soglia**'). L'Offerente tuttavia si riserva di rinunciare a tale condizione di efficacia e di procedere con l'acquisto di tutte le azioni oggetto dell'Offerta portate in adesione all'Offerta medesima nonostante si tratti di un quantitativo di azioni di Mediobanca inferiore rispetto a quello sopra indicato, purché la partecipazione che l'Offerente venga a detenere all'esito dell'Offerta – per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile durante il Periodo di Adesione (come eventualmente prorogato) – sia comunque almeno pari al

35% dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee dell'Emittente (soglia, quest'ultima, non rinunciabile) (la **'Condizione Soglia Minima'**);

- (vii) che, tra la data della Comunicazione dell'Offerente e il secondo giorno di borsa aperta antecedente la Data di Pagamento del Corrispettivo, gli organi sociali dell'Emittente (e/o di una sua società direttamente o indirettamente controllata o collegata) non deliberino, non compiano, anche qualora deliberati prima della data della Comunicazione dell'Offerente, né si impegnino a compiere o comunque procurino il compimento di (anche con accordi condizionati e/o *partnership* con terzi) atti od operazioni che eccedano i limiti dell'ordinario esercizio dell'attività di impresa dell'Emittente: (x) da cui possa derivare una significativa variazione, anche prospettica, del capitale, del patrimonio, della situazione economica, prudenziale e/o finanziaria e/o dell'attività dell'Emittente (e/o di una sua società direttamente o indirettamente controllata o collegata) come rappresentate nella relazione finanziaria semestrale dell'Emittente al 31 dicembre 2024; (y) che limitino la libera operatività delle filiali, succursali e delle reti nel collocamento di prodotti alla clientela (anche attraverso il rinnovo, la proroga – anche per effetto di mancata disdetta – o la rinegoziazione di accordi distributivi in essere e/o in scadenza); o (z) che siano comunque incoerenti con l'Offerta e con le motivazioni industriali e commerciali sottostanti, salvo che ciò sia dovuto in ottemperanza a obblighi di legge e/o a seguito di richiesta delle autorità di vigilanza, fermo in ogni caso quanto previsto dalla condizione di cui al successivo punto (viii) (la **'Condizione Atti Rilevanti'**);
- (viii) che, tra la data della Comunicazione dell'Offerente e il secondo giorno di borsa aperta antecedente la Data di Pagamento del Corrispettivo, 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 della Comunicazione dell'Offerente, né si impegnino a compiere, atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'Offerta ai sensi dell'articolo 104 del TUF, ancorché i medesimi siano stati autorizzati dall'assemblea dei soci in sessione ordinaria o straordinaria dell'Emittente 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 (la **'Condizione su Misure Difensive'**);
- (ix) che, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la Data di Pagamento del Corrispettivo, (x) a livello nazionale e/o internazionale, non si siano verificati circostanze o eventi straordinari (a) che comportino o possano comportare significativi mutamenti negativi nella situazione politica, sanitaria, finanziaria, economica, valutaria, normativa (anche contabile e di vigilanza) o di mercato o (b) che abbiano o possano avere 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 di BMPS (e/o delle sue società controllate e/o collegate) come

rappresentata nella relazione finanziaria semestrale dell'Emittente al 31 dicembre 2024 e nella relazione finanziaria annuale dell'Offerente al 31 dicembre 2024; e/o (y) non siano emersi fatti o situazioni relativi all'Emittente (e/o alle sue società controllate e/o collegate), non noti al mercato alla Data di Annuncio, che abbiano l'effetto di modificare in modo pregiudizievole l'attività o la situazione dell'Emittente (patrimoniale, economica, reddituale o operativa (e/o delle sue società controllate e/o collegate)) come rappresentata nella relazione finanziaria semestrale dell'Emittente al 31 dicembre 2024 (la 'Condizione MAE'). Tale Condizione MAE comprende, tra gli altri, anche tutti gli eventi elencati ai punti (x) e (y) di cui sopra che si dovessero verificare nei mercati dove operano l'Emittente, l'Offerente o le rispettive società controllate e/o collegate in conseguenza di, o in connessione con, crisi politiche internazionali attualmente in corso, e/o l'imposizione di dazi commerciali che, sebbene di pubblico dominio alla data del Documento di Offerta, potrebbero comportare conseguenze deteriori per l'Offerta e/o per la situazione patrimoniale, economica, finanziaria o operativa dell'Emittente o dell'Offerente e delle rispettive società controllate e/o collegate.

Con riferimento all'eventuale mancato avveramento delle Condizioni di Efficacia, l'Offerente si riserva il diritto di effettuare qualsiasi valutazione e di prendere qualsiasi decisione consentita in base all'Offerta nel rispetto delle vigenti disposizioni di legge e dei termini descritti nel Documento di Offerta.

#### ***D.4 Motivazioni dell'Offerta e programmi futuri elaborati dall'Offerente.***

Come indicato nel Par. G.2, Sezione G, del Documento di Offerta, l'OPS è promossa da BMPS al fine di realizzare una integrazione tra i gruppi bancari dell'Emittente e dell'Offerente, mediante esercizio da parte di BMPS del controllo di diritto o di fatto sull'Emittente. Tale aggregazione mira a creare un Nuovo Campione Nazionale, combinando due marchi di rilievo nel mercato dei servizi finanziari, con l'obiettivo di rafforzare la sostenibilità del modello di *business*, assicurando solidi livelli di redditività nel medio-lungo periodo.

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'aggregazione con Mediobanca, qualora realizzata, darà vita al terzo operatore bancario nazionale in termini di totale attivi, impieghi alla clientela, raccolta diretta e *total financial assets* e ad un *player* altamente diversificato, resiliente, con *capabilities* distintive e complementari in ciascuna area di *business* e significativo grado di innovatività e supporto alla crescita, con potenziale di competere con le principali realtà bancarie italiane ed europee, tramite la piena valorizzazione del capitale umano esistente. Il nuovo gruppo potrà contare sulle competenze distintive di Mediobanca nelle aree di *Wealth Management, Corporate & Investment Banking e Consumer Finance*, e di BMPS nei settori del *Retail e Commercial Banking*. Inoltre, la partecipazione detenuta in Assicurazioni Generali contribuirà altresì positivamente alla diversificazione dei ricavi del nuovo Gruppo MPS e sarà

gestita alla stregua delle restanti linee di *business* secondo un'attenta disciplina di ottimizzazione del capitale e una forte logica di redditività aggiustata per il rischio. L'aggregazione permetterà al contempo di offrire ai dipendenti di ciascuna istituzione l'opportunità di sviluppare la propria carriera in un'organizzazione più ampia e, allo stesso tempo, contribuirà ad attrarre nuove risorse di alto profilo; l'Offerente non prevede di apportare unilateralmente modifiche sostanziali ai contratti di lavoro dei dipendenti di Mediobanca e delle società facenti parte del Gruppo Mediobanca, sicché non si prevede che l'Offerta abbia conseguenze negative dirette quanto a condizioni di lavoro o di impiego.

Inoltre, secondo BMPS, l'Offerta, in linea con una logica sottostante di medio-lungo periodo, permetterà di consolidare le strategie di sostenibilità delle due banche, facendo leva sulle rispettive capacità in ambito ESG e il mantenimento degli elevati *standard* di *governance* di BMPS.

Per quanto riguarda i programmi futuri elaborati dall'Offerente in relazione all'Emittente in caso di perfezionamento dell'Offerta, nel Documento di Offerta si illustra quanto segue. L'acquisizione di Mediobanca permette di accelerare l'attuazione delle linee guida strategiche del Piano Industriale 2024-28 di BMPS. Per le diverse linee di *business* coperte da BMPS e da Mediobanca si prevedono le seguenti linee guida strategiche di sviluppo:

- (i) espansione del *business Retail Banking* di Mediobanca attraverso l'offerta dei prodotti *core* di BMPS e la valorizzazione della rete di filiali di BMPS su scala nazionale;
- (ii) creazione di un *player* di riferimento nel *Wealth Management* tramite la combinazione di competenze di BMPS e Mediobanca nel *Private Banking* e nell'*Asset Gathering*, permettendo il rafforzamento delle reti distributive sul mercato, l'aumento della redditività e della penetrazione della clientela;
- (iii) creazione di un operatore *leader* nel *Corporate & Investment Banking* (CIB) grazie alla complementarità tra i segmenti di clientela serviti (PMI e *Large Corporate*) e la gamma di prodotti offerti da BMPS e Mediobanca ai clienti *corporate*; questo darà vita a un'offerta ampia e completa, coprendo tutti i principali prodotti, tra cui servizi di *commercial banking* strettamente legati all'*advisory* finanziario, *Capital Markets*, *Structured Finance* CIB, accesso ed esecuzione nei mercati finanziari e servizi di *specialty finance*, come il *factoring*;
- (iv) ulteriore impulso al posizionamento distintivo di Compass nel settore del credito al consumo grazie al potenziamento della *partnership* esistente con BMPS e all'aumento della penetrazione nella base di clienti *retail*;
- (v) quanto all'area assicurativa, oltre alle sinergie di ricavo nei segmenti *core* di entrambe le entità, ampliamento della offerta di *bancassurance* di BMPS attraverso: (a) l'introduzione di polizze di *Credit Protection Insurance* (CPI) sui prestiti personali di nuova emissione, aumentando la penetrazione della base clienti di Mediobanca capitalizzando l'offerta esistente di BMPS; (b) il potenziamento della

penetrazione della clientela, integrando l'offerta di prodotti bancari con quelli assicurativi già presenti nel portafoglio.

Ad avviso di BMPS, il perfezionamento dell'Offerta consentirà la generazione di importanti sinergie conseguenti agli obiettivi strategici e industriali dell'Emittente nel Gruppo MPS: (a) per circa Euro 0,3 miliardi annui sul fronte dei ricavi, grazie all'arricchimento dell'offerta di prodotti e servizi per famiglie e imprese, allo sviluppo di un'offerta integrata sulle rispettive basi clienti e a un incremento della penetrazione e ampliamento dei mercati di riferimento; (b) per circa Euro 0,3 miliardi annui sul fronte dei costi, relativamente all'ottimizzazione delle spese amministrative e delle funzioni in sovrapposizione e alle economie derivanti dalla realizzazione del piano investimenti *combined* che eviti duplicazioni; (c) per circa Euro 0,1 miliardi annui sul fronte del *funding*, grazie ad un *mix* di *funding* più bilanciato, facendo leva sulla capacità di raccolta commerciale di BMPS e ottimizzando la posizione di *wholesale funding* dell'entità combinata. Il progetto industriale, distinguendosi per la significativa complementarietà dei due *business model* (la quale riduce significativamente il rischio di esecuzione), sarà realizzato con un'integrazione semplice e costi di integrazione *una tantum* stimati in circa Euro 0,6 miliardi al lordo delle imposte, spesabili nel primo anno. Si precisa che le sinergie di costo e *funding*, l'ampliamento delle fonti di ricavo e i vantaggi derivanti dalla complementarità dei modelli di *business* di BMPS e Mediobanca nonché gli obiettivi strategici dell'Offerta saranno realizzabili non solo mediante l'acquisizione del controllo di diritto ma anche nel caso di scenari diversi rispetto all'acquisizione del controllo di diritto (controllo di fatto), seppur con possibili variazioni e ritardi nella loro implementazione, il tutto come meglio precisato alla Sezione A, Paragrafo A.1.4 del Documento di Offerta.

L'OPS consentirà di accelerare l'utilizzo delle *Deferred Tax Assets* (DTA) di BMPS, con un beneficio di capitale stimato di € 0,5 miliardi l'anno per 6 anni. Tuttavia, l'effetto pieno è subordinato all'acquisizione di oltre il 50% del capitale di Mediobanca, necessaria per attivare il consolidato fiscale.

L'Offerente intende procedere al *delisting*, ossia alla revoca delle azioni dell'Emittente dalla quotazione su Euronext Milan, secondo i termini e le condizioni descritti nel Documento di Offerta.

Indipendentemente dal *delisting* di Mediobanca, l'Offerente non esclude di poter valutare in futuro, a sua discrezione, la realizzazione di eventuali diverse operazioni straordinarie e/o riorganizzazioni societarie e di *business* che dovessero essere ritenute opportune, in linea con gli obiettivi e le motivazioni dell'Offerta, che saranno ritenute opportune anche al fine di garantire l'integrazione delle attività di BMPS e di Mediobanca, contemperando gli interessi di tutti gli *stakeholder* coinvolti. Alla Data del Documento di Offerta, l'Offerente non ha ancora assunto alcuna decisione in merito a eventuali operazioni straordinarie di riorganizzazione del Gruppo MPS a seguito dell'aggregazione con il Gruppo Mediobanca, in conseguenza del perfezionamento dell'Offerta, ivi inclusa l'eventuale fusione per incorporazione

dell'Emittente nell'Offerente o in un'altra società del Gruppo MPS, fermo restando l'avvio dei necessari procedimenti di natura societaria, autorizzativa e regolamentare, anche ai fini dell'eventuale *delisting*.

#### ***D.5 L'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da Mediobanca su Banca Generali S.p.A.***

In data 28 aprile 2025, ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 102, comma 1, del TUF, nonché dell'articolo 37 del Regolamento Emittenti, Mediobanca ha comunicato al mercato di aver assunto in data 27 aprile 2025 la decisione di promuovere un'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria ai sensi e per gli effetti degli articoli 102 e 106, comma 4, del TUF avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Banca Generali S.p.A. (**'Banca Generali'**) ammesse alla negoziazione su Euronext Milan, organizzato e gestito da Borsa Italiana (**'Offerta BG'**).

L'Offerta BG ha, quindi, a oggetto le massime n. 116.851.637 azioni ordinarie di Banca Generali (ossia la totalità delle azioni emesse da Banca Generali a tale data), incluse le azioni proprie detenute da Banca Generali medesima (pari a n. 2.907.907 come risultante dal bilancio di esercizio di Banca Generali al 31 dicembre 2024). Mediobanca riconoscerà - per ciascuna azione di Banca Generali portata in adesione all'Offerta BG - un corrispettivo unitario pari a n. 1,70 azioni ordinarie di Assicurazioni Generali S.p.A. (**'Assicurazioni Generali'**) detenute da Mediobanca (il **'Corrispettivo Offerta BG'**).

In considerazione della pendenza dell'Offerta, in data 27 aprile 2025, il consiglio di amministrazione di Mediobanca ha deliberato, *inter alia*, di sottoporre all'assemblea ordinaria degli azionisti di Mediobanca – convocata per il 16 giugno 2025 – la proposta di approvare l'Offerta BG ai sensi e per gli effetti dell'articolo 104 del TUF, che consente all'assemblea dei soci di rilasciare autorizzazioni al consiglio di amministrazione in deroga alle prescrizioni di cui alla medesima norma. In data 15 giugno 2025, il consiglio ha deliberato di rinviare al 25 settembre 2025 la data dell'assemblea ordinaria degli azionisti, originariamente convocata per il 16 giugno 2025 ai sensi dell'articolo 104 del TUF per l'approvazione dell'Offerta BG. Per ulteriori dettagli al riguardo, si rinvia al comunicato stampa messo a disposizione del mercato da parte di Mediobanca in data 15 giugno 2025.

Al riguardo, nel Documento di Offerta, BMPS riferisce che, alla luce degli obiettivi perseguiti con l'Offerta, la partecipazione detenuta da Mediobanca in Assicurazioni Generali è sempre stata considerata un investimento finanziario da valutare nel tempo secondo una logica di rischio/rendimento. Alla data del Documento di Offerta, l'Offerente si riserva di valutare più compiutamente l'Offerta BG alla luce di tutte le informazioni rilevanti che si renderanno di volta in volta disponibili.

In data 30 luglio 2025, in considerazione della tempistica dei processi autorizzativi relativi all'acquisizione di Banca Generali e dei conseguenti termini previsti dal TUF per l'approvazione del documento di offerta relativo all'Offerta BG, il consiglio di amministrazione di Mediobanca ha individuato come nuova

possibile data dell'Assemblea chiamata a pronunciarsi sull'Offerta BG il prossimo 21 agosto, riservandosi di assumere comunque ogni determinazione in merito entro il prossimo 6 agosto, in funzione delle interlocuzioni con Assicurazioni Generali.

