

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

COMUNICATO DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI MEDIOBANCA – BANCA DI  
CREDITO FINANZIARIO S.P.A.

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

OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO VOLONTARIA TOTALITARIA  
PROMOSSA DA BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.P.A.

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

Milano, 11 luglio 2025

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI MEDIOBANCA, DOPO ATTENTA VALUTAZIONE DEL DOCUMENTO DI OFFERTA E DELLA DOCUMENTAZIONE DISPONIBILE, TENUTO CONTO DEI RISCHI E DELLE INCERTEZZE EVIDENZIATI DA MPS NELLA PREDETTA DOCUMENTAZIONE SULL'OFFERTA, RITIENE L'OFFERTA MPS OSTILE E NON CONCORDATA CON L'EMITTENTE, PRIVA DI RAZIONALE INDUSTRIALE NONCHE' PRIVA DI CONVENIENZA PER GLI AZIONISTI DI MEDIOBANCA. IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI MEDIOBANCA RITIENE, ALTRESÌ, CHE IL CORRISPETTIVO OFFERTO DA MPS SIA NON CONGRUO E DEL TUTTO INADEGUATO. LE MOTIVAZIONI ALLA BASE DI TALI CONCLUSIONI SONO, IN SINTESI, LE SEGUENTI:

#### EXECUTIVE SUMMARY

**1. L'Offerta non è conveniente e il Corrispettivo non è congruo dal punto di vista finanziario.**

Il Corrispettivo non è congruo da un punto di vista finanziario ed è del tutto inadeguato rispetto al valore intrinseco dell'azione Mediobanca, tenuto conto sia della prospettiva del Piano *"One Brand-One Culture"* esteso al 2028 sia dei rischi collegati all'integrazione di Mediobanca in MPS.

Il Corrispettivo è interamente rappresentato da azioni di MPS. Pertanto, gli Azionisti di Mediobanca resterebbero fortemente esposti alla *performance* futura delle azioni MPS, nonché all'incertezza in ordine all'effettivo raggiungimento degli obiettivi strategici di MPS, tenuto conto delle criticità sotto molteplici profili di assoluta rilevanza aziendale che hanno storicamente caratterizzato e caratterizzano tutt'ora MPS.

Il Corrispettivo (pari a 2,533x) risulta a sconto del 32% rispetto alla media del rapporto di scambio individuato dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, pari a 3,71x.

Lo sconto implicito nel Corrispettivo rispetto alla media del rapporto di scambio individuato dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, riportato nel Paragrafo 3.2 del Comunicato dell'Emittente, è pari al 32%. Si segnala inoltre che alla Data del Comunicato dell'Emittente, lo sconto implicito nel Corrispettivo rispetto al prezzo dell'Azione Mediobanca è pari al 3,9%.

Per maggiori informazioni, si rinvia al Paragrafo 3 del Comunicato dell'Emittente.

All'attuale Rapporto di Scambio, nell'ipotesi in cui MPS venisse a detenere l'intero capitale sociale di Mediobanca ad esito dell'Offerta, la realtà combinata sarebbe rappresentata per il 62% dagli attuali Azionisti di Mediobanca e dal 38% dagli attuali azionisti di MPS. Ne conseguirebbe lo scenario paradossale in cui gli attuali Azionisti di Mediobanca verrebbero a detenere la maggioranza del capitale sociale

di MPS post Offerta, nonostante l'Offerente abbia dichiarato, nel Documento di Offerta, l'intenzione di voler acquisire il controllo (anche di fatto) di Mediobanca.

**2. Mediobanca è una banca con proprie peculiari caratteristiche e con rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i suoi azionisti.**

Mediobanca rappresenta un *unicum* nel panorama bancario italiano grazie a un modello di *business* di successo, focalizzato su attività altamente specializzate e redditizie quali *Wealth Management*, *Corporate & Investment Banking* e *Consumer Finance*. Questo modello di *business* consente al Gruppo Mediobanca di combinare attività cicliche e antacicliche, diversificate – riguardo alla clientela – tra *corporate* e *retail*, garantendo resilienza e capacità di crescita anche in contesti macroeconomici sfidanti. Mediobanca si contraddistingue, tra l'altro, per essere (i) il punto di riferimento per i clienti che cercano la capacità di strutturare operazioni complesse e ad alto valore aggiunto; (ii) una controparte caratterizzata da una reputazione riconosciuta, solida ed affidabile capace di valorizzare i talenti e le specificità del capitale umano; (iii) un'opportunità di investimento distintiva per gli azionisti sovrapassante rispetto al settore per remunerazione degli *stakeholder*.

Il Piano “*One Brand–One Culture*”, successivamente aggiornato con l'estensione al 2028 come comunicato al mercato in data 27 giugno 2025, prevede, tra l'altro, (i) ricavi superiori a Euro 4,4 miliardi; (ii) un utile netto di circa Euro 1,9 miliardi; (iii) un RoTE al 20%; (iv) una remunerazione totale del capitale agli azionisti di circa Euro 4,9 miliardi nel triennio 2025–2028, (v) una ottimizzazione della struttura del capitale della banca, con CET1 previsto al 14% e *tier 1 capital* al 15,5% nel 2028.

Il *management* di Mediobanca vanta un *track-record* di successo nella creazione di valore avendo conseguito negli ultimi 10 anni un incremento di valore significativo del titolo Mediobanca, in termini di rendimento totale per gli azionisti, pari a circa il 233%, rispetto a un incremento di valore di circa il 144% registrato dall'indice di borsa delle banche italiane <sup>(1)</sup> nel medesimo periodo. La strategia di crescita privilegia l'innovazione, la valorizzazione dei talenti e l'espansione in segmenti a basso assorbimento di capitale e ad alto contenuto commissionale, mantenendo un profilo di rischio contenuto e una forte reputazione sul mercato.

L'aggregazione proposta dal MPS distruggerebbe valore rispetto al valore conseguibile dagli Azionisti di Mediobanca se quest'ultima rimanesse una entità indipendente e potesse realizzare il Piano “*One Brand–One Culture*” (come esteso al 2028). In aggiunta, tale aggregazione previene la possibilità di un ulteriore miglioramento del modello di *business* conseguibile invece mediante l'Offerta su Banca Generali.

Per maggiori informazioni, si rinvia al Paragrafo 2.1 del Comunicato dell'Emittente.

---

<sup>1</sup> Si fa riferimento all'indice FTSE Italia Banche.

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

MPS si caratterizza per una storia segnata da fragilità patrimoniale e reddituale, come testimoniato dai numerosi interventi di ricapitalizzazione, prevalentemente tramite risorse pubbliche, per oltre Euro 25 miliardi negli ultimi venti anni.

Il modello di *business* di MPS è prevalentemente incentrato sui servizi tradizionali *retail & commercial banking* e ha registrato una significativa erosione di quote di mercato sia negli impieghi che nella raccolta (-2% nell'ultimo decennio). MPS ha dovuto cedere le proprie fabbriche prodotto, riducendo la diversificazione dei ricavi e aumentando la dipendenza dal *net interest income* e dalle *Deferred Tax Assets* ("DTA"), che rappresentano una componente estremamente rilevante della redditività e del capitale regolamentare.

La qualità degli attivi di MPS rimane inferiore rispetto ai principali *peers*: il valore lordo del *non-performing exposure ratio* (NPE ratio) è il più elevato tra le banche italiane (4,4% rispetto a una media del sistema del 2,5%, e un valore netto del 2,3%). Il *non-performing loan (NPL) coverage ratio* è tra i più bassi del sistema, pari a circa il 66% contro una media del 73% delle banche italiane.

Il merito creditizio di MPS è significativamente inferiore rispetto alla media del sistema, come evidenziato dagli *spread* sui CDS e dalla dipendenza dal *funding* proveniente dalla Banca Centrale Europea, che rimane elevata rispetto agli *standard* di mercato. La redditività di MPS è fortemente influenzata da fattori esogeni (tassi di interesse) o straordinari (DTA), rendendo il profilo patrimoniale e reddituale della stessa particolarmente vulnerabile a *shock* esogeni e a potenziali perdite inattese. Infine, il *consensus* di mercato prevede per MPS una redditività ricorrente tra le più basse tra le principali banche italiane.