L'assemblea di Mediobanca del 21 agosto u.s. ha respinto la proposta del consiglio in merito all'autorizzazione ai sensi dell'art. 104 del TUF per dare esecuzione all'Offerta BG e, dunque, quest'ultima è stata dichiarata decaduta.

#### ***D.6 Il Comunicato dell'Emittente.***

In data 11 luglio 2025, l'Emittente ha pubblicato il Comunicato dell'Emittente ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti contenente dati per l'apprezzamento dell'Offerta e valutazioni motivate del consiglio di amministrazione di Mediobanca sull'OPS stessa e sulla congruità del Corrispettivo.

Nel Comunicato dell'Emittente, Mediobanca riferisce che il proprio consiglio di amministrazione, all'unanimità e con il supporto degli *advisor* finanziari e legali, ha espresso parere negativo sull'Offerta, ritenendola non conveniente dal punto di vista finanziario per gli azionisti, inadeguata sotto il profilo industriale e strategico, potenzialmente pregiudizievole per la solidità e l'autonomia dell'Emittente. Le motivazioni alla base di tali conclusioni sono, in estrema sintesi, le seguenti:

- (i) il rapporto di concambio espresso dal Corrispettivo sottovaluta il valore di Mediobanca, sia in termini assoluti che relativi, e non riflette il profilo di rischio inferiore di Mediobanca rispetto a BMPS né la sua stabilità reddituale e la posizione di *leadership* in vari segmenti;
- (ii) l'Offerta manca di rationale industriale, strategico e finanziario e distrugge valore per gli azionisti di Mediobanca;
- (iii) il Gruppo MPS risulta esposto a rilevanti rischi di *governance* e legali, con la conseguenza che il titolo di BMPS presenta un profilo di rischio più elevato e gli azionisti di Mediobanca sarebbero esposti a maggiore volatilità e minore diversificazione degli *asset*;
- (iv) la combinazione tra BMPS e Mediobanca e il conseguente raggiungimento degli obiettivi strategici dell'Offerta risultano soggetti a significativi rischi ed elementi di incertezza, come dimostrano l'assenza di un piano industriale consolidato per l'entità combinata e la mancanza di esperienza di BMPS in operazioni di portata paragonabile all'OPS nonché, nello specifico, la duplice circostanza che: (a) a differenza di quanto si riscontra nella prassi più recente di operazioni similari, la fusione tra Mediobanca e BMPS all'esito dell'OPS non è inquadrata tra gli obiettivi della stessa; (b) sussistono incertezze circa la capacità di BMPS di approvare qualsiasi delibera nell'Assemblea degli Azionisti di Mediobanca in sede straordinaria, inclusa la fusione, nell'ipotesi in cui l'Offerente

venisse a detenere, a esito dell'Offerta, una partecipazione inferiore al 50% de capitale sociale di Mediobanca;

- (v) la previsione di una doppia soglia di adesione, vale a dire la Condizione Soglia e la Condizione Soglia Minima denoterebbe incapacità in ordine alle reali finalità dell'Offerta; in particolare, nello scenario di adesioni per ammontare almeno pari alla Condizione Soglia Minima (irrinunciabile), risulta incerta la possibilità per BMPS di esercitare il controllo di fatto su Mediobanca, segnalando – in tale misura – la volontà di perfezionare l'Offerta anche dinanzi a rischi di dissinergie e distruzione di valore.

Per ulteriori dettagli in ordine alle valutazioni svolte dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente si rinvia al Comunicato dell'Emittente e, tra gli altri, ai relativi Par. 2, Par. 3 e Par. 4.

\*

## **(E) SINTESI DELLE ATTIVITÀ DEL COMITATO.**

### ***E.1 Attività istruttoria del Comitato.***

In data 4 agosto 2025, il Consiglio di Amministrazione di Caltagirone ha deliberato, in via volontaria e prudentiale, che l'Operazione sarebbe stata preventivamente esaminata da Caltagirone, attivando i presidi previsti per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza in conformità all'art. 9 della propria Procedura.

In pari data, il Comitato si è riunito prendendo atto della deliberazione consiliare e attivandosi prontamente per dare impulso ai lavori relativi all'Operazione. In particolare, il CAI ha ricevuto la documentazione rilevante relativa all'Offerta e, sulla base di essa, un'informativa completa e adeguata in merito agli elementi caratteristici dell'Operazione con particolare riguardo alla natura della correlazione, ai relativi termini e alla tempistica prevista per la sua realizzazione. Inoltre, il medesimo Comitato – avvalendosi della facoltà prevista dal Regolamento OPC e dalla Procedura – ha nominato il Prof. Fiori come *advisor* finanziario indipendente (l'Esperto), chiamato a rilasciare un parere al Comitato stesso in merito alla convenienza o meno, sul piano economico-finanziario e industriale, di una eventuale adesione delle Società Controllate all'OPS, con richiesta di fornire ogni indicazione ritenuta utile.

Il Comitato non è stato coinvolto “nella fase delle trattative” (come letteralmente richiesto dall'art. 6.1 della Procedura), in ragione della natura dell'OPS di operazione promossa in via unilaterale da BMPS, che, strutturalmente, non prevede una fase di trattativa negoziale con gli oblati.

In data 20 agosto 2025, il CAI si è riunito, con la partecipazione dei componenti del Collegio Sindacale e dell'Esperto; in tale occasione, ha ricevuto aggiornamenti dal Prof. Fiori in merito allo stato di avanzamento delle attività demandategli. In data 24 agosto 2025, il CAI ha ricevuto bozza della relazione

a cura dell'Esperto. Il Comitato si è quindi riunito il 25 agosto 2025, sempre con la partecipazione dei componenti del Collegio Sindacale e dell'Esperto, che ha esposto gli esiti delle proprie analisi. Il successivo 26 agosto, il Comitato ha ricevuto la relazione finale a cura dell'Esperto (la 'Relazione', allegata *sub doc. 1* al presente Parere).

In data 27 agosto 2025, il Comitato si è riunito alla presenza di tutti i suoi membri e, alla luce degli esiti della Relazione e di tutta la documentazione rilevante, ha approvato il presente parere all'unanimità.

### ***E.2 Esperto indipendente.***

Come sopra evidenziato, ai fini del rilascio del presente Parere, il CAI ha ritenuto opportuno avvalersi del supporto del Prof. Fiori, individuato tra soggetti di riconosciuta professionalità e competenza sulle materia oggetto dell'Operazione, in possesso dei necessari requisiti di indipendenza.

A tale specifico riguardo, il Prof. Fiori ha dichiarato l'insussistenza di relazioni inidonee a compromettere la propria indipendenza e autonomia di giudizio ai fini dello svolgimento dell'incarico. Alla luce di tali dichiarazioni, il Comitato ha nominato il Prof. Fiori Esperto indipendente incaricato di assistere il Comitato nell'esercizio dei propri compiti relativamente all'Operazione.

### ***E.3 Documentazione esaminata ai fini del rilascio del Parere.***

Ai fini delle proprie valutazioni, il Comitato ha preso visione ed esaminato la seguente documentazione:

- (i) la Comunicazione dell'Offerente;
- (ii) il Documento di Offerta;
- (iii) il Documento di Esenzione pubblicato da BMPS in data 3 luglio 2025;
- (iv) la Relazione predisposta dall'Esperto;
- (v) presentazione del 24 gennaio 2025 "The new Italian Banking Champion" di BMPS nell'ambito dell'Offerta.

\*

## **(F) ANALISI E VALUTAZIONI DEL COMITATO.**

### ***F.1 Sull'interesse di Caltagirone al compimento dell'Operazione.***

Sulla base e dell'informativa ricevuta e, in particolare, della documentazione esaminata relativa all'Offerta, il Comitato ritiene che l'adesione alla stessa con le Azioni da parte delle Società Controllate sia nell'interesse della Società, per le ragioni di seguito illustrate.

Dall'analisi condotta, si è rilevata in primo luogo la sussistenza di una convenienza economica oggettiva all'adesione all'Offerta, in quanto, tenuto conto del valore di carico delle Azioni, del Corrispettivo e del rapporto di scambio a esso sotteso, le Società Controllate possono realizzare una plusvalenza per effetto

dell'Operazione stimabile in circa Euro 111,8 milioni, con beneficio economico netto pari a Euro 109,9 milioni. Sul punto, si rinvia per ogni dettaglio alle valutazioni svolte nella Relazione dall'Esperto, come enunciate al successivo Par. F.2 del presente Parere. Su tali basi, l'Operazione consente alle Società Controllate (e, tramite esse, a Caltagirone e al Gruppo) di ottenere un rendimento positivo e immediato sugli investimenti effettuati, valorizzando correttamente gli *assets* detenuti. Inoltre, il vantaggio economico-finanziario che deriva dall'adesione non si risolve nella suddetta plusvalenza, ma consiste anche nelle sinergie previste e i benefici in termini di efficienza, scala, redditività e accelerazione dell'utilizzo di attivi fiscali. A questo si aggiunge la possibilità di beneficiare di una politica di dividendi sostenibile e progressiva nel tempo, caratterizzata da una crescita del dividendo per azione fino al 100% dell'utile distribuibile, in un contesto di rafforzamento sia della solidità patrimoniale sia della redditività.

Dalla specifica prospettiva di Caltagirone e del Gruppo, la partecipazione in Mediobanca ha un valore fortemente strategico, rappresentando una componente qualificante del portafoglio e un *asset* funzionale alle visioni complessive e di lungo termine del Gruppo. In tale contesto, l'adesione all'OPS risponde all'interesse della Società nella misura in cui il progetto presentato dall'Offerente risulta solido, credibile e coerente con le linee strategiche e i valori di *governance* condivise da Caltagirone. In particolare, come evidenziato anche nella Relazione, le due banche sono caratterizzate da piena complementarietà dell'offerta, sicché il completamento dell'Operazione porterebbe alla creazione del terzo *player* bancario integrato nel mercato italiano per attivi, impieghi alla clientela, raccolta diretta e attivi finanziari complessivi, dando vita a un operatore diversificato, resiliente e competitivo.

BMPS ha illustrato chiaramente, nell'ambito del Documento di Offerta, la volontà di non procedere necessariamente a una fusione immediata con Mediobanca, lasciando aperto uno scenario di convivenza societaria e operativa, almeno per una prima fase post-Offerta. Tale impostazione consente di ipotizzare una transizione graduale verso una nuova configurazione di gruppo, in cui l'identità giuridica e gestionale di Mediobanca possa essere preservata, garantendo continuità d'impresa e attenuando i rischi tipici delle integrazioni repentine.

Alla luce di tali elementi, e in considerazione della convenienza oggettiva dell'operazione (cfr. *infra*, Par. F.2 e Relazione dell'Esperto), della coerenza del progetto con le logiche di consolidamento del settore bancario e dell'interesse complessivo del Gruppo Caltagirone a valorizzare e ottimizzare il proprio portafoglio partecipativo, si ritiene che l'adesione all'offerta possa considerarsi compatibile e auspicabile rispetto agli interessi della capogruppo e delle sue controllate. L'Operazione si configura come un'opportunità per rafforzare la posizione della Società all'interno di un'architettura più ampia, dinamica e integrata, nella quale continuare a esprimere un'a presenza strategica qualificata.

## ***F.2 Correttezza sostanziale e procedimentale dell'Operazione e sua convenienza per la Società***

Sulla base della documentazione esaminata e delle informazioni e dei chiarimenti forniti dall'Esperto, il Comitato ha valutato positivamente la correttezza procedimentale e sostanziale e la convenienza dell'Operazione, per le ragioni di seguito illustrate.

Sotto il profilo della correttezza procedimentale e sostanziale, il Comitato rileva che:

- (i) l'Offerta non è stata previamente concordata tra l'Offerente e l'Emittente;
- (ii) l'Offerta rivolta a parità di condizioni a tutti gli azionisti di Mediobanca;
- (iii) i termini e le condizioni dell'Offerta sono illustrati, a beneficio di tutti gli oblati, all'interno del Documento di Offerta, approvato dalla Consob;
- (iv) il CAI ha ricevuto un flusso informativo completo e aggiornato sull'Operazione, in conformità a quanto previsto dalla Procedura;
- (v) ai fini delle proprie valutazioni sulla convenienza, sul piano economico-finanziario e industriale, dell'Operazione, il CAI si è avvalso del supporto del Prof. Fiori, del quale ha preliminarmente verificato la riconosciuta professionalità, competenza e indipendenza.

Con specifico riferimento alla convenienza dell'Operazione, il Comitato ha analizzato i contenuti e le conclusioni della Relazione rilasciata dall'Esperto, qui di seguito sintetizzati.

Sulla base delle analisi effettuate, l'Esperto ha concluso che l'Operazione risulta conveniente sul piano industriale ed economico-finanziario per le ragioni di seguito illustrate.

L'Emittente e l'Offerente sono caratterizzate da una piena complementarità della gamma di offerta. Pertanto, il completamento dell'Operazione porterebbe alla creazione del terzo *player* bancario integrato nel mercato italiano per totale attivi, impieghi alla clientela, raccolta diretta e attivi finanziari complessivi, dando vita a un operatore diversificato e resiliente, competitivo sia a livello domestico che europeo. Il nuovo gruppo potrebbe, dunque, contare sulle competenze distintive di Mediobanca (eccellenza consolidata nei segmenti *Wealth & Asset Management*, *Corporate & Investment Banking* e *Consumer Finance*) e MPS (forte posizionamento nel *Retail e Commercial Banking*), rafforzando la sostenibilità del modello di *business* combinato, garantendo livelli di redditività solidi e coerenti nel medio-lungo termine. Pertanto, la "*combined entity*" derivante dall'aggregazione costituirà un operatore "*best in class*" nel mondo del "*Corporate and Investment banking*" potendo offrire soluzioni evolute di *advisory*, DCM, ECM, finanza strutturata e strumenti di finanza specialistica quali *factoring* e *supply chain financing* indirizzando in modo completo tutte le esigenze tipiche delle aziende quali finanza per il circolante e di breve termine, di medio-lungo termine e servizi evoluti.

Con riferimento alle sinergie, è stato poi evidenziato come, sulla base delle caratteristiche specifiche dell'Operazione, si possano generare delle sinergie attese riconducibili, principalmente, alle seguenti aree:

- *Economies of Scale*: efficientamento dei costi grazie alla maggiore dimensione, con possibilità di riduzione delle spese amministrative, di centralizzazione degli approvvigionamenti presso fornitori strategici, di ottimizzazione degli investimenti in IT e *digital transformation* nelle aree comuni (es. piattaforma di *consumer finance* di BMPS), etc;
- *Combination of Different Functional Strengths*: arricchimento dell'offerta di prodotti e servizi per famiglie e imprese, integrando le rispettive basi clienti e ampliando il mercato di riferimento (sfruttando le competenze distintive delle due banche ciascuna nel proprio segmento di eccellenza);
- *Higher Growth in New or Existing Markets*: espansione della presenza di Mediobanca e BMPS nei mercati attuali e penetrazione di nuovi segmenti;
- *Debt Capacity*: creazione di un *mix* di *funding* più equilibrato, sfruttando la capacità di raccolta commerciale MPS e ottimizzando la posizione di *wholesale funding* del nuovo gruppo (in particolare, Mediobanca potrebbe collocare i propri prodotti utilizzando la provvista rinveniente da BMPS, riducendo il costo di finanziamento e le commissioni, unendo l'eccellente capacità di accesso al mercato *wholesale* e i rapporti consolidati con gli investitori istituzionali, caratterizzanti una banca come Mediobanca, con la capacità di BMPS di approvvigionarsi sul canale diretto in modo più esteso ed efficiente);
- *Tax Benefits*: accelerazione nell'utilizzo delle DTA detenute da BMPS, con le modalità descritte nella Relazione;
- *Diversification*: ampliamento e diversificazione dei flussi di reddito del nuovo gruppo, anche tramite sviluppo dell'offerta di *Bancassurance*.