Per maggiori informazioni, si rinvia al Paragrafo 2.2 del Comunicato dell'Emittente.

4. L'Offerta manca di razionale industriale, strategico e finanziario e distruggerebbe valore per gli azionisti di Mediobanca.

L'Offerta è priva di un reale razionale industriale, strategico e finanziario. L'integrazione tra le due realtà comporterebbe rilevanti dissinergie, stimate dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca per un totale di circa Euro 460 milioni in caso di fusione tra le due entità bancarie e fino a Euro 665 milioni in assenza di fusione. In tale prospettiva, le sinergie stimate da MPS sono giudicate ottimistiche e poco realistiche dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, anche alla luce delle esperienze negative di precedenti aggregazioni tra banche commerciali e *wealth manager/private bank*, che hanno spesso portato a svalutazioni dell'avviamento e riduzione degli *asset under management*.

Le dissinergie stimate dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca derivano principalmente dalla perdita di talenti e clientela, dal deterioramento del

posizionamento competitivo nei segmenti *Wealth Management* e *Corporate & Investment Banking*, e dalla perdita di figure professionali chiave (i.e., *banker* e consulenti finanziari), con conseguente uscita di masse gestite e riduzione della capacità di generare ricavi.

L'Offerta non solo non apporterebbe benefici tangibili in termini di crescita o posizionamento competitivo, ma comprometterebbe verosimilmente la redditività, la stabilità e la reputazione di Mediobanca, esponendola a rischi patrimoniali e di mercato che non hanno mai caratterizzato il *business* di Mediobanca grazie a una gestione prudente e a un modello di *business* diversificato e ad alto valore aggiunto.

In aggiunta, si evidenzia che in base alle stime di *consensus*, l'utile *ante imposte* dell'entità combinata è previsto in crescita di circa Euro 350 milioni tra il 2025 e il 2028 (2), principalmente grazie alla crescita dell'utile *ante imposte* di Mediobanca *stand-alone*, che rappresenta circa 85% di tale crescita complessiva. Tale crescita, principalmente dovuta al contributo di Mediobanca, verrebbe azzerata dall'impatto stimato dal *management* di Mediobanca delle dissinergie di Euro 460 milioni, (come meglio illustrato nel successivo Paragrafo 2.3.3 del Comunicato dell'Emittente).

Tenendo conto di tali dissinergie, nell'ipotesi di integrale adesione all'Offerta, si stima una diluizione degli utili *ante imposte* per gli Azionisti di Mediobanca superiore al 10% in base alle stime dell'utile *ante imposte* ricorrente di Mediobanca e dell'entità combinata al 2028 dovuta al confronto tra Euro 2,3 miliardi di utile *ante imposte* ricorrente previsto dal Piano "One Brand-One Culture" al 2028 rispetto ad un utile *ante imposte* ricorrente di circa Euro 2,0 miliardi di competenza degli Azionisti di Mediobanca determinato in base al concambio offerto (3) ed inclusivo dell'impatto delle dissinergie.

Tale impatto superiore al 10% stimato sull'utile *ante imposte* ricorrente porterebbe alla stessa diluizione sul *Dividend Per Share* ("DPS") a parità di *pay-out ratio* ordinario.

Da un punto di vista dei *benchmark* valutativi, si evidenzia che le banche focalizzate su attività di *retail* e *commercial banking* trattano tipicamente a multipli significativamente inferiori rispetto ad istituti finanziari focalizzati sul *Wealth Management*. Si segnala che Mediobanca ad oggi si posiziona a premio rispetto alle banche tradizionali come di seguito evidenziato.

Inoltre, l'Offerta di MPS preclude agli Azionisti di Mediobanca l'accesso ai benefici attesi dall'Offerta su Banca Generali, la quale costituisce un'operazione di rilevanza

---

<sup>2</sup> Utile *ante imposte* basato sul *consensus* post pubblicazione del *business plan* per Mediobanca e su *consensus* calendarizzato a giugno per MPS.

<sup>3</sup> La stima di Euro 2,0 miliardi è calcolata come il 62% (quota di competenza degli Azionisti Mediobanca dell'entità combinata) dell'utile *ante imposte* di Euro 3,3 miliardi al netto delle dissinergie di Euro 460 milioni.

centrale per il Gruppo Mediobanca in quanto connotata da un solido fondamento industriale e strategico, orientata allo scopo di dare vita ad un *leader* nel settore del *Wealth Management* italiano ed europeo e a realizzare una efficiente riallocazione del capitale in un *business* industriale, altamente sinergico e con interessanti prospettive di crescita.

In particolare, il razionale strategico ed industriale dell'Offerta su Banca Generali, le sinergie stimate dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca in ordine all'aggregazione tra Mediobanca e Banca Generali nonché la conseguente creazione di valore per gli Azionisti di Mediobanca sono basati sull'assunto che Mediobanca resti un'entità autonoma focalizzata su *business* altamente specializzati e redditizi, quali il *Wealth Management* ed il *Corporate & Investment Banking*, e dunque non integrata nel Gruppo MPS.

L'Offerta determinerebbe altresì un rischio di declassamento del merito creditizio di Mediobanca – come evidenziato dalle agenzie di *rating*.

Per maggiori informazioni, si rinvia al Paragrafo 2.3 del Comunicato dell'Emittente.

## 5. Il Gruppo MPS risulta esposto a rilevanti rischi di *governance* e legali.

Il Documento di Offerta e il Documento di Esenzione di MPS non chiariscono l'assetto proprietario e di *governance* del gruppo risultante dall'aggregazione tra Mediobanca e MPS, lasciando aperta una significativa incertezza sul ruolo di azionisti rilevanti come Delfin e Caltagirone, che sono presenti sia in MPS sia in Mediobanca (e in Assicurazioni Generali). Questa situazione determina il rischio che una parte significativa del capitale post-operazione sia concentrata in pochi soggetti, senza che il mercato sia stato adeguatamente informato in ordine agli obiettivi perseguiti dai due azionisti nonché all'avvio e/o all'attuale pendenza delle interlocuzioni di questi ultimi con le Autorità di Vigilanza in merito all'eventuale superamento di soglie rilevanti. Il Documento di Esenzione non fornisce proiezioni sulla composizione dell'azionariato di MPS nell'ipotesi in cui le adesioni fossero inferiori al 66,67% del capitale sociale di Mediobanca, né chiarisce se siano state richieste le autorizzazioni regolamentari necessarie.

La presenza degli stessi azionisti – ossia Delfin e Caltagirone – in MPS, Mediobanca e Assicurazioni Generali nell'ambito di un'offerta esclusivamente in azioni configura, inoltre, un potenziale disallineamento degli interessi di tali azionisti rispetto a quelli del resto della compagine azionaria. In ragione degli intrecci azionari in MPS, Mediobanca e Assicurazioni Generali, Delfin e Caltagirone potrebbero avere un interesse al successo dell'Offerta di MPS potenzialmente indipendente ed ulteriore rispetto all'interesse di tutti gli altri Azionisti di Mediobanca alla massimizzazione del valore del proprio pacchetto azionario in Mediobanca. La valenza segnaletica dell'eventuale intenzione di tali azionisti di aderire all'Offerta, a giudizio del Consiglio di Amministrazione, dovrebbe essere pertanto valutata con particolare cautela dagli Azionisti di Mediobanca.

MPS è esposta a rischi legali significativi, con contenziosi pendenti e accantonamenti potenzialmente insufficienti in caso di risultanze istruttorie e processuali significativamente difformi dalle stime di MPS (*petitum* netto di circa Euro 3 miliardi al 31 marzo 2025, pari a circa il 35% del CET1, di cui circa la metà a rischio di soccombenza “probabile”). Sono inoltre pendenti procedimenti penali che coinvolgono *ex manager* di MPS per falsità nei bilanci e manipolazione del mercato, nonché indagini sulla vendita di una partecipazione del 15% di MPS da parte del Ministero dell’Economia e delle Finanze nel novembre 2024 i quali non sono stati in alcun modo menzionati nel Documento di Offerta e negli altri documenti pubblicati da MPS in relazione all’Offerta.