Infine, ulteriori aspetti da sottolineare in termini di potenziale ritorno degli azionisti sono:

- la plusvalenza potenziale che le società controllate da Caltagirone potrebbero realizzare aderendo all'Offerta, stimabile in circa Euro 111,8 milioni alla data del 25.08.2025, con beneficio economico netto pari a Euro 109,9 milioni;
- la politica di dividendi sostenibile e progressiva nel tempo di cui potrebbero beneficiare gli azionisti del nuovo Gruppo che, sempre per come rappresentato nel documento di Offerta, potrebbe essere caratterizzata da una crescita del dividendo per azione fino al 100% dell'utile distribuibile, in un contesto di rafforzamento sia della solidità patrimoniale sia della redditività;

In questo contesto, la Relazione evidenzia che la presenza di un differenziale tra il prezzo corrente di mercato delle azioni di Mediobanca (alla data del 25 agosto 2025) e il Corrispettivo non risulta significativa, in quanto: (i) può dipendere dalle aspettative di mercato circa l'evoluzione dell'Offerta, essendo riconducibile all'ipotesi, da parte degli operatori, di possibili rilanci; (ii) dal punto di vista della prassi di mercato, le offerte pubbliche, e in particolare quelle di scambio, tendono a registrare un miglioramento del corrispettivo con l'avvicinarsi della scadenza, tramite rilanci sul prezzo o sulle condizioni economiche; (iii) ad ogni modo, ai fini della valutazione della convenienza economica

complessiva dell'Offerta da parte di un investitore con un orizzonte temporale di medio-lungo termine, come le Società Controllate, l'interesse non risiede nelle dinamiche speculative di breve periodo, ma nel potenziale incremento di valore generato dall'Offerta (illustrato sopra e nella Relazione).

## **(G) CONCLUSIONI.**

Alla luce di tutto quanto precede, il Comitato, composto dall'avv. Filomena Passeggio e dall'avv. Sarah Moscatelli:

- (i) esaminato il contenuto del Documento di Offerta;
- (ii) esaminata l'ulteriore documentazione rilevante e le informazioni messe a disposizione del Comitato;
- (iii) valutata positivamente, per le ragioni illustrate al Par. F del presente Parere, la sussistenza dell'interesse della Società all'Operazione;
- (iv) rilevato che il processo sinora seguito risulta corretto e conforme alle disposizioni normative e regolamentari applicabili;
- (v) dato atto di avere ricevuto un flusso informativo idoneo per svolgere le valutazioni di propria competenza;
- (vi) avuto riguardo alle conclusioni raggiunte nella Relazione del Prof. Fiori, esperto indipendente del Comitato, in ordine alla convenienza, sul piano economico-finanziario e industriale, di una eventuale adesione delle Società Controllate all'OPS,

ai sensi dell'art. 6.1 della Procedura, esprime all'unanimità parere favorevole sull'interesse di Caltagirone al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Le conclusioni favorevoli all'Operazione illustrate nel presente Parere assumono che le informazioni e i documenti esaminati ai fini del suo rilascio non subiscano modificazioni sostanziali da parte degli organi competenti e che, dalle analisi condotte dagli organi sociali competenti e dai rispettivi *advisors* non emergano elementi nuovi o ulteriori che, se noti alla data odierna, sarebbero idonei a incidere sulle valutazioni a cui è stato chiamato il Comitato.

\*\*\*

Roma, 27 agosto 2025

Per il Comitato Amministratori Indipendenti

Filomena Passeggio (Presidente)

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Sarah Moscatelli".

Sarah Moscatelli

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Sarah Moscatelli".

**In allegato:**

**Doc. 1)** Relazione del Prof. Fiori.



FIORI &  
ASSOCIATI

---

**PARERE IN MERITO ALLA CONVENIENZA O MENO,  
SUL PIANO INDUSTRIALE ED ECONOMICO-  
FINANZIARIO, DI UNA EVENTUALE ADESIONE DELLE  
SOCIETÀ CONTROLLATE DA CALTAGIRONE S.P.A.  
ALL'OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO TOTALITARIA  
VOLONTARIA PROMOSSA DA BANCA MONTE DEI  
PASCHI DI SIENA S.P.A. SULLE AZIONI ORDINARIE DI  
MEDIOBANCA S.P.A.**

---

**AGOSTO 2025**

**PROF. GIOVANNI FIORI**  
ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE  
NELL'UNIVERSITÀ LUISS GUIDO CARLI DI ROMA

---

## INDICE

<b>1.</b>	<b>Premessa .....</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Informazioni e documenti utilizzati .....</b>	<b>5</b>
<b>3.</b>	<b>Ipotesi, limiti e modalità di svolgimento dell’incarico.....</b>	<b>6</b>
<b>4.</b>	<b>Principali termini dell’Offerta.....</b>	<b>8</b>
<b>5.</b>	<b>Analisi delle dinamiche evolutive del settore bancario e attuale posizionamento competitivo di MPS e MB .....</b>	<b>11</b>
5.1.	Lineamenti evolutivi dello scenario regolatorio nel settore bancario: gli “Accordi di Basilea” .....	11
5.2.	Evoluzione delle strategie di business delle istituzioni finanziarie alla luce del mutato contesto regolatorio .....	14
5.2.1.	<i>Il caso di diversificazione di maggior successo nel panorama nazionale: Intesa Sanpaolo .....</i>	<i>20</i>
5.3.	Descrizione dell’attuale posizionamento competitivo di MPS e MB .....	22
<b>6.</b>	<b>Analisi di convenienza dell’Offerta .....</b>	<b>26</b>
6.1.	Analisi delle motivazioni strategiche e industriali dell’Aggregazione Aziendale.....	27
6.1.1.	<i>Individuazione dei driver strategici e industriali .....</i>	<i>27</i>
6.1.2.	<i>Applicazione della matrice prodotto-mercato di Ansoff.....</i>	<i>33</i>
6.2.	Analisi degli effetti economico-finanziari derivanti dall’Aggregazione Aziendale.....	37
6.2.1.	<i>Analisi delle sinergie attese .....</i>	<i>37</i>
6.2.2.	<i>Valutazione dei potenziali ritorni per gli azionisti.....</i>	<i>40</i>
6.2.3.	<i>Analisi dell’andamento dei prezzi di mercato di MB e di MPS.....</i>	<i>43</i>
<b>7.</b>	<b>Conclusioni .....</b>	<b>46</b>

## 1. Premessa

Tenuto conto che:

- Banca Monte di Paschi S.p.A. (in seguito anche “MPS”), ai sensi e per gli effetti degli artt. 102, comma 1, e 106, comma 4, del TUF, ha promosso un’offerta pubblica di scambio totalitaria volontaria (in seguito anche “Offerta Pubblica di Scambio” o “Offerta” o “OPS”) avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Mediobanca S.p.A. (in seguito anche “Mediobanca” o “MB”);
- alcune società controllate direttamente e indirettamente da Caltagirone S.p.A. (in seguito anche “Caltagirone” o “Società”) detengono partecipazioni in Mediobanca, come di seguito riepilogato:

Società	N° azioni	%
Calt 2004 S.r.l.	3.050.000	0,4%
<b>Controllate direttamente da Caltagirone S.p.A.</b>	<b>3.050.000</b>	<b>0,4%</b>
Finced S.r.l.	2.000.000	0,2%
PIM S.r.l.	1.120.000	0,1%
Quotidiano di Puglia S.r.l.	680.000	0,1%
Stampa Venezia S.r.l.	680.000	0,1%
Stampa Roma 2015 S.r.l.	670.000	0,1%
Ced Digital e Servizi S.r.l.	630.000	0,1%
ITV S.r.l.	620.000	0,1%
<b>Controllate indirettamente tramite Caltagirone Editore S.p.A.</b>	<b>6.400.000</b>	<b>0,8%</b>
Viapar S.r.l.	200.000	0,0%
<b>Controllate indirettamente tramite Vianini Lavori S.p.A.</b>	<b>200.000</b>	<b>0,0%</b>
<b>Gruppo Caltagirone S.p.A.</b>	<b>9.650.000</b>	<b>1,2%</b>

- in ragione della presenza in seno al consiglio di amministrazione di MPS del dott. Alessandro Caltagirone, stretto familiare di Francesco Gaetano Caltagirone, azionista di MB e MPS, l’eventuale adesione all’OPS da parte delle citate controllate potrebbe essere considerata una operazione con parti correlate (in seguito anche “OPC”) e, tenuto conto dei relativi valori, una OPC di maggiore rilevanza;
- in conformità all’art. 2391-*bis* c.c., alla disciplina regolamentare di attuazione adottata dalla Consob con delibera n. 17221 del 13.03.2010 e ss. mm. ii.,

nonché agli artt. 9 e 6 della propria procedura “Operazioni con Parti Correlate”, Caltagirone ha prudenzialmente attivato i presidi previsti per le OPC di maggiore rilevanza, incaricando il comitato degli amministratori indipendenti per la valutazione delle operazioni con parti correlate (in seguito anche “CAI”) delle analisi di competenza circa l’interesse della Società all’OPC in esame e alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni;

il CAI, a beneficio della propria istruttoria, ha chiesto al sottoscritto, Prof. Giovanni Fiori, Ordinario di Economia Aziendale presso la Luiss Guido Carli di Roma, iscritto all’Albo dei Dottori Commercialisti di Roma al n. AA\_002667, e iscritto nel Registro dei Revisori Legali con D.M. 12.04.1995, pubblicato sulla G.U. del 21.04.1995 supplemento n. 31/bis 4° serie speciale, con studio in Roma Via Giovanni Paisiello 24, di esprimere un parere in merito alla convenienza sul piano industriale ed economico-finanziario di un’eventuale adesione delle società controllate da Caltagirone all’Offerta promossa da MPS sulle azioni ordinarie di Mediobanca (in seguito anche “Parere”).

## **2. Informazioni e documenti utilizzati**

Al fine di svolgere il proprio incarico, il sottoscritto ha fatto riferimento alla documentazione messa a disposizione dalla Società e/o comunque pubblicamente disponibile nell'ambito dell'OPS, nonché, per quanto applicabili, a norme e regolamenti, dottrina aziendalistica, prassi nazionali e internazionali e consuetudini professionali.

In particolare, nella redazione del presente Parere, lo scrivente ha fatto riferimento ai seguenti principali documenti:

- documento relativo all'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da MPS sulle azioni ordinarie di Mediobanca del 03.07.2025 (in seguito anche "Documento di Offerta");
- comunicato del Consiglio di Amministrazione di MB dell'11.07.2025 (in seguito anche "Comunicato dell'Emittente");
- documento di esenzione relativo all'offerta di azioni ordinarie di MPS nel contesto dell'offerta pubblica di scambio avente ad oggetto azioni ordinarie di Mediobanca;
- presentazione del 24.01.2025 "The new Italian Banking Champion" di MPS nell'ambito dell'Offerta;
- dettaglio delle partecipazioni in MB detenute dalle società controllate da Caltagirone;
- ogni altro documento o fonte di informazione citati nel corpo del Parere o comunque utile per lo svolgimento dell'incarico.

Lo scrivente ha fatto uso anche della banca dati Refinitiv Eikon (già Thomson Reuters).

### **3. Ipotesi, limiti e modalità di svolgimento dell'incarico**

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

- tutte le informazioni che costituiscono il supporto del presente Parere risultano comunque pubblicamente disponibili;
- il sottoscritto, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione e, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non ha effettuato alcun *audit* sui dati forniti e pertanto non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- l'incarico non include la valutazione dei rischi legali di MPS e di MB o di società del gruppo di appartenenza o comunque riferibili ad esse, sicché non si esprime alcun parere su tali profili;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente;
- il presente Parere non potrà in alcun caso essere inteso come espressione di volontà negoziale e/o come sollecitazione o invito a investimenti di qualsivoglia natura e il sottoscritto non esprimerà alcuna opinione e/o indicazione in merito all'eventuale decisione di Caltagirone e/o del gruppo di riferimento di implementare qualsivoglia operazione, decisione che resta nella piena ed esclusiva autonomia di giudizio di Caltagirone e/o del gruppo di riferimento.

## *Ipotesi, limiti e modalità di svolgimento dell'incarico*

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- esame della documentazione disponibile;
- sintesi dei principali termini dell'Offerta;
- analisi di convenienza dell'Offerta, tramite:
  - o analisi delle motivazioni strategiche e industriali dell'operazione;
  - o analisi degli effetti economico-finanziari derivanti dall'operazione.

#### 4. Principali termini dell'Offerta

Nel proseguo, si sintetizzano i principali contenuti dell'OPS totalitaria e volontaria lanciata da MPS, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Mediobanca:

- oggetto: l'Offerta riguarda un numero massimo di n. 829.458.551 azioni ordinarie MB, così suddivise:
  - o n. 813.279.689 azioni ordinarie emesse da MB (inclusi n. 6.914.597 titoli detenuti in forma di azioni proprie)<sup>1</sup>;
  - o fino a n. 16.178.862 azioni ordinarie ulteriori, potenzialmente emesse in attuazione dei piani di incentivazione in essere alla data dell'11.07.2025.
- finalità: l'Offerta è finalizzata all'acquisizione dell'intero capitale sociale di MB, con contestuale revoca delle azioni dalla quotazione su Euronext Milan. Tale operazione mira a favorire l'integrazione tra i due istituti, la creazione di sinergie operative e finanziarie, nonché il rafforzamento delle prospettive di crescita del gruppo risultante (in seguito anche "Nuovo Gruppo");
- condizioni di efficacia: l'operazione è subordinata al raggiungimento da parte di MPS di una quota pari ad almeno il 66,67% del capitale sociale votante di MB (in seguito anche "Condizione Soglia"). È tuttavia prevista la facoltà, per MPS, di dar corso all'acquisto delle azioni oggetto di adesione anche in presenza di un'adesione inferiore, purché pari almeno al 35% del capitale sociale votante (in seguito anche "Condizione Soglia Minima"), soglia considerata sufficiente per acquisire il controllo di fatto della società *target*.

---

<sup>1</sup> Il Documento di Offerta si riferisce a n. 833.279.689 azioni (di cui n. 26.914.597 azioni proprie), pari al totale delle azioni in circolazione al 03.07.2025. Tuttavia, il 31.07.2025, MB ha comunicato la variazione della composizione del capitale sociale a seguito dell'annullamento di n. 20.000.000 azioni proprie in portafoglio senza riduzione del capitale sociale (giusta delibera assembleare del 28.10.2024).

- corrispettivo offerto: il corrispettivo previsto per ciascuna azione MB apportata in adesione consiste in n. 2,533 azioni ordinarie MPS di nuova emissione (di seguito anche “Rapporto di Scambio”), da emettere a valere sull’aumento di capitale approvato dal Consiglio di Amministrazione di MPS in data 26.06.2025. A riguardo si evidenzia che:
  - il rapporto di scambio iniziale era fissato in n. 2,300 azioni MPS per ciascuna azione MB;
  - in data 20.05.2025, MPS ha comunicato l’adeguamento tecnico del corrispettivo, con un incremento pari a n. 0,233 azioni MPS, in ragione dei seguenti eventi:
    - approvazione da parte dell’assemblea ordinaria di MPS (in data 17.04.2025) della distribuzione di un dividendo di € 0,86 per azione, con stacco cedola il 19.05.2025 e pagamento il 21.05.2025;
    - delibera del Consiglio di Amministrazione di MB (in data 08.05.2025) relativa alla distribuzione di un acconto dividendo pari a € 0,56 per azione, anch’esso con stacco cedola il 19.05.2025 e pagamento il 21.05.2025.

In relazione ai termini previsti nell’Offerta, la seguente tabella illustra le potenziali modifiche nella struttura del capitale sociale di MPS, con indicazione della rispettiva partecipazione detenuta in MB, in tre differenti scenari:

- adesione totale: in caso di adesione integrale, verrebbero emesse e assegnate agli aderenti n. 2.101.018.510 nuove azioni MPS, rappresentative di circa il 63% del capitale post-aumento;
- adesione pari alla Condizione Soglia (66,67%): verrebbero emesse n. 1.400.749.040 nuove azioni MPS, corrispondenti a circa il 53% del capitale post-aumento;

- adesione pari alla Condizione Soglia Minima (35%): l'assegnazione consisterebbe in n. 735.356.478 nuove azioni MPS, equivalenti a circa il 37% del capitale post-aumento.