Per maggiori informazioni, si rinvia al Paragrafo 2.5 del Comunicato dell’Emittente.

**6. La combinazione tra MPS e Mediobanca e il conseguente raggiungimento degli obiettivi strategici dell’Offerta risultano soggetti a significativi rischi ed elementi di incertezza.**

L’assenza di un piano industriale consolidato per l’entità combinata e la mancanza di esperienza di MPS in operazioni di portata paragonabile all’Offerta aumentano il rischio di *execution* dell’integrazione tra le due entità. Gli Azionisti di Mediobanca si trovano a dover valutare l’Offerta in assenza di un piano consolidato su cui possano fondare le proprie valutazioni e la propria decisione se aderire, divenendo azionisti di MPS. Inoltre, MPS ha realizzato principalmente operazioni societarie volte alla dismissione di partecipazioni nonché alla ristrutturazione del proprio portafoglio e dunque alla semplificazione dell’architettura del Gruppo MPS.

A differenza di quanto si riscontra nella prassi più recente, il fatto che la fusione tra Mediobanca e MPS non sia inquadrata come un obiettivo dell’operazione per favorire la piena integrazione delle due entità denota l’assenza del razionale industriale e strategico dell’Offerta, evidenziando una carenza informativa significativa sugli scenari futuri di Mediobanca a svantaggio dei suoi Azionisti.

Sussistono inoltre forti incertezze sulla capacità di MPS di approvare qualsiasi delibera nell’Assemblea degli Azionisti di Mediobanca in sede straordinaria (specie la Fusione) nell’ipotesi in cui l’Offerente venisse a detenere, a esito dell’Offerta, una partecipazione inferiore al 50% del capitale sociale di Mediobanca.

Per maggiori informazioni, si rinvia al Paragrafo 2.4 del Comunicato dell’Emittente.

**7. L’Offerta prevede una Condizione Soglia del 66,67% del capitale sociale di Mediobanca e una Condizione Soglia Minima del 35% del capitale sociale di Mediobanca.**

La previsione di una doppia soglia – l’una fissata al 66,67% (quale *quorum* idoneo a consentire di controllare l’Assemblea straordinaria), l’altra fissata invece al ben più basso livello del 35% – denota opacità in ordine alle reali finalità dell’Offerta. In particolare, la seconda soglia – irrinunciabile – del 35% segnala la volontà di

perfezionare l'operazione a qualunque costo, anche dinanzi ai rilevanti rischi di dissinergie e di distruzione di valore che caratterizzano l'Offerta.

In caso di adesioni per un ammontare almeno pari alla Condizione Soglia Minima, sulla base dello storico delle partecipazioni assembleari di Mediobanca, la concreta possibilità di esercitare il controllo di fatto su Mediobanca da parte di MPS rimane per lo meno incerta. A tale riguardo, si segnala che nell'assemblea ordinaria dell'ottobre 2023 chiamata a rinnovare il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, il tasso di partecipazione è stato pari al 76,323% del capitale sociale. In un simile contesto, la soglia minima del 35% non consentirebbe a MPS di esercitare alcun controllo di fatto su Mediobanca. A tal riguardo, come indicato nel Paragrafo C.2 del Documento di Offerta, la Banca Centrale Europea non ha escluso che MPS ceda la partecipazione minoritaria eventualmente acquisita in Mediobanca ad esito dell'Offerta.

Come dichiarato da MPS nel Documento di Offerta, ove MPS decidesse di rinunciare alla Condizione Soglia e venisse a detenere ad esito dell'Offerta una partecipazione che gli consentisse di esercitare soltanto il controllo di fatto e non il controllo di diritto di Mediobanca, MPS non sarebbe comunque in grado di (i) realizzare tutte le sinergie stimate nei tempi e con le modalità previsti in uno scenario in cui il livello delle adesione all'Offerta consenta a MPS di esercitare un controllo di fatto su Mediobanca; (ii) di beneficiare dell'accelerazione nell'utilizzo delle DTA che dovrebbe generare, a giudizio di MPS, un beneficio di capitale di Euro 0,5 miliardi all'anno nei successivi sei anni, in aggiunta al risultato netto.

L'operazione ha, inoltre, l'inevitabile effetto di far gravare sugli Azionisti di Mediobanca (i) la maggioranza dei rischi ed oneri di una combinazione non concordata, carente sul piano informativo, innaturale e fortemente distruttiva di valore, nonché (ii) il costo di un'operazione non nell'interesse degli azionisti di Mediobanca in quanto distruttiva di valore e, quindi, più rischiosa rispetto ai risultati conseguibili in base al Piano 2025–2028 *"One Brand–One Culture"*.

Per maggiori informazioni, si rinvia al Paragrafo 4 del Comunicato dell'Emittente.

## INDICE

<b>DEFINIZIONI</b> .....	12
<b>1. PREMESSA</b> .....	21
1.1. L'Offerta .....	21
1.2. Il Corrispettivo e le Condizioni di Efficacia .....	22
1.3. Le finalità del Comunicato dell'Emittente .....	24
1.4. Anticipazione delle conclusioni del Consiglio di Amministrazione sull'Offerta .....	25
1.5. L'Offerta su Banca Generali.....	26
<b>2. Valutazioni del Consiglio di Amministrazione in merito alle motivazioni dell'Offerta e ai programmi futuri elaborati dall'Offerente</b> .....	28
2.1. Mediobanca è una banca con proprie peculiari caratteristiche e con rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i suoi azionisti .....	30
2.1.1. Mediobanca è una banca con proprie peculiari caratteristiche.....	31
2.1.2. Mediobanca presenta una storia di eccellenza, crescita e valore.....	36
2.1.3. Il Piano 2023–2026 “One Brand–One Culture” e la sua successiva estensione nell'arco triennale 2025–2028 delineano un'ulteriore crescita in tutte le aree di business del Gruppo Mediobanca.....	37
2.1.4. Mediobanca ha maturato un significativo track–record di successo.....	40
2.2. L'Offerta prevede un Corrispettivo interamente costituito da Azioni MPS, richiedendo quindi un'attenta valutazione delle caratteristiche e dei fattori di rischio dell'Offerente .....	42
2.2.1. MPS è stata oggetto di numerose ricapitalizzazioni e interventi di sostegno pubblico a testimonianza della propria fragilità reddituale e patrimoniale .....	43
2.2.2. Il modello di business di MPS presenta rilevanti criticità .....	44
2.2.3. Il profilo patrimoniale di MPS presenta elementi critici ed incertezze .....	49
2.3. L'Offerta manca di razionale industriale, strategico e finanziario e distrugge valore per gli Azionisti di Mediobanca .....	50
2.3.1. L'Offerta non presenta vantaggi sotto il profilo industriale e strategico, bensì porta all'indebolimento del modello di business di Mediobanca.....	50
2.3.2. Criticità dell'operazione sotto il profilo finanziario .....	54
2.3.3. L'aggregazione tra MPS e Mediobanca genererebbe dissinergie e attriti tra i modelli di business .....	59
2.3.4. Assenza di sostegno da parte degli stakeholder istituzionali .....	66
2.3.5. L'adesione all'Offerta preclude agli Azionisti di Mediobanca l'accesso ai benefici attesi dall'Offerta su Banca Generali .....	67
2.4. La combinazione tra MPS e Mediobanca e il conseguente raggiungimento degli obiettivi strategici dell'Offerta risultano soggetti a significativi rischi ed elementi di incertezza.....	71