<b>OPS – Adesione totale</b>	<b>Azioni</b>	<b>%</b>
Attuali azionisti MB	2.101.018.510	63%
Attuali azionisti MPS	1.259.689.706	37%
Capitale sociale MPS	3.360.708.216	100%
<b>MPS in MB</b>	<b>829.458.551</b>	<b>100%</b>

<b>OPS – Condizione Soglia</b>	<b>Azioni</b>	<b>%</b>
Attuali azionisti MB	1.400.749.040	53%
Attuali azionisti MPS	1.259.689.706	47%
Capitale sociale MPS	2.660.438.746	100%
<b>MPS in MB</b>	<b>553.000.016</b>	<b>67%</b>

<b>OPS – Condizione Soglia Minima</b>	<b>Azioni</b>	<b>%</b>
Attuali azionisti MB	735.356.478	37%
Attuali azionisti MPS	1.259.689.706	63%
Capitale sociale MPS	1.995.046.184	100%
<b>% MPS in MB</b>	<b>290.310.493</b>	<b>35%</b>

## **5. Analisi delle dinamiche evolutive del settore bancario e attuale posizionamento competitivo di MPS e MB**

Il settore bancario ha subito negli ultimi anni una profonda trasformazione a causa di motivazioni sia di carattere regolatorio che di mercato. Esse hanno reso necessario un adeguamento delle strategie di *business* da parte delle istituzioni finanziarie. In particolare, come verrà meglio di seguito descritto, uno dei principali fattori che ha influenzato i modelli di *business* delle banche è stato quello relativo all'introduzione degli Accordi di Basilea che hanno subito una evoluzione nel tempo con regole sempre più stringenti.

### **5.1. Lineamenti evolutivi dello scenario regolatorio nel settore bancario: gli “Accordi di Basilea”**

Tra le principali novità caratterizzanti lo scenario normativo-regolamentare, sono di particolare importanza gli “Accordi di Basilea” redatti dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria<sup>2</sup> che hanno comportato una serie di rilevanti cambiamenti di carattere regolatorio nella prospettiva di rafforzare la stabilità e la solidità patrimoniale delle istituzioni finanziarie.

Uno dei principali assiomi di fondo da cui prendono le mosse le modifiche regolatorie previste dai vari Accordi di Basilea è, anche alla luce della sempre maggiore interconnessione tra sistema dell'economia reale e sistema bancario e finanziario, quello di limitare gli effetti di trasmissione di shock emergenti in un sistema sull'altro e viceversa. Conseguentemente, gli Accordi hanno fissato standard più rigorosi per la gestione del rischio e imposto requisiti patrimoniali per le banche sempre più stringenti.

In particolare, il primo Accordo di Basilea –non considerando però adeguatamente la differente rischiosità delle aziende private prenditrici – ha introdotto, da un lato, il cosiddetto “requisito patrimoniale minimo” (pari all'8%),

---

<sup>2</sup> Organizzazione istituita dai governatori delle Banche centrali dei dieci Paesi più industrializzati al mondo e operante sotto l'egida della Banca dei Regolamenti Internazionali.

cioè una quota di capitale finalizzata ad evitare che gli attivi bancari risultino insufficienti per rimborsare i debiti da parte di un'istituzione finanziaria e, dall'altro, i "coefficienti di ponderazione" nell'ottica, appunto, di "ponderare" adeguatamente il grado di rischiosità di ogni singolo finanziamento<sup>3</sup>.

L'evoluzione dei successivi Accordi ha introdotto, al fine di stabilire l'accantonamento, anche considerazioni di carattere prospettico sulla capacità delle imprese di produrre adeguati flussi di cassa prospettici funzionali al rimborso del servizio del debito.

Inoltre, Basilea II ha determinato un incentivo per le istituzioni finanziarie a operare una transizione dal cosiddetto approccio standard, che prevedeva coefficienti di assorbimento patrimoniale fissati in modo standard per tutte le banche a quello IRB (*Internal Rating Based*) che misurava il rischio di credito in base ad un sistema di rating interni approvato da parte delle Autorità di vigilanza e fondato sulla considerazione di quattro concetti chiave<sup>4</sup>.

Infine, con Basilea II si introdusse il concetto di regolamentazione basata su tre pilastri<sup>5</sup>: i requisiti minimi di capitale (c.d. *Minimum Capital requirements*), il rafforzamento del ruolo delle Autorità di Vigilanza nel monitorare l'adeguatezza dei livelli di capitalizzazione rispetto ai rischi assunti il rispetto dei livelli (c.d. *Supervisory Review*) e la c.d. *Market Discipline* che richiede alle banche di dare adeguata informativa ad azionisti, risparmiatori e investitori sull'effettivo grado di rischiosità degli asset sottostanti.

---

<sup>3</sup> Nella pratica, la tesi di fondo è che il trattamento prudenziale di ogni singolo prestatore e, con esso, l'"assorbimento in termini di capitale prudenziale" è differente in considerazione della propria natura: per governi centrali, banche centrali e Unione Europea il "coefficienti di assorbimento" era fissato pari a zero – la presunzione è che tali entità non potessero fallire – mentre coefficienti di ponderazione crescenti sono stati determinati per prestatori privati (banche e imprese di investimento al 20%, individui privati per acquisto prima casa al 50%, imprese al 100% e imprese con performance negative al 200%).

<sup>4</sup> In particolare, la perdita attesa di un finanziamento è pari al prodotto tra probabilità di default (Probability of Default), esposizione al rischio (Exposure at Default), tasso di perdita dell'insolvenza (Loss Given Default pari anche alla differenza 1-Recovery Rate) e funzione della durata residua (Maturity). Il vantaggio per una banca IRB consisteva nel fatto che, considerando che le stime di tali fattori venivano formulate dalla stessa basandosi su serie storiche significative, riusciva a conseguire importanti risparmi di capitale rispetto a una banca che utilizzava il metodo standard.

<sup>5</sup> Cfr. R. De Bonis e M. Trapanese, *Le quattro età della regolamentazione bancaria: che fare oggi?*, Questioni di Economia e Finanza. Banca D'Italia – settembre 2023.

Con gli Accordi di Basilea III, che intendevano mitigare le problematiche emerse con la crisi del 2008 e la critica rivolta a Basilea II che consentiva importanti risparmi sul patrimonio delle grandi banche mediante l'utilizzo dei modelli interni, sono state introdotte ulteriori modifiche finalizzate a incrementare il livello di capitale per le banche caratterizzate da maggiore importanza a livello sistemico mediante l'introduzione di "cuscinetti" (c.d. buffer) addizionali<sup>6</sup>.

Inoltre, sono stati introdotti indici massimi di leva e, nella consapevolezza che, in condizioni di stress finanziario la presenza di adeguati buffer di liquidità è essenziale per una banca, nuovi requisiti minimi in termini di liquidità (LCR: *Liquidity Coverage Ratio* che misura la presenza di liquidità nel breve termine e NSFR: *Net Stable Funding Ratio* che misura la stabilità della provvista bancaria nel lungo periodo).

Accanto alle modifiche introdotte dagli Accordi di Basilea, si sono affiancate negli anni ulteriori innovazioni di carattere regolatorio i cui principali obiettivi sono stati tipicamente costituiti dall'incremento della capacità di assorbimento delle perdite da parte delle banche scongiurando il rischio di effettuare salvataggi con risorse pubbliche.

È questo il caso, a titolo esemplificativo, del MREL (Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities) che insieme al TLAC (Total Loss Absorbing Capacity), hanno rappresentato ulteriori requisiti introdotti dalla Direttiva europea sul risanamento e la risoluzione delle banche (BRRD)<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> A titolo esemplificativo, Basilea III richiedeva che una Banca dovesse avere almeno un Common Equity Tier 1 capital Ratio (CET1/RWA) superiore al 4,5% a cui si doveva aggiungere un buffer minimo pari ad almeno il 2,5% (elevabile dal regolatore in funzione di specifici stress test) e un ulteriore potenziale 2,5% (c.d. buffer anticiclico) fissato dal Regolatore per mitigare eventuali rischi dovuti a eccessiva espansione del credito.

<sup>7</sup> Nello specifico, il MREL è un requisito da rispettare in termini di fondi propri e passività ammissibili che le istituzioni finanziarie devono rispettare al fine di consentire l'efficacia dell'applicazione dei processi di c.d. "bail-in" – strumenti di soluzione delle crisi bancarie che prevedono l'assorbimento delle perdite derivanti da situazioni di difficoltà della banca trasferendone l'onere dai creditori (come obbligazionisti e correntisti) ad azionisti e detentori di strumenti subordinati, evitando il ricorso a fondi pubblici (c.d. bail-out) – in caso di crisi delle istituzioni finanziarie.

È pertanto evidente, alla luce della rapida sintesi di cui al presente paragrafo, che il set di regole definito via via dagli Accordi di Basilea e da altre modifiche regolatorie introdotte abbia comportato un importante cambiamento del contesto complessivo imponendo alle istituzioni finanziarie un adeguamento delle proprie strategie di business nell’ottica di rispettare i paletti introdotti.

## **5.2. Evoluzione delle strategie di business delle istituzioni finanziarie alla luce del mutato contesto regolatorio**

L’evoluzione descritta ha imposto alle banche di rivedere il proprio modello di business. Tale ripensamento complessivo ha riguardato in modo pervasivo tutti gli elementi cardine del modo di “fare banca”.

Il core business delle banche – erogare finanziamenti – è divenuto dal punto di vista economico-finanziario un pò meno determinante alla luce dei più rigorosi requisiti di vigilanza prudenziale introdotti.

In questa ottica, il settore bancario è stato caratterizzato negli ultimi decenni, anche sulla scorta di altre parallele spinte di carattere normativo, da una decisa transizione da un modello di banca specializzata “mono-prodotto” – si ricordino ad esempio gli “istituti di medio termine” focalizzati sull’erogazione di credito industriale e di lungo termine – a quello di “banca multi-specialistica” caratterizzata dalla presenza di numerose “fabbriche prodotto” diversificate che intendono indirizzare tutte le esigenze di carattere finanziario, di servizi e transazionale (non solo il credito) di individui e imprese.

Anche dal punto di vista definitorio, tra le variabili utilizzate per apprezzare il livello delle performance delle istituzioni finanziarie, si sono affermate per importanza la solidità patrimoniale (coefficienti di capitale), gli Attivi ponderati per il Rischio (RWA) e la redditività del business bancario è passata da un concetto assoluto a quello di “redditività ponderata per il rischio”<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> La cui misurazione viene effettuata a titolo esemplificativo mediante il RAROC (Risk-Adjusted Return On Capital).

Conseguentemente, le istituzioni finanziarie – nella consapevolezza del rilevante assorbimento di capitale delle attività di lending – hanno introdotto strategie di sempre maggiore diversificazione arricchendo la propria offerta con prodotti caratterizzati da ridotti assorbimenti di capitale regolamentare e più importanti livelli commissionali.

Tali strumenti, quali ad esempio, nel mondo delle imprese, *advisory*, *arrangement*, *agency* o *book-running* nell’ambito di attività di “*Debt Capital Markets*” o “*Equity Capital Markets*”, *investment banking*, *M&A advisory*, o per gli individui, attività di *wealth management* sui patrimoni, *asset management* e bancassurance prevedono, infatti, che il reddito percepito dalla banca non derivi unicamente dalla remunerazione prevista in termini di interessi erogando credito e incrementando il book bancario ma anche e soprattutto dall’ottenimento di commissioni (c.d. “soft fees”) da parte dei clienti per la prestazione di servizi.

Oltre a tali strumenti, una ulteriore importante area di generazione tipica della redditività è rappresentata dalle attività svolte dalle tesorerie delle istituzioni finanziarie mediante negoziazione in proprio e/o per conto terzi (c.d. trading proprietario e conto clienti). Nel primo caso, la redditività proviene da guadagni in conto capitale derivanti dall’apprezzamento dei titoli presenti sul *trading book*, mentre, nel secondo, la componente reddituale è rappresentata dalle commissioni di negoziazione corrisposte dai clienti che affidano alla banca tali attività di negoziazione.

Dal punto di vista concettuale, è evidente come in caso di assenza di erogazione del credito, tali strumenti permettono in linea teorica di conseguire livelli molto elevati di redditività ponderata per il rischio (c.d. attività “risk free”).

Lo shift strategico verso forme di business bancario sempre più “*fee-based*” e “*capital-light*” è certamente uno dei principali elementi di novità che caratterizza il settore bancario negli ultimi anni.

Il capitale è via via divenuto una “risorsa pregiata” e, conseguentemente, sono stati sviluppati approcci che prevedono un adeguamento del modello di intermediazione da quello tradizionale – c.d. “*Origination to Hold*” – a

impostazioni più adatte al contesto quali strategie innovative di gestione degli asset (ad esempio le operazioni di cartolarizzazione con cui la banca “snellisce” il proprio attivo e riduce gli RWA, vendendo crediti a terzi investitori – cash – o comprando forme di protezione sintetica – garanzie sui propri crediti)<sup>9</sup> o approcci “*Origination to Share*”<sup>10</sup>.

Parimenti, l’attenzione verso la crescente diversificazione in ottica di servizi ad elevato valore aggiunto e commissionale prevede l’attivazione di competenze sempre più specializzate all’interno delle istituzioni finanziarie.

Da questo punto di vista, a livello sistemico, si è riscontrata una riduzione piuttosto rilevante dello stock di crediti a favore delle aziende che è passato negli ultimi 10 anni da 808 miliardi (2014) di euro a 599 miliardi di euro (2024) e in termini relativi dal 50% al 26% del PIL<sup>11</sup>.

Al di là del mero effetto di stock, tale dato è il frutto di una strategia di incremento della rotazione degli attivi bancari e di una transizione verso modelli in cui la leva dell’ottimizzazione del capitale è fondamentale.

D’altro canto, anche alla luce del fatto che i livelli di assorbimento di capitale crescono in funzione del peggioramento della qualità creditizia, le istituzioni finanziarie tendono, da un lato, a mantenere un elevato presidio sulla selettività della concessione del credito e, dall’altro, a utilizzare in modo sempre più rilevante e strutturato forme di garanzia pubblica che, grazie alla loro natura di protezione a prima richiesta e alla presenza della contro-garanzia di ultima istanza da parte dello Stato, permettono di azzerare l’assorbimento delle esposizioni sulla quota garantita.

Le attività di “capital management” delle banche (sia quelle più strutturate come le cartolarizzazioni che quelle “single name” come le garanzie pubbliche), combinate con le strategie di diversificazione dei prodotti, hanno consentito nel tempo di ottenere importanti risultati in termini di redditività ponderata per il

---

<sup>9</sup> Cfr. “2025 banking and capital markets outlook. How – and to what extent – will macroeconomic shifts impact US banks in 2025?”, Deloitte Insights, 13 ottobre 2024.

<sup>10</sup> Tali approcci prevedono che la banca origini attivi (es. finanziamenti a clienti) ma poi collochi (o condivida) gli stessi a (con) terzi o mediante operazioni di cartolarizzazione o servendosi di operazioni di sindacazione.

<sup>11</sup> Banca d’Italia, Relazione Annuale, anni 2014-2024.

rischio: dal punto di vista commerciale, è sempre più frequente che le istituzioni finanziarie gestiscano le relazioni con i clienti seguendo un approccio integrato e olistico che considera il c.d. “conto economico della relazione-cliente” collocando un set ampio di strumenti agli stessi.

La redditività del cliente diventa in tal modo funzione della somma tra margine di interesse, derivante dai tradizionali prodotti di lending, e commissioni di servizio: in questo modo, i servizi commissionali sono interpretabili non più “ancillari” al credito ma una componente sempre più importante del “core business” delle banche moderne.

Le considerazioni di cui sopra suggeriscono come **in un modello “fee-based” sia sempre più importante la dimensione, intesa sia come forza distributiva e “grip” sul cliente nell’ottica di collocare gli strumenti sia come livello delle masse gestite: l’aumento delle masse consente infatti di adottare strategie sempre più spinte di diversificazione.**

Alla luce delle considerazioni di cui sopra e osservando il tema dal punto di vista più strategico della struttura delle banche, **il modello premiante è ovviamente quello di integrare realtà caratterizzate da importante forza distributiva in termini di sportelli e più spostate verso segmenti di business più tradizionali (es., retail e corporate banking) con istituzioni finanziarie che, per competenze distintive e track record, prestino più efficacemente servizi ad elevato valore aggiunto.**

Analizzando il tema dell’integrazione da punto di vista delle dinamiche commerciali tipiche del settore bancario i c.d. prodotti tradizionali (lending) possono rappresentare in questa ottica il punto di ingresso per il collocamento di servizi ad elevato valore aggiunto e “fee-based”.

A titolo esemplificativo, si consideri il caso di un’azienda cliente che ha tra le proprie ambizioni strategiche quella di perfezionare un’acquisizione di una target da finanziare mediante un’operazione in pool tra diversi istituti.

Nel caso in cui la banca si caratterizzi per la disponibilità unicamente dei tradizionali prodotti di lending di medio-lungo termine, la redditività ponderata per

il rischio sarebbe piuttosto limitata anche a causa del rilevante assorbimento di capitale di tali linee di finanziamento.

Diversamente, nel caso in cui fosse disponibile un'offerta diversificata e integrata caratterizzata da un'ampia gamma di servizi, potrebbero potenzialmente essere messi a disposizione, oltre al credito bancario e a titolo meramente esemplificativo, servizi di M&A advisory, attività di agenzia per conto del pool bancario, servizi di hedging sul tasso, valutazione comparata della struttura di passivo necessaria per finanziare l'operazione considerando differenti mix di fonti (credito bancario, mercato obbligazionario, equity), etc. rendendola estremamente più redditizia in termini sia assoluti che ponderati per il rischio l'operazione<sup>12</sup>.

**Ovviamente, l'evoluzione dell'approccio al business che ha caratterizzato il settore bancario nazionale verso un modello sempre più diversificato di banca è pienamente coerente con il processo di progressiva concentrazione riscontrabile negli ultimi anni.**

**Le operazioni lanciate sono infatti tipicamente finalizzate a ottenere sinergie di scopo e di costo.**

Dal primo punto di vista, le istituzioni finanziarie intendono completare la propria gamma di offerta mediante il processo di concentrazione arricchendo, a titolo esemplificativo, il proprio bucket di servizi con ulteriori aree di specializzazione.

Istituti il cui business è focalizzato su segmenti più tradizionali quali il retail e il commercial banking, ricercano integrazioni con operatori caratterizzati da servizi e strumenti di “*specialty financing*” più evoluti e a maggior intensità commissionale.

---

<sup>12</sup> Parimenti, nel caso di servizi a favore di individui, un modello di banca integrata e diversificata dotata di un'ampia gamma di prodotti può consentire di ribaltare concettualmente la tipica interpretazione che si ha del business retail in una banca tradizionale: l'individuo – da potenziale fattore di incremento dei costi: la raccolta a vista può dover essere remunerata e la gestione di un cliente retail è particolarmente onerosa – può essere inteso come importante fattore in grado di portare redditività alla luce della possibilità di sviluppare servizi quali la gestione dei patrimoni, private banking, wealth management e collocamento di prodotti assicurativi e previdenziali in cui, grazie ad accordi di distribuzione, le banche fruiscono di ritorni commissionali da parte delle compagnie assicurative partner

Nel segmento delle imprese, ciò implica una transizione dal modello di banca commerciale e transazionale che eroga servizi quali il credito, il leasing, il factoring, il cash management, il *trade finance* e le carte di credito a uno caratterizzato da strumenti evoluti quali quelli di finanza strutturata e investment banking (ECM, DCM, M&A Advisory), Capital markets (Equity, Fixed income, Hedging, Loan syndication, Securitization e Risk Transfer).

Nel segmento degli individui, si osserva un passaggio da offerte imperniate sul retail banking (es. conti correnti e servizi transazionali base) a quelle prevedenti il private banking, il *wealth management*, il *consumer financing* e servizi di bancassurance e prodotti di previdenza complementare/ asset management.

Ovviamente, dal punto di vista delle sinergie di costo, l'incremento della dimensione mediante processi di concentrazione garantisce la possibilità di migliorare il "*cost to serve*" efficientando processi, eliminando sovrapposizioni, ottimizzando le funzioni centrali e gli investimenti IT e organizzativi – in sintesi abbassando il *cost/income* delle banche oggetto di aggregazione – oltre a un miglioramento delle condizioni di accesso al mercato mediante la possibilità di reperire funding a condizioni più vantaggiose.

A tal proposito, anche recenti studi relativi all'analisi del contesto bancario sia a livello nazionale che internazionale hanno evidenziato come l'evoluzione del mercato bancario preveda un processo crescente di M&A<sup>13</sup> poiché le banche più grandi hanno maggiori buffer per gestire le perdite sui prestiti e, inoltre, gli istituti finanziari diversificati possono ottenere vantaggi derivanti da molteplici linee di ricavo<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Cfr. *Global M&A Report 2025. How leaders are adapting to meet the moment*, Bain & Company, 2025, pag. 53.

<sup>14</sup> Cfr. "2025 banking and capital markets outlook. How – and to what extent – will macroeconomic shifts impact US banks in 2025?", già cit., pag. 6.

### **5.2.1. Il caso di diversificazione di maggior successo nel panorama nazionale: Intesa Sanpaolo**

La più rappresentativa banca italiana ad aver intrapreso con maggiore efficacia e per prima in ordine temporale, utilizzando strategie di crescita sia interna che di consolidamento esterno, il percorso di diversificazione di prodotto e ampliamento della gamma di servizi guidando la transizione verso un modello diversificato di banca in grado di soddisfare clienti caratterizzati da esigenze ordinarie ed evolute è certamente Intesa Sanpaolo S.p.A. (in seguito anche “Intesa Sanpaolo” o “Intesa”).

In particolare, dal punto di vista degli individui, tale istituzione finanziaria è in grado, in relazione ai bisogni base, di servire i clienti con elevatissimi livelli di efficienza operativa, mettendo a disposizione soluzioni caratterizzate da rilevante semplicità di utilizzo e ridotto cost-to-serve (es. conti correnti, banca digitale, carte di credito, mutui, etc.).

Per ciò che concerne le esigenze più evolute, ha sviluppato competenze distintive per la gestione dei risparmi, il *private banking*, il *wealth management*, l'*asset management* e le protezioni assicurative e previdenziali.

Nella prospettiva delle imprese, fornisce ovviamente i tradizionali strumenti finanziari di finanza a breve e medio termine mantenendo un forte presidio sulle principali fabbriche prodotto del credito (es., *factoring*, *leasing*, credito industriale di medio-termine).

La componente tradizionale dell’offerta viene poi integrata in modo complementare grazie a soluzioni “tailor-made” e fortemente personalizzate che rispondono a esigenze evolute dei clienti quali servizi di *advisory*, finanza strutturata, investment banking e capital markets: ciò è avvenuto potenziando le competenze interne, creando un’offerta specialistica di tipo “one-stop-shop” e guidando la transizione verso un modello sempre più imperniato su un approccio “Originate-to-Share”.

La lettura del “Piano di Impresa Intesa Sanpaolo 2022-2025” conferma l’approccio adottato da anni dal principale Gruppo bancario italiano.

Nello specifico, il Piano delinea in modo chiaro la strategia verso cui Intesa ha indirizzato e sta indirizzando gli sforzi di trasformazione del proprio modello di business e suggerisce come la direzione intrapresa con l’operazione oggetto del presente Parere sia pienamente coerente con questa evoluzione.

Senza entrare nei dettagli del Piano, l’impostazione adottata è pienamente coerente con una visione “cliente-centrica” del business bancario in cui tutte le esigenze dei singoli clienti a partire da quelle più semplici fino a quelle più complesse possano essere soddisfatte da un unico player integrato e diversificato in grado di mettere a disposizione un complesso di servizi “chiavi in mano”.

L’ovvia conseguenza di tale impostazione è il passaggio sempre più spinto verso un business ad elevato contenuto commissionale e caratterizzato da un approccio “capital-light” e, cioè, snello dal punto di vista degli assorbimenti patrimoniali.

È pertanto in questa ottica che diventano di preminente importanza servizi di *wealth management* e *advisory*, attività di de-risking, riduzione del costo del credito e selettività crescente sui finanziamenti con focus spinto sull’ottenimento di performance distintive in termini di RAROC e ottimizzazione degli RWA.

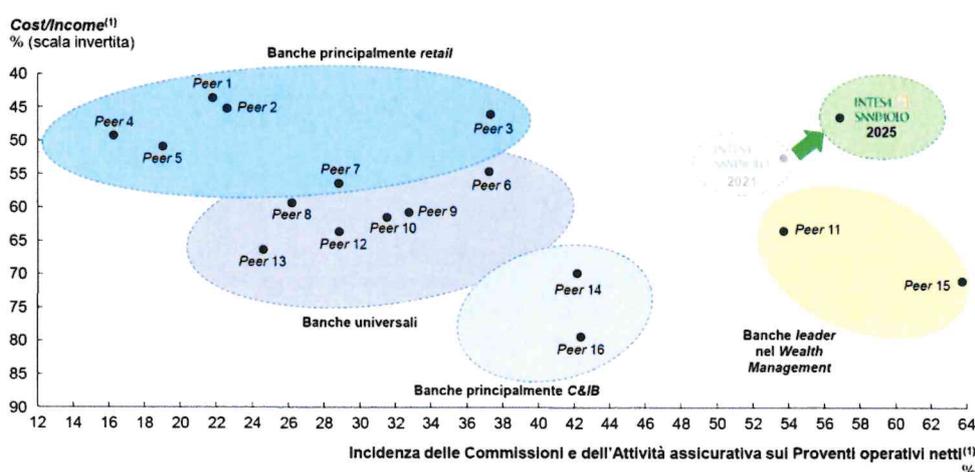
Il modello di business è quindi sempre più efficiente e “*technology-based*” sugli individui che hanno bisogni base ed evoluto su quelli che necessitano di soluzioni di protezione di risparmi e beni (i.e., collocamento di servizi di *wealth* e *asset management* e *insurance*, rami vita e danni).

Sulle imprese, infine, l’idea guida è mettere a disposizione soluzioni complete di carattere transazionale e finalizzate a gestire in modo efficace varie tipologie di rischi mediante un potenziamento dei servizi di *advisory* e massimizzare il “cross-selling” tra prodotti di lending tradizionale e servizi specialistici.

Conferma della piena consapevolezza strategica nell’aver intrapreso tale percorso emerge dall’analisi del grafico di seguito riportato e tratto dal “Piano di Impresa Intesa Sanpaolo 2022-2025”. In particolare, l’impostazione adottata ha

## Analisi delle dinamiche evolutive del settore bancario e attuale posizionamento competitivo di MPS e MB

consentito a Intesa di combinare efficacemente i fattori critici di successo tipici di una banca commerciale con rilevante presenza territoriale con quelli di organizzazioni finanziarie evolute dal punto di vista del *corporate investment banking* e dei servizi ad alto valore aggiunto (transizione verso il modello di banca universale). Il rafforzamento ulteriore del *wealth* e dell'*asset management* permette di adottare un modello di “fare banca” caratterizzato da elevata efficienza (cost/income ridotto) e prevalenza della componente commissionale.



(1) - Compagnie: BAW, Deutsche Bank AG Group, Norder, Santander, UBS e UniCredit (al 31/12/21); - Commerciali: Credit Suisse, HSBC e Standard Chartered (al 30/9/21); - Banche: BNP Paribas, Credit Agricole S.A., Credit Banking Group e Société Générale (al 30/9/21) per il Cost/Income e al 30/9/21 per l'incidenza delle Commissioni e dell'Attività assicurativa sui Proventi operativi netti; - Credit Agricole S.A. (al 31/12/20).

Fonte: Piano di Impresa Intesa Sanpaolo 2022-2025

### 5.3. Descrizione dell'attuale posizionamento competitivo di MPS e MB

Come verrà di seguito evidenziato, i soggetti coinvolti nell'Offerta rappresentano banche pienamente complementari in termini di modello di business, in quanto, una (MPS) maggiormente basata sul modello commerciale tradizionale, l'altra (MB), invece, più specializzata in termini di banca di investimento e di gestione patrimoniale.

In particolare, MPS è la società a capo delle attività del polo bancario denominato convenzionalmente Gruppo Montepaschi che svolge attività bancaria attraverso la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito, nelle sue varie forme.

L'organizzazione è articolata in:

- Capogruppo (Banca MPS S.p.A.).
- Società prodotto per leasing, factoring, asset management, bancassurance e servizi fiduciari.
- Banca digitale (Banca Widiba) per canali innovativi e consulenza a distanza.

Il Gruppo MPS opera in numerosi segmenti:

- Banking tradizionale, rivolto a famiglie e PMI (retail e commercial banking);
- Leasing, factoring, finanza d'impresa e investment banking;
- Asset management, con prodotti di terzi ed evoluti per la pianificazione finanziaria;
- Bancassurance, in partnership strategica (e.g. con AXA);
- Servizi di fiduciaria (gestione patrimoniale top di gamma) tramite Monte Paschi Fiduciaria S.p.A., anche in qualità di trustee o protector.

Pur operando in molteplici segmenti di business, **MPS rappresenta principalmente un modello di banca prevalentemente tradizionale basato soprattutto su raccolta diretta, crediti a famiglie/PMI, margine di interesse e servizi accessori** (asset management, bancassurance).

Il Gruppo MPS ha una presenza territoriale capillare (circa 1.200 filiali), con una clientela target ampia e locale costituita, principalmente, da famiglie e PMI.

La banca presenta, dunque, una forte penetrazione commerciale nelle aree storiche di insediamento (in particolare in Toscana, Lazio e parte del Centro Italia), dove detiene quote di mercato significative e una clientela fidelizzata.

Il modello di business si riverbera nella composizione dei ricavi. Infatti, per MPS, **la struttura dei ricavi è tipica di una banca commerciale tradizionale, con forte dipendenza dal margine di interesse (prestiti a famiglie, PMI e corporate) e da un business mix basato per oltre il 95% dei profitti operativi su attività retail e di corporate banking.**

Mediobanca, invece, rappresenta un'istituzione finanziaria fortemente diversificata, con **una quota rilevante di ricavi ricorrenti derivanti da servizi ad alto valore aggiunto (*private banking, advisory, consumer finance*)**, **una minore capillarità territoriale sul mondo retail e corporate banking ordinario e maggior focus su clientela di fascia medio-alta e large corporate.**

Il business mix si basa sulla focalizzazione in quattro aree strategiche:

- Wealth Management (Mediobanca Premier, Private Banking, asset management, fiduciaria): private banking, gestione patrimoniale, prodotti di investimento per clienti ad alto patrimonio;
- Corporate & Investment Banking (CIB): M&A, advisory, capital markets, prestiti corporate, attività di trading.
- Consumer Finance: tramite la controllata Compass Banca eroga credito al consumo, carte, prestiti personali.
- Insurance: partecipazione strategica in Assicurazioni Generali e distribuzione prodotti assicurativi.

Il modello di business è maggiormente focalizzato su segmenti ad alto valore aggiunto e meno dipendente dal margine di interesse tradizionale e si caratterizza per una scala ridotta rispetto ai grandi gruppi, ma elevata specializzazione nelle nicchie servite.

In sostanza, dunque, Mediobanca si caratterizza per:

- elevata focalizzazione su clientela affluent e high-net-worth e corporate di grandi dimensioni;
- leadership in operazioni straordinarie (M&A, ristrutturazioni, emissioni obbligazionarie e azionarie);
- *consumer finance*, con margini più elevati rispetto al lending tradizionale.

Tali considerazioni di carattere qualitativo trovano conferma analizzando i contributi delle varie linee di business al profitto operativo delle due banche.

In particolare, per MPS il 49% del profitto operativo è rappresentato da attività *retail*, il 48% da quelle di *corporate banking* e solo il 3% da *private banking/wealth management*.

Per MB, invece, il 40% del profitto operativo proviene dal *consumer finance*, il 19% da attività di *corporate investment banking* (CIB), il 15% da *private banking/wealth management* e il 26% da *insurance*<sup>15</sup>.

In termini assoluti, dal bilancio al 31.12.2024 di MPS (ultimo bilancio approvato) emerge come i ricavi imputabili al *wealth management* siano pari a circa Euro 189 milioni, mentre quelli imputabili al CIB siano pari a circa Euro 324 milioni.

Dal bilancio di MB al 30.06.2025 (ultimo bilancio approvato), invece, i ricavi derivanti da *private banking/wealth management* sfiorano il miliardo di euro (circa Euro 973 milioni), mentre quelli derivanti dal CIB sono circa Euro 900 milioni. Un contributo importante alla redditività di MB deriva, poi, da ulteriori attività ad alto valore aggiunto quali il *consumer finance* con ricavi pari a circa Euro 1,3 miliardi e l'*insurance* con ricavi pari a circa Euro 522 milioni.

Pertanto, come verrà illustrato nel prosieguo, in un'ottica di integrazione, la complementarità dei modelli è elevata in quanto MPS porterebbe a MB una più ampia base *retail* e radicata sul territorio, mentre MB conferirebbe a MPS maggiore capacità di *advisory, wealth management* di fascia alta e leadership nel segmento del *consumer finance*.