(i) Assenza di un piano industriale dell'entità combinata MPS – Mediobanca .....	71
(ii) Rilevanti incertezze relative all'integrazione tra Mediobanca e MPS e alla realizzazione delle conseguenti sinergie.....	71
(iii) MPS non ha un track-record di acquisizioni ed integrazioni di realtà aziendali di dimensioni comparabili a Mediobanca.....	74
<b>2.5. MPS risulta esposta a significativi rischi di <i>governance</i> e legali .....</b>	<b>75</b>
2.5.1. La presenza degli stessi azionisti in MPS, Mediobanca e Assicurazioni Generali nell'ambito di un'offerta esclusivamente in azioni, configura una potenziale disomogeneità negli interessi rispetto al resto della compagine azionaria .....	75
2.5.2. Procedimenti giudiziari pendenti e accantonamenti dichiarati da MPS .....	78
2.5.3. Procedimenti penali pendenti.....	79
2.5.4. Le indagini sulla vendita della partecipazione in MPS da parte del MEF nel novembre 2024 .....	80
<b>3. Valutazioni del Consiglio di Amministrazione in merito al Corrispettivo .....</b>	<b>82</b>
3.1. Principali informazioni sul Corrispettivo contenute nel Documento di Offerta.....	82
3.2. Non congruità, da un punto di vista finanziario, del Corrispettivo .....	83
3.3. <i>Fairness opinion</i> degli <i>Advisor Finanziari</i> .....	85
3.3.1. Conferimento degli incarichi agli <i>Advisor Finanziari</i> .....	85
3.3.2. Metodologie di valutazione utilizzate dagli <i>Advisor Finanziari</i> .....	85
3.3.3. Sintesi delle analisi svolte dagli <i>Advisor Finanziari</i> .....	89
3.4. Dalla Data di Annuncio, il Corrispettivo è rimasto sempre a sconto rispetto al prezzo dell'Azione Mediobanca .....	92
3.5. Conclusioni .....	93
<b>4. Valutazioni del Consiglio di Amministrazione in merito alle Condizioni di Efficacia .....</b>	<b>93</b>
4.1. Condizione Autorizzazioni Preventive .....	94
4.2. Condizione Soglia e Condizione Soglia Minima .....	95
4.3. Condizione Atti Rilevanti .....	98
4.4. Condizione Misure Difensive .....	100
4.5. Condizione MAE .....	101
<b>5. Effetti dell'eventuale successo dell'Offerta sui livelli occupazionali di Mediobanca e sulla localizzazione dei siti operativi .....</b>	<b>102</b>
<b>6. Aggiornamento delle informazioni a disposizione del pubblico e comunicazione dei fatti di rilievo ai sensi dell'art. 39 del Regolamento Emittenti.....</b>	<b>104</b>
6.1. Informazioni sui fatti di rilievo successivi all'approvazione dell'ultimo bilancio o dell'ultima situazione contabile infra-annuale periodica pubblicata .....	104

6.2. Informazioni sull'andamento recente e sulle prospettive dell'Emittente, ove non riportate nel Documento di Offerta .....	104
<b>7. Indicazione in merito alla partecipazione dei membri del Consiglio di Amministrazione alle trattative per la definizione dell'operazione .....</b>	<b>105</b>
<b>8. Conclusioni del Consiglio di Amministrazione .....</b>	<b>105</b>
<b>9. Descrizione della riunione del Consiglio di Amministrazione che ha approvato il Comunicato dell'Emittente .....</b>	<b>112</b>
9.1. Partecipanti alla riunione del Consiglio di Amministrazione.....	112
9.2. Specificazione di interessi propri o di terzi relativi all'Offerta.....	113
9.3. Documentazione esaminata.....	114
9.4. Esito della riunione del Consiglio di Amministrazione .....	115
<b>10. Dati ed elementi utili per l'apprezzamento dell'Offerta.....</b>	<b>116</b>
<b>Allegato 1.....</b>	<b>118</b>
<b>Allegato 2.....</b>	<b>119</b>
<b>Allegato 3.....</b>	<b>120</b>

## DEFINIZIONI

Si riporta qui di seguito un elenco delle principali definizioni utilizzate nel presente Comunicato dell'Emittente. Ove il contesto lo richieda, i termini definiti al singolare mantengono il medesimo significato anche al plurale e viceversa.