---

<sup>15</sup> Cfr. il documento “The New Italian Banking Champion”, 24th January 2025 di MPS nell'ambito della Voluntary Public Exchange Offer launched by Banca Monte dei Paschi di Siena on the ordinary shares of Mediobanca.

## 6. **Analisi di convenienza dell'Offerta**

Al fine di formulare un parere in merito all'opportunità, per le società controllate da Caltagirone, di aderire all'Offerta Pubblica di Scambio, il lavoro svolto si articola secondo le seguenti direttrici di analisi:

- analisi delle motivazioni strategico-industriali alla base dell'aggregazione aziendale (in seguito anche "Aggregazione Aziendale" o "Operazione"), attraverso:
  - o l'identificazione dei razionali strategici e industriali alla base dell'Aggregazione Aziendale;
  - o l'applicazione di un *framework* teorico di *corporate strategy*, con particolare riferimento alla matrice prodotto-mercato di Ansoff, quale strumento di lettura degli obiettivi di crescita sottesi all'Aggregazione Aziendale;
- analisi degli impatti economico-finanziari connessi alla potenziale Aggregazione Aziendale, con particolare attenzione a:
  - o l'analisi delle sinergie attese dall'Aggregazione Aziendale, anche tramite l'impiego del *framework* proposto da Aswath Damodaran per l'analisi del valore creato dalle operazioni di M&A;
  - o la valutazione dei potenziali ritorni per gli azionisti, espressi sia in termini di plusvalenza (o minusvalenza) realizzabile, sia in termini di rendimenti da distribuzione di dividendi;
  - o l'analisi dell'andamento dei titoli azionari di MB e MPS sul mercato regolamentato, dalla data di annuncio dell'Offerta sino al 25.08.2025.

Il sottoscritto, come già precedentemente evidenziato, ha analizzato esclusivamente i documenti pubblici disponibili nell'ambito dell'OPS. Pertanto, i dati quantitativi riportati nell'Offerta non sono stati sottoposti ad attività di revisione o di verifica, non avendo avuto accesso, invece, ai piani ed alle proiezioni alla base della stessa.

## **6.1. Analisi delle motivazioni strategiche e industriali dell'Aggregazione Aziendale**

Come anticipato, di seguito si procederà all'analisi delle motivazioni strategico-industriali alla base dell'Operazione.

### **6.1.1. Individuazione dei *driver* strategici e industriali**

Come descritto nel Documento di Offerta, l'operazione di integrazione tra MB e MPS mira alla costituzione di un operatore nazionale di rilievo nel settore dei servizi finanziari, fondato sulla valorizzazione di due *brand* storici e consolidati; in particolare, un modello di banca diversificato e caratterizzato da un'offerta per tutte le tipologie di segmenti di clientela.

Come anche evidenziato nel par. 5.3., i due player si caratterizzano, infatti, per piena complementarità della gamma di offerta, con MPS che rappresenta un modello di banca prevalentemente tradizionale, basato soprattutto su raccolta diretta, crediti a famiglie/PMI e Mediobanca, invece, che costituisce un'istituzione finanziaria fortemente diversificata, con una quota rilevante di ricavi derivanti da servizi ad alto valore aggiunto.

L'obiettivo strategico è quello di rafforzare la sostenibilità del modello di *business* combinato, garantendo livelli di redditività solidi e coerenti nel medio-lungo termine.

A supporto di tale finalità, si prevede il mantenimento dell'autonomia operativa delle due entità, salvaguardando la visibilità e il valore commerciale di entrambi i marchi sul mercato<sup>16</sup>.

Il completamento dell'Operazione porterebbe alla creazione del terzo player bancario integrato nel mercato italiano per totale attivi, impieghi alla clientela, raccolta diretta e attivi finanziari complessivi, dando vita a un operatore diversificato e resiliente, competitivo sia a livello domestico che europeo.

La "*combined entity*" che risulterebbe dall'aggregazione si caratterizzerebbe per una gamma di servizi comparabile con quella delle due principali banche italiane – Unicredit e Intesa San Paolo – che hanno completato tale processo negli ultimi anni.

---

<sup>16</sup> In proposito, si rinvia alle diverse dichiarazioni pubbliche dell'amministratore delegato di MPS.

Dal punto di vista degli attivi, si creerà pertanto un player caratterizzato da rilevante forza finanziaria in grado di assistere un numero estremamente più importante di imprese e famiglie italiane.

In relazione al passivo, la *combined entity* si caratterizzerà per una dimensione tale da poter migliorare in modo importante la propria capacità di accesso al funding e al mercato dei capitali.

In particolare, per come evidenziato nella presentazione del 24 gennaio 2025 sull'Offerta<sup>17</sup>, la *combined entity* si caratterizzerà per questi principali elementi dimensionali:

- Assets complessivi pari a 228 miliardi di euro (rispetto agli attuali 129 di MPS, +77%);
- Crediti verso clienti pari a 132 miliardi di euro (rispetto agli attuali 78 di MPS, +70%);
- Funding diretto pari a 156 miliardi di euro (rispetto agli attuali 97 di MPS, + 61%);
- Total financial assets pari a 292 miliardi di euro (rispetto agli attuali 186 di MPS, + 57%);
- Ricavi totali pari a circa 8 miliardi di euro (rispetto agli attuali 4 di MPS, +100%);
- Cost/income pari al 40% (rispetto all'attuale 49% di MPS, -9%);
- Profitti netti pari a circa 3 miliardi di euro (rispetto all'attuale 1 miliardo di euro di MPS)<sup>18</sup>.

È opportuno inoltre evidenziare come, senza il perfezionamento di tale operazione, sarebbe complesso identificare altre banche italiane operanti sul mercato caratterizzate dal medesimo grado di completezza dell'offerta.

Dal punto di vista sistemico, pertanto, la presenza di un terzo player di dimensione rilevante e caratterizzato da una completezza della gamma di prodotti comparabile ai primi due gruppi bancari avrebbe altresì un effetto benefico anche per i risparmiatori e le imprese in virtù del fatto che potrebbe “competere ad armi pari” con questi operatori.

<sup>17</sup> <https://www.gruppomps.it/static/upload/202/0000/2025-01---investor-presentation.pdf>

<sup>18</sup> <https://www.gruppomps.it/static/upload/202/0000/2025-01---investor-presentation.pdf>, dati 1H24.

Il Nuovo Gruppo potrebbe contare sulle competenze distintive di:

- Mediobanca: eccellenza consolidata nei segmenti Wealth & Asset Management, Corporate & Investment Banking e Consumer Finance;
- MPS: forte posizionamento nel Retail e Commercial Banking;

oltre che sulla partecipazione in Assicurazioni Generali S.p.A. (in seguito anche “Assicurazioni Generali”) come leva per la diversificazione dei ricavi.

Di seguito si riepilogano, dunque, le principali aree di sinergia e di sviluppo strategico, per come ben descritte anche nel Documento di Offerta:

- Retail Banking: i prodotti del Gruppo MPS (es., conti correnti, carte e mutui) si integreranno con l’offerta distintiva del consumer financing (erogata da Mediobanca con il brand “Compass”) e la capillarità della rete filiali MPS e Mediobanca Premier (in precedenza Che Banca!) consentirà di incrementare la penetrazione del mercato di tali prodotti. Tale shift consentirà di introdurre all’interno del Gruppo nicchie di servizio caratterizzate da redditività più elevata rispetto ai prodotti di credito retail. Inoltre, una seconda importante dimensione di sinergia risiede nella possibilità di migliorare le performance in termini di collocamento dei prodotti assicurativi/bancassurance estendendo la possibilità di collocare gli stessi alla clientela di Mediobanca Premier.
- Wealth & Asset Management:
  - o creazione di un operatore di riferimento nel wealth management mediante l’integrazione delle competenze di *private banking* di MPS e MB, supportate da società prodotto specializzate;
  - o rafforzamento dell’*asset gathering* tramite l’integrazione di oltre 1.200 consulenti finanziari di Banca Widiba S.p.A. (in seguito anche “Banca Widiba”) e di Mediobanca Premier, oltre a 500 *banker*;
  - o incremento della massa critica e miglioramento della redditività grazie alla promozione di prodotti alternativi e allineamento alle *best practice* di MB anche presso la clientela MPS.
- Corporate & Investment Banking:
  - o potenziamento dell’offerta combinata, unendo il potenziale offerto dall’importanza del *book* di MPS con il *know-how* specialistico di MB in ambito *advisory* e *capital markets*;

- presidio dell'intera catena del valore *corporate*, dall'accesso ai mercati ai servizi specialistici (*factoring, structured finance*);
- espansione nel *mid-market* attraverso iniziative di *cross-selling* e sviluppo dell'attività M&A su PMI e *large corporate*.
- Consumer Finance:
  - rafforzamento della posizione di Compass grazie alla sinergia distributiva con MPS;
  - ampliamento dell'offerta di prodotti (prestiti personali, cessione del quinto) e maggiore accessibilità del credito per la clientela *retail*;
  - attimizzazione dei modelli distributivi e operativi integrati;
- Assurance:
  - espansione della *bancassurance* con *focus* su prodotti di credit protection;
  - integrazione tra l'offerta bancaria e assicurativa per incrementare la penetrazione commerciale e il valore per cliente.

In estrema sintesi, dunque, l'Aggregazione Aziendale si configura come una manovra industriale strategica ad alto potenziale, finalizzata alla creazione di un operatore bancario nazionale di riferimento, con un modello operativo resiliente, una struttura patrimoniale solida e un'offerta integrata in grado di soddisfare in modo efficace le esigenze di famiglie e imprese, generando valore sostenibile per gli *stakeholder* di entrambi gli istituti.

Nello specifico, la “combined entity” derivante dall'aggregazione costituirà un operatore “best in class” nel mondo del “Corporate and Investment banking” potendo offrire soluzioni evolute di advisory, DCM, ECM, finanza strutturata e strumenti di finanza specialistica quali factoring e supply chain financing indirizzando in modo completo tutte le esigenze tipiche delle aziende quali finanza per il circolante e di breve termine, di medio-lungo termine e servizi evoluti.

A tal proposito, i commenti espressi da Morgan Stanley, Jefferies, Autonomous e Citibank<sup>19</sup> con riferimento all'Operazione appaiono caratterizzati da rilevante genericità.

---

<sup>19</sup> Morgan Stanley: “We believe the execution risk and potential loss of revenues ultimately pose a risk on the usage of DTAs, which is a core element in the assumed value creation, and this risk is key to our view on the proposed deal”; Jefferies “[...] Considering that the bank already enjoys a diversified revenue

In particolare, in relazione a quanto osservato da Morgan Stanley è opportuno evidenziare come un riferimento al rischio di *execution* senza fornire particolari evidenze di come tale rischio si possa concretizzare costituisce un'osservazione non circostanziata: qualsiasi processo di integrazione tra imprese ha ovviamente insito un potenziale rischio di *execution*. In realtà, la capacità dimostrata da MPS negli ultimi anni nel rispettare la delivery dei piani e degli obiettivi strategici e di redditività definiti e comunicati al mercato<sup>20</sup>, suggerisce come il rischio di *execution* sia mitigato dall'abitudine della banca acquirente di gestire contesti mutevoli e caratterizzati da rilevante incertezza.

Inoltre, in relazione alla possibilità di utilizzo delle DTAs, se da un lato, è ben evidenziato e comunicato in modo trasparente nell'Offerta come il loro utilizzo sia eventuale e condizionato ad ulteriori elementi, è opportuno evidenziare, dall'altro, che proprio grazie alla capacità di *execution* e solidità nelle performance economico-finanziarie ottenute dal management di MPS negli ultimi anni, risulta estremamente mitigato il rischio di mancato sfruttamento delle DTA: con l'incremento dei ricavi previsto dall'Offerta, si genererà infatti spazio di utilizzo delle stesse.

Con riferimento, invece, al tema delle sinergie/dissinergie evidenziato da Jefferies e all'eventuale problematica emergente dalla presenza di culture potenzialmente differenti tra le due entità oggetto di aggregazione, è opportuno evidenziare come quest'ultimo fattore rappresenti, al contrario, un elemento distintivo dell'operazione: è, infatti, proprio grazie al maggior "grip" di una rete distributiva organizzata, forte, e ben articolata sul territorio che si ha maggiore possibilità di collocare servizi attualmente non forniti da MPS.

Rispetto, in particolare, alle ipotetiche dissinergie nelle attività di *investment banking* e *wealth management*, è importante evidenziare come tale commento non consideri adeguatamente la rilevante complementarità della clientela tipica di MPS e

---

*base, the combined group complexity will increase after the deal [...]. while cultural differences between the two companies could result in revenue dissynergies, especially on the Investment Banking and Wealth Management front";* Autonomous: *"while the potential deal is theoretically EPS accretive to MB shareholders, this is highly dependent on synergy delivery. We see a risk that not only management but also operational staff could leave, and with 60% ownership of the combined entity, it would be MB shareholders bearing most of the execution risk";* Citibank: *"We struggle to see the industrial rationale in the deal as we see limited synergies, high execution risk and sizeable capital redeployment"*.

<sup>20</sup> A titolo esemplificativo si rappresenta come nel piano MPS 2022-2026, l'obiettivo di net profit previsto per l'anno 2024 ammontava a circa 1 miliardo di euro mentre il risultato effettivamente conseguito è stato pari a circa 2 miliardi di euro.

MB. Come già rilevato, infatti, sul tema dell'*investment banking* esiste un'importante opportunità di sinergia rappresentata dal fatto che MPS "a perimetro attuale" non presidia pienamente, con i servizi ad elevato valore aggiunto, i clienti caratterizzati da più elevata dimensione (*large corporate*), concentrando la propria offerta di corporate banking prevalentemente su PMI, anche alla luce di fattori di carattere storico. In altre parole, la matrice di banca "territoriale" porta con sé una maggiore vicinanza a entità di piccole dimensioni tipiche dell'economia nazionale. Il maggiore focus su *large corporate* e servizi di elevato valore aggiunto tipico del modello di intermediazione di MB consentirà alla *combined entity* di ottenere importanti sinergie di ricavo.

Parimenti, sul segmento del *wealth management*, le considerazioni espresse appaiono derivanti da una limitata conoscenza delle due realtà oggetto dell'integrazione.

Infatti, è altamente probabile l'estrazione di importanti sinergie mettendo a sistema le competenze di *private banking* di MPS e MB e la capacità di raccolta delle due reti Widiba e Mediobanca Premier.

Un ulteriore commento sull'Operazione è stato formulato da Autonomous ma, anche in tal caso, le considerazioni effettuate appaiono apodittiche e non viene fornita alcuna evidenza di carattere logico come supporto alla considerazione qualitativa secondo cui non solo il management ma anche lo staff operativo dovrebbe lasciare l'azienda.

Infine, con riferimento a quanto osservato da Citibank, è stato, invece, ampiamente illustrato come l'Operazione presenti un importante rationale industriale, poiché l'integrazione tra una banca caratterizzata da un business model caratterizzato da elevata capillarità e penetrazione retail e corporate e una banca diversificata e concentrata su servizi ad alto valore aggiunto e contenuto commissionale è certamente "accretive".

In altre parole, sia sul segmento degli individui che su quello delle imprese, i prodotti tradizionali costituiranno il driver di ingresso per collocare i prodotti ad alta marginalità che hanno reso MB uno dei player più performanti nel contesto nazionale in questo ambito. Sul tema delle sinergie (genericamente menzionate da Citibank), poi, si illustreranno nel prosieguo le molteplici aree in cui, grazie all'Operazione, si attendono ampie sinergie di diversa natura.

### 6.1.2. Applicazione della matrice prodotto-mercato di Ansoff

La dottrina aziendalistica ha sviluppato numerose metodologie di analisi, applicabili a differenti contesti, per valutare strategie, indirizzi e sinergie a livello corporate di un'entità, sia essa già esistente o di nuova costituzione.

Nel caso in esame, per verificare la coerenza e la solidità dei razionali sottesi all'Operazione (cfr. par. 6.1.1.), si è ritenuto opportuno adottare un *framework* di analisi della *corporate strategy*.

In particolare, si è scelto di applicare la matrice di Ansoff<sup>21</sup>, che consente alle imprese di identificare le strategie di crescita perseguibili sulla base di due dimensioni (prodotto e mercato) e di valutarne la fattibilità in relazione alle risorse disponibili (attuali e prospettiche) e all'evoluzione attesa delle dinamiche di domanda (*market-driven*) e offerta (*competition-driven*).

La figura seguente presenta la rappresentazione grafica della matrice di Ansoff.

		Mercato	
		Attuale	Nuovo
Prodotto	Attuale	<b>A) Penetrazione del mercato</b>	<b>C) Sviluppo del mercato</b>
	Nuovo	<b>B) Sviluppo del prodotto</b>	<b>D) Diversificazione</b>

Come anticipato, la matrice prodotto-mercato di Ansoff si sviluppa lungo due dimensioni fondamentali:

<sup>21</sup> Cfr. Ansoff I. (1957), "Strategies for Diversification", *Harvard Business Review*, vol. 35, n. 5, settembre-ottobre, pp. 113-124. Cfr. anche Ansoff I. (1965), *Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*, McGraw-Hill, New York.

- Prodotti, definiti sia in termini di caratteristiche tangibili sia in termini di prestazioni del bene o servizio offerto;
- Mercati serviti, intesi come “mission” del prodotto (la funzione che svolge per il cliente).

L'incrocio tra le due dimensioni, ciascuna declinabile in “attuale” o “nuovo”, genera quattro alternative strategiche (quadranti):

1. Penetrazione del mercato (prodotto attuale, mercato attuale): crescita dei ricavi senza modificare la combinazione prodotto-mercato, incrementando le quantità vendute ai clienti esistenti e/o aumentando il numero di clienti nello stesso mercato. Strategia a basso rischio;
2. Sviluppo del mercato (prodotto attuale, mercato nuovo): vendita dei prodotti correnti in nuovi mercati o verso nuove tipologie di clientela. Strategia a rischio moderato.
3. Sviluppo del prodotto (prodotto nuovo, mercato attuale): introduzione di varianti o miglioramenti del prodotto esistente per la stessa base clienti. Strategia a rischio moderato-alto.
4. Diversificazione (prodotto nuovo, mercato nuovo): lancio di nuovi prodotti in mercati non ancora presidiati. Strategia ad alto rischio.

Nell'ambito della presente analisi, la matrice di Ansoff è stata applicata con riferimento all'entità aggregata risultante dall'Operazione, al fine di individuare e valutare le strategie di sviluppo perseguibili da MB e MPS nell'ambito del Nuovo Gruppo.

Le dimensioni della matrice assumono, quindi, le seguenti configurazioni:

- Prodotto:
  - o Attuale: offerta corrente di servizi di Retail Banking di MPS, prodotti e/o servizi di Private Banking e Asset Management di MB, servizi di Corporate & Investment Banking di MB e prodotti e/o servizi di Consumer Finance di MB.
  - o Nuovo: prodotti e servizi integrati sviluppabili grazie alla combinazione del *know-how* di MB e di MPS.
- Mercato:
  - o Attuale: base clienti attuale di MB e MPS;

- Nuovo: segmenti di clientela addizionali raggiungibili mediante lo sviluppo delle piattaforme bancarie digitali (es. integrazione di Banca Widiba e Mediobanca Premier) e l'ampliamento dell'offerta di prodotti e servizi.

La figura seguente illustra sinteticamente le combinazioni prodotto-mercato e le corrispondenti strategie di sviluppo potenzialmente attuabili dal Nuovo Gruppo a seguito dell'Aggregazione Aziendale.

		<b>Mercato</b>	
		Attuale	Nuovo
<b>Prodotto</b>	Attuale	<p style="text-align: center;"><b>A) Penetrazione del mercato</b></p> <p>1. Fornire servizi di <i>Retail Banking</i> di MPS alla clientela esistente di MB.                  2. Fornire prodotti / servizi di <i>Private Banking / Asset Management</i> MB alla clientela esistente di MPS.                  3. Fornire servizi <i>Corporate &amp; Investment Banking</i> di MB alla clientela esistente di MPS.                  4. Fornire servizi di prodotti / servizi di <i>Consumer Finance</i> di MB alla clientela esistente di MPS.</p>	<p style="text-align: center;"><b>C) Sviluppo del mercato</b></p> <p>1. Sviluppare il mercato bancario digitale con l'integrazione di Banca Widiba e Mediobanca Premier</p>
	Nuovo	<p style="text-align: center;"><b>B) Sviluppo del prodotto</b></p> <p>1. Sviluppare prodotti integrati grazie all'unione del <i>know-how</i> specifico di MB e di MPS</p>	<p style="text-align: center;"><b>D) Diversificazione</b></p> <p>1. Ampliare l'offerta di prodotti e servizi per diversificare i ricavi</p>

Dalla rappresentazione matriciale emerge che la creazione del Nuovo Gruppo consentirebbe di acquisire le risorse necessarie per valorizzare le opportunità di crescita di MB e di MPS nei mercati attuali (*Private & Investment Banking* e *Retail Banking*) e in quelli potenziali (es. *Bancassurance*).

Le principali opportunità strategiche si articolano come segue:

- Penetrazione del mercato: incremento delle vendite:
  - mediante prezzi più competitivi, grazie alle sinergie di costo e di *funding* (cfr. par. 6.2.1.);

- sfruttando le rispettive *customer base*, offrendo:
  - prodotti e servizi di Retail Banking MPS ai clienti attuali di MB;
  - soluzioni di Corporate & Investment Banking MB ai clienti MPS, in particolare PMI, combinando consulenza (MB) e capacità di finanziamento (MPS);
  - prodotti di Consumer Finance MB ai clienti MPS, valorizzando il posizionamento distintivo di Compass.
- Sviluppo del prodotto: arricchimento dell'offerta, introducendo nuovi strumenti e servizi per le attuali basi clienti di MB e MPS, sviluppati combinando il *know-how* reciproco (es. in ambito Consumer Finance);
- Sviluppo del mercato: sviluppo del mercato bancario digitale con l'integrazione di Banca Widiba e Mediobanca Premier;
- Diversificazione: ampliamento dell'offerta a nuovi segmenti di mercato (es. Bancassurance), anche valorizzando la partecipazione di MB in Assicurazioni Generali che contribuirà positivamente alla diversificazione dei ricavi della *combined entity*.

In sintesi, il Nuovo Gruppo disporrebbe di leve concrete per attuare strategie di penetrazione del mercato volte a consolidare le attività *core* di MB e MPS, per poi sviluppare e diversificare l'offerta complessiva, grazie all'integrazione delle rispettive competenze distintive.

La disponibilità di un ventaglio così ampio di opzioni di crescita strategica, inquadrata nel modello di Ansoff, rappresenta un fattore di rafforzamento della competitività e della sostenibilità del modello di *business*, supportando il raggiungimento degli obiettivi di redditività attesi nel medio-lungo termine.

L'articolazione dell'intento strategico del Nuovo Gruppo, declinata in azioni differenziate e coerenti con le dinamiche del settore, risulta inoltre allineata sia con l'attuale fase di consolidamento, sia con le scelte strategiche e strutturali dei *players* appartenenti al medesimo gruppo strategico, ossia il *cluster* di istituti bancari caratterizzati da modelli e strutture analoghe e in diretta competizione.

In conclusione, i razionali strategici e industriali dell'Operazione appaiono ragionevoli, in quanto coerenti con le caratteristiche delle entità coinvolte, il contesto

competitivo di riferimento e i principi consolidati della strategia d'impresa e dell'economia industriale.

## **6.2. Analisi degli effetti economico-finanziari derivanti dall'Aggregazione Aziendale**

Come anticipato, di seguito si procederà all'analisi degli impatti economico-finanziari connessi alla potenziale Aggregazione Aziendale.

### **6.2.1. Analisi delle sinergie attese**

Nel Documento di Offerta, MPS stima le sinergie attese dall'Aggregazione Aziendale in misura almeno pari a € 0,7 mld/anno. Mediobanca, invece, nel Comunicato dell'Emittente, stima delle dissinergie derivanti dall'Operazione in un *range* compreso tra € -0,5 mld/anno ed € -0,7 mld/anno.

Non disponendo delle previsioni analitiche e delle elaborazioni effettuate dalle due banche, né, tantomeno, di elementi e dati quantitativi necessari per poter confermare puntualmente le sinergie ovvero le dissinergie dalle stesse individuate e potenzialmente derivanti dall'Aggregazione Aziendale, l'analisi sarà condotta esclusivamente su base qualitativa, evidenziando, fin da ora, anche alla luce del rationale strategico già precedentemente descritto, come l'Operazione potrebbe generare prevalentemente delle sinergie.

A tal fine, si adatterà il *framework* metodologico proposto da Damodaran<sup>22</sup>, che classifica le sinergie in due macrocategorie:

- Operating Synergies: consentono all'entità risultante di aumentare il reddito operativo, incrementare il tasso di crescita o conseguire entrambi gli obiettivi in misura maggiore rispetto alla somma delle *performance* delle due entità *stand-alone*. Le principali tipologie sono:
  - o Economies of Scale: ottimizzazione dei costi con conseguente incremento della redditività;
  - o Greater Pricing Power: maggiore potere di determinazione dei prezzi grazie alla riduzione della concorrenza e all'aumento della quota di mercato, con impatti positivi sui margini;

<sup>22</sup> Cfr. Damodaran A. (2005), *The Value of Synergy*, working paper, Stern School of Business.

- Combination of Different Functional Strengths: valorizzazione di competenze complementari tra due realtà;
- Higher Growth in New or Existing Markets: sviluppo congiunto di piani di espansione in grado di generare tassi di crescita superiori rispetto alle singole entità.
- Financial Synergies: si concretizzano in flussi di cassa più elevati e/o in un costo del capitale inferiore per l'entità aggregata rispetto alla somma delle due realtà *stand-alone*. Le principali tipologie sono:
  - Cash Slack: impiego di liquidità in eccesso di una delle entità per finanziare progetti ad alto rendimento dell'altra, generando valore aggiunto;
  - Debt Capacity: maggiore stabilità e prevedibilità di utili e flussi di cassa, con incremento della capacità di indebitamento;
  - Tax Benefits: vantaggi fiscali derivanti da rivalutazioni attive o utilizzo di perdite pregresse per compensare redditi imponibili;
  - Diversification: ampliamento e diversificazione delle fonti di reddito, con riduzione del rischio idiosincratICO.

Nel caso in esame, sulla base delle caratteristiche specifiche dell'Operazione, le sinergie attese possono essere ricondotte alle seguenti aree:

- Economies of Scale: efficientamento dei costi grazie alla maggiore dimensione, con possibilità di:
  - ridurre le spese amministrative e razionalizzare le funzioni sovrapposte;
  - centralizzare gli approvvigionamenti presso fornitori strategici e diffondere le *best practices* di *cost governance*;
  - ottimizzare investimenti in IT e *digital transformation* nelle aree comuni (es. piattaforma di *consumer finance* di MPS);
  - migliorare l'efficienza operativa nel *wealth management* (private banking e *asset gathering*);
  - sviluppare una piattaforma integrata per il segmento corporate e ottimizzare le "fabbriche prodotto" (es. MBFACTA S.p.A.);
  - eliminare duplicazioni nelle funzioni centrali, sia operative che di personale;

- Combination of Different Functional Strengths: arricchimento dell'offerta di prodotti e servizi per famiglie e imprese, integrando le rispettive basi clienti e ampliando il mercato di riferimento:
  - o Retail Banking: introduzione di prodotti MPS nella clientela Compass e Mediobanca Premier, sfruttando la rete di filiali MPS per una distribuzione scalabile;
  - o Private Banking: trasferimento delle *best practices* MB alla clientela MPS e introduzione di prodotti di *asset management* MB (es. investimenti alternativi).
  - o Asset Gathering: integrazione Mediobanca Premier e Banca Widiba per creare una rete di consulenti su scala competitiva, supportata da piattaforma digitale e offerta integrata di *asset management*, con valorizzazione delle competenze assicurative MPS;
  - o Corporate & Investment Banking: combinazione del potenziale di bilancio MPS con le competenze di *investment banking* di MB, avviando un programma di sviluppo a supporto delle imprese su tutto il territorio e sfruttando l'esperienza MB in *advisory* e *markets* per estendere l'offerta alla clientela corporate MPS;
- Higher Growth in New or Existing Markets: espansione della presenza di MB e MPS nei mercati attuali e penetrazione di nuovi segmenti;
- Debt Capacity: creazione di un *mix* di *funding* più equilibrato, sfruttando la capacità di raccolta commerciale MPS e ottimizzando la posizione di *wholesale funding* del Nuovo Gruppo. In particolare, MB potrebbe collocare i propri prodotti utilizzando la provvista rinveniente da MPS, riducendo il costo di finanziamento e le commissioni; in particolare, la *combined entity* avrà la possibilità di unire l'eccellente capacità di accesso al mercato *wholesale* e del *funding* cartolare e i rapporti consolidati con gli investitori istituzionali, caratterizzanti una banca come MB, con la capacità di MPS di approvvigionarsi sul canale diretto in modo più esteso ed efficiente<sup>23</sup>.

<sup>23</sup>A titolo esemplificativo si consideri che la raccolta diretta di MPS ammonta a 97 miliardi di euro rispetto ai 59 miliardi di euro di MB (<https://www.gruppomps.it/static/upload/202/0000/2025-01---investor-presentation.pdf>)

Sotto tale profilo, uno dei principali effetti positivi dell'Operazione consiste nel fatto che, grazie al "nocciolo duro" di una raccolta a vista stabile, caratterizzata da costi ridotti e poco soggetta a oscillazioni dovute a elementi congiunturali, è possibile ottenere rilevanti margini grazie a un'oculata politica ALM (Asset and Liability Management) di gestione della trasformazione delle scadenze. Diversamente, senza la componente addizionale di raccolta apportata da MPS, i prodotti collocati da MB sarebbero caratterizzati da margini inferiori alla luce del fatto che sarebbero finanziati prevalentemente con raccolta istituzionale (caratterizzata da costi più elevati);

- Tax Benefits: accelerazione nell'utilizzo delle *Deferred Tax Assets* (in seguito anche "DTA") detenute da MPS, con iscrizione a bilancio di ulteriori €1,3 mld (attualmente *off-balance*), per un totale di €2,9 mld. In proposito, si rappresenta che:
  - qualora MPS acquisisse oltre il 50% del capitale di MB, quest'ultima potrebbe aderire al consolidato fiscale nazionale, incrementando la base imponibile consolidata e consentendo l'immediata iscrizione delle DTA derivanti da perdite fiscali pregresse;
  - qualora, invece, MPS acquisisse una partecipazione pari o inferiore al 50%, MB non potrebbe essere inclusa nel consolidato fiscale nazionale e il beneficio derivante dall'utilizzo delle DTA sarebbe diluito su un orizzonte temporale più lungo
- Diversification: ampliamento e diversificazione dei flussi di reddito del Nuovo Gruppo, anche tramite sviluppo dell'offerta di Bancassurance.

### **6.2.2. Valutazione dei potenziali ritorni per gli azionisti**

Al fine di determinare l'eventuale plusvalenza (*capital gain*) o minusvalenza (*capital loss*) che le società controllate da Caltagirone potrebbero realizzare aderendo all'Offerta, è stato effettuato un confronto tra:

- valore di carico delle partecipazioni detenute in Mediobanca;
- valore di presumibile realizzo, determinato sulla base del corrispettivo offerto (Rapporto di Scambio pari a 2,533 azioni MPS per ciascuna azione MB),

convertito in termini monetari in funzione del prezzo corrente di borsa delle azioni MPS (al 25.08.2025 il prezzo medio ponderato per i volumi è pari a €/azione 8,444<sup>24</sup>).

La tabella sottostante riassume la determinazione della plusvalenza o minusvalenza potenziale in caso di adesione all'Offerta, riportando per ciascuna società controllata:

- numero di azioni Mediobanca detenute;
- costo medio unitario di acquisto delle azioni MB;
- valore di carico complessivo delle azioni MB;
- corrispettivo unitario offerto per le azioni MB, calcolato come prodotto tra il prezzo corrente delle azioni MPS (pari a €/azione 8,444) e il Rapporto di Scambio (pari 2,533);
- valore di presumibile realizzo delle azioni MB;
- plusvalenza o minusvalenza stimata.

Società	N° azioni	Costo medio unitario	Valore di carico	Prezzo unitario	Valore di presumibile realizzo	Plusvalenza
Calt 2004 S.r.l.	250.000	16,057	4.014.249	21,389	5.347.290	1.333.041
	2.800.000	9,443	26.440.386	21,389	59.889.644	33.449.258
<b>Controllate direttamente da Caltagirone S.p.A.</b>	<b>3.050.000</b>	<b>9,985</b>	<b>30.454.635</b>	<b>21,389</b>	<b>65.236.934</b>	<b>34.782.299</b>
Fincel S.r.l.	2.000.000	9,572	19.144.610	21,389	42.778.317	23.633.707
Ced Digital e Servizi S.r.l.	630.000	9,642	6.074.607	21,389	13.475.170	7.400.563
ITV S.r.l.	620.000	9,642	5.977.884	21,389	13.261.278	7.283.394
PIM S.r.l.	1.120.000	9,636	10.792.568	21,389	23.955.858	13.163.290
Quotidiano di Puglia S.r.l.	680.000	9,612	6.536.434	21,389	14.544.628	8.008.194
Stampa Venezia S.r.l.	680.000	9,075	6.170.905	21,389	14.544.628	8.373.723
Stampa Roma 2015 S.r.l.	670.000	9,611	6.439.573	21,389	14.330.736	7.891.163
<b>Controllate tramite Caltagirone Editore S.p.A.</b>	<b>6.400.000</b>	<b>9,553</b>	<b>61.136.581</b>	<b>21,389</b>	<b>136.890.615</b>	<b>75.754.034</b>
Viapar S.r.l.	200.000	15,075	3.015.000	21,389	4.277.832	1.262.832
<b>Controllate tramite Vianini Lavori S.p.A.</b>	<b>200.000</b>	<b>15,075</b>	<b>3.015.000</b>	<b>21,389</b>	<b>4.277.832</b>	<b>1.262.832</b>
<b>Gruppo Caltagirone S.p.A.</b>	<b>9.650.000</b>	<b>9,804</b>	<b>94.606.216</b>	<b>21,389</b>	<b>206.405.380</b>	<b>111.799.164</b>

<sup>24</sup> Fonte: Refintiv Eikon, già Thomson Reuters

Dalla tabella emerge che la plusvalenza potenziale derivante dallo scambio di azioni MB con azioni MPS è stimabile in circa € 111,8 mln complessivi.

L'onere fiscale sulla plusvalenza, determinato applicando un'aliquota IRES del 24% (per le partecipazioni che ricadono nell'applicazione del regime PEX (Participation Exemption) l'imponibilità è pari al 5%), risulta pari a circa € 1,9 mln.

Il beneficio economico netto si attesta pertanto a € 109,9 mln, come sintetizzato nella tabella di seguito riportata.

Società	Plusvalenza lorda	Oneri fiscali	Plusvalenza netta	PEX
Calt 2004 S.r.l.	1.333.041	(319.930)	1.013.111	No
	33.449.258	(401.391)	33.047.867	Si
<b>Controllate direttamente da Caltagirone S.p.A.</b>	<b>34.782.299</b>	<b>(721.321)</b>	<b>34.060.978</b>	
Finced S.r.l.	23.633.707	(283.604)	23.350.103	Si
Ced Digital e Servizi S.r.l.	7.400.563	(88.807)	7.311.756	Si
ITV S.r.l.	7.283.394	(87.401)	7.195.994	Si
PIM S.r.l.	13.163.290	(157.959)	13.005.330	Si
Quotidiano di Puglia S.r.l.	8.008.194	(96.098)	7.912.096	Si
Stampa Venezia S.r.l.	8.373.723	(100.485)	8.273.238	Si
Stampa Roma 2015 S.r.l.	7.891.163	(94.694)	7.796.469	Si
<b>Controllate tramite Caltagirone Editore S.p.A.</b>	<b>75.754.034</b>	<b>(909.048)</b>	<b>74.844.986</b>	
Viapar S.r.l.	1.262.832	(303.080)	959.752	No
<b>Controllate tramite Vianini Lavori S.p.A.</b>	<b>1.262.832</b>	<b>(303.080)</b>	<b>959.752</b>	
<b>Gruppo Caltagirone S.p.A.</b>	<b>111.799.164</b>	<b>(1.933.449)</b>	<b>109.865.716</b>	

Inoltre, sempre per come rappresentato nel documento di Offerta, gli azionisti del Nuovo Gruppo potrebbero beneficiare di una politica di dividendi sostenibile e progressiva nel tempo, caratterizzata da una crescita del dividendo per azione fino al 100% dell'utile distribuibile, in un contesto di rafforzamento sia della solidità patrimoniale sia della redditività.

Con specifico riferimento a Mediobanca, la tabella seguente riporta le stime di *consensus* relative a:

- Common Equity Tier 1 (CET1);
- Dividend Payout Ratio (DPR);
- Net Income (NI);
- Dividendi distribuiti;

per due scenari alternativi:

- MB *stand-alone*;
- MB-MPS *combined*.

	CET1 FY25E	CET1 FY28E	DPR FY26E-FY28E	NI <i>run rate</i>	Dividends FY26E-FY28E
MB ( <i>stand alone</i> )	~15%	~15%	~ 92%	€ 1,4 /bln	~ € 4 bln
MB + MPS ( <i>combined</i> )	~16%	~16%	~ 100%	> € 3,0 /bln	> € 8,0 bln

La tabella evidenzia che l'Aggregazione Aziendale consentirebbe di:

- incrementare il CET1 FY25E e FY28E da circa 15% a circa 16%;
- aumentare il Dividend Payout Ratio (DPR) FY26E–FY28E da circa 92% al 100%;
- accrescere il Net Income da € 1,4 bln a oltre € 3,0 bln;
- raddoppiare i dividendi FY26E–FY28E da circa € 4 bln a oltre € 8 bln, di cui, in caso di adesione integrale all'Offerta, oltre € 5 bln destinati agli attuali azionisti di Mediobanca.

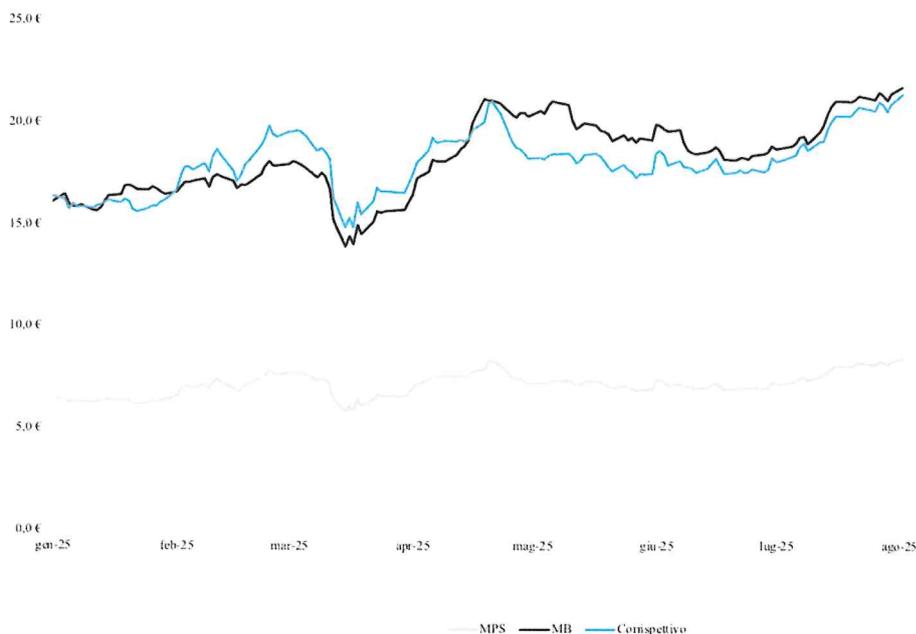
### **6.2.3. Analisi dell'andamento dei prezzi di mercato di MB e di MPS**

La figura seguente rappresenta l'andamento, nel periodo compreso tra il 24.01.2025 (annuncio dell'Operazione) e il 25.08.2025 (data più prossima al rilascio del Parere), di:

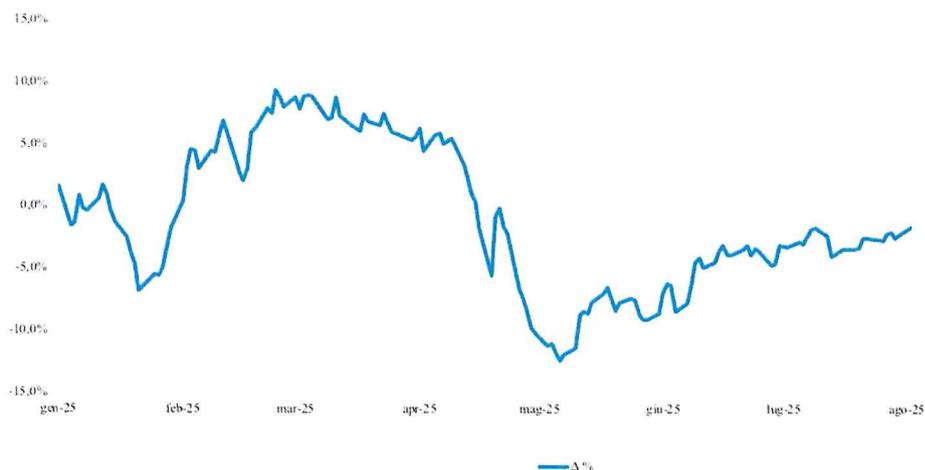
- Prezzo di borsa delle azioni MPS<sup>25</sup>;
- Prezzo di borsa delle azioni MB<sup>26</sup>;
- Prezzo offerto per le azioni MB, determinato moltiplicando il prezzo di borsa delle azioni MPS per il Rapporto di Scambio (2,533).

<sup>25</sup> Fonte: Refintiv Eikon, già Thomson Reuters

<sup>26</sup> Fonte: Refintiv Eikon, già Thomson Reuters



La figura seguente illustra, nello stesso intervallo temporale, l'andamento del differenziale percentuale tra (i) il prezzo offerto per le azioni MB e (ii) il prezzo di borsa delle azioni MB.



La figura evidenzia che il corrispettivo indicato nell'Offerta incorpora uno sconto implicito rispetto al prezzo corrente delle azioni di MB pari a circa l'1,6% (alla data del 25.08.2025).

In proposito, è possibile svolgere le considerazioni che seguono.

L'esistenza di un divario tra il prezzo corrente di mercato e il corrispettivo proposto in un'offerta competitiva può dipendere dalle aspettative del mercato circa l'evoluzione di tale offerta.

In particolare, la presenza di un differenziale di prezzo nella fase antecedente alla conclusione dell'operazione è riconducibile all'ipotesi, da parte degli operatori, di possibili rilanci, con conseguenti revisioni del corrispettivo proposto. In termini tecnici, tale scostamento può essere assimilato al valore di un'opzione incorporata nel titolo oggetto di offerta, il cui valore attuale dipende sia dall'entità potenziale del rilancio sia dalla probabilità che esso si realizzi. Tale valore, tuttavia, tende fisiologicamente a ridursi, fino ad annullarsi, qualora con l'avvicinarsi della scadenza dell'offerta il rilancio non si verifichi (assumendo che l'operazione si concluda positivamente, il valore del titolo si riallinea).

Dal punto di vista della prassi di mercato, le offerte pubbliche – e in particolare le operazioni di scambio – tendono spesso a registrare un miglioramento del corrispettivo proposto con l'avvicinarsi della scadenza. Ciò riflette un comportamento statisticamente osservato, per cui l'offerente, al fine di accrescere il grado di adesione e rafforzare la probabilità di successo dell'operazione, procede a rilanci sul prezzo o sulle condizioni economiche dell'offerta. Chiaramente, ciò renderebbe maggiormente conveniente l'adesione all'Offerta.

Ad ogni modo, la presenza del differenziale sopra indicato (pari a circa l'1,6%) non risulta significativa ai fini della valutazione della convenienza economica complessiva dell'Offerta se considerata da un investitore con un orizzonte temporale di medio-lungo termine (come le società controllate da Caltagirone). In tale prospettiva, infatti, l'interesse non risiede in dinamiche speculative di breve periodo, bensì nel potenziale incremento di valore generato dall'Aggregazione Aziendale, già illustrato nelle analisi precedenti.

## 7. Conclusioni

In conclusione, alla luce delle analisi svolte, il sottoscritto esprime parere favorevole in merito alla convenienza, sul piano industriale ed economico-finanziario, di una eventuale adesione delle società controllate da Caltagirone S.p.A. all’offerta pubblica di scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. sulle azioni ordinarie di Mediobanca S.p.A.

In particolare, infatti, come evidenziato, le due banche sono caratterizzate da una piena complementarità della gamma di offerta. Pertanto, il completamento dell’Operazione porterebbe alla creazione del terzo player bancario integrato nel mercato italiano per totale attivi, impieghi alla clientela, raccolta diretta e attivi finanziari complessivi, dando vita a un operatore diversificato e resiliente, competitivo sia a livello domestico che europeo. Il Nuovo Gruppo potrebbe, dunque, contare sulle competenze distintive di Mediobanca (eccellenza consolidata nei segmenti Wealth & Asset Management, Corporate & Investment Banking e Consumer Finance) e MPS (forte posizionamento nel Retail e Commercial Banking), rafforzando la sostenibilità del modello di *business* combinato, garantendo livelli di redditività solidi e coerenti nel medio-lungo termine.

Pertanto, la “*combined entity*” derivante dall’aggregazione costituirà un operatore “best in class” nel mondo del “Corporate and Investment banking” potendo offrire soluzioni evolute di advisory, DCM, ECM, finanza strutturata e strumenti di finanza specialistica quali factoring e supply chain financing indirizzando in modo completo tutte le esigenze tipiche delle aziende quali finanza per il circolante e di breve termine, di medio-lungo termine e servizi evoluti.

Con riferimento alle sinergie, è stato poi evidenziato come, sulla base delle caratteristiche specifiche dell’Operazione, si possano generare delle sinergie attese riconducibili, principalmente, alle seguenti aree:

- Economies of Scale: efficientamento dei costi grazie alla maggiore dimensione, con possibilità di riduzione delle spese amministrative, di centralizzazione degli approvvigionamenti presso fornitori strategici, di ottimizzazione degli investimenti in IT e *digital transformation* nelle aree comuni (es. piattaforma di *consumer finance* di MPS), etc;

- Combination of Different Functional Strengths: arricchimento dell'offerta di prodotti e servizi per famiglie e imprese, integrando le rispettive basi clienti e ampliando il mercato di riferimento (sfruttando le competenze distintive delle due banche ciascuna nel proprio segmento di eccellenza);
- Higher Growth in New or Existing Markets: espansione della presenza di MB e MPS nei mercati attuali e penetrazione di nuovi segmenti;
- Debt Capacity: creazione di un *mix* di *funding* più equilibrato, sfruttando la capacità di raccolta commerciale MPS e ottimizzando la posizione di *wholesale funding* del Nuovo Gruppo (in particolare, MB potrebbe collocare i propri prodotti utilizzando la provvista rinveniente da MPS, riducendo il costo di finanziamento e le commissioni, unendo l'eccellente capacità di accesso al mercato *wholesale* e i rapporti consolidati con gli investitori istituzionali, caratterizzanti una banca come MB, con la capacità di MPS di approvvigionarsi sul canale diretto in modo più esteso ed efficiente);
- Tax Benefits: accelerazione nell'utilizzo delle DTA detenute da MPS, con le modalità già descritte nel corpo del Parere;
- Diversification: ampliamento e diversificazione dei flussi di reddito del Nuovo Gruppo, anche tramite sviluppo dell'offerta di Bancassurance.

Infine, due ulteriori aspetti da sottolineare in termini di potenziale ritorno degli azionisti sono:

- la plusvalenza potenziale che le società controllate da Caltagirone potrebbero realizzare aderendo all'Offerta (stimabile in circa € 109,9 mln alla data del 25.08.2025);
- la politica di dividendi sostenibile e progressiva nel tempo di cui potrebbero beneficiare gli azioni del nuovo Gruppo che, sempre per come rappresentato nel documento di Offerta, potrebbe essere caratterizzata da una crescita del dividendo per azione fino al 100% dell'utile distribuibile, in un contesto di rafforzamento sia della solidità patrimoniale sia della redditività.

Roma, 26 agosto 2025

Prof. Giovanni Fiori