**Acconto Dividendo Mediobanca**

L'acconto sul dividendo a valere sui risultati al 31 dicembre 2024, che il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, riunitosi in data 8 maggio 2025, ha deliberato di distribuire, pari a Euro 0,56 per ogni azione di Mediobanca in circolazione avente diritto al pagamento del dividendo, con data di stacco della cedola il 19 maggio 2025, *record date* il 20 maggio 2025 e data di pagamento il 21 maggio 2025.

**AGCM**

L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, con sede in Roma, Piazza G. Verdi 6/A

**Assicurazioni Generali**

Assicurazioni Generali S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano, con sede legale in Trieste, Piazza Duca degli Abruzzi, n. 2, partita IVA di Gruppo n. 01333550323, iscritta al n. 00079760328 del Registro delle Imprese della Venezia Giulia e al n. 1.00003 dell'Albo delle imprese di assicurazione e riassicurazione tenuto da IVASS e, in qualità di società capogruppo del Gruppo Generali, all'Albo gruppi assicurativi tenuto da IVASS al n. 026.00001.

**Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta**

L'aumento di capitale sociale di MPS a servizio dell'Offerta, a pagamento in via scindibile e anche in più *tranches*, da liberarsi mediante (e a fronte del) conferimento in natura delle azioni di Mediobanca (e delle ulteriori azioni aggiuntive eventualmente rinvenienti dai piani di incentivazione in essere di Mediobanca) portate in adesione all'Offerta (o comunque trasferite a MPS in esecuzione della Riapertura dei Termini e/o della procedura di adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF e/o della Procedura Congiunta, ove ne ricorrono i presupposti), e dunque con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, del Codice Civile, deliberato dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente del 26 giugno 2025 — nell'esercizio della Delega allo stesso attribuita dall'Assemblea dell'Offerente del 17 aprile 2025, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile — da eseguirsi mediante emissione di massime n.

2.230.000.000 Azioni MPS, da liberarsi mediante conferimento in natura delle Azioni Oggetto dell'Offerta apportate in adesione all'Offerta, anche come eventualmente rimodulata e/o modificata.

**Azioni Assicurazioni Generali**

Ciascuna delle (o, al plurale, a seconda del contesto, tutte le o parte delle) n. 198.647.783 azioni ordinarie di Assicurazioni Generali, prive di valore nominale, quotate sull'Euronext Milan, detenute da Mediobanca e costituenti il corrispettivo dell'Offerta su Banca Generali.

**Azioni Mediobanca**

Ciascuna delle n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca (ivi incluse le Azioni Proprie), prive dell'indicazione del valore nominale, quotate su Euronext Milan, un mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana, con codice ISIN IT0000062957, in regime di dematerializzazione ai sensi dell'articolo 83-*bis* del TUF e rappresentative dell'intero capitale sociale dell'Emittente alla Data del Documento di Offerta.

**Azioni MPS**

Le massime n. 2.230.000.000 azioni ordinarie di MPS di nuova emissione rivenienti dall'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, prive di valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie MPS già in circolazione alla data di emissione, che saranno quotate su Euronext Milan, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Il suddetto numero è stato calcolato a scopo di estrema prudenza e secondo un approccio massimamente conservativo e, pertanto, come meglio precisato nel Documento di Offerta, fatte salve eventuali rimodulazioni e/o modifiche del contenuto e/o della struttura dell'Offerta e/o eventuali ulteriori aggiustamenti del Corrispettivo, non si renderà necessario emettere tutte le azioni di MPS.

**Azioni Oggetto dell'Offerta**

Ciascuna delle massime n. 849.458.551 Azioni Mediobanca (incluse le Azioni Proprie), nonché delle ulteriori azioni aggiuntive eventualmente rivenienti dai piani di incentivazione in essere di Mediobanca, come indicato nel Documento di Offerta.

**Azioni Proprie**

Le azioni proprie direttamente o indirettamente detenute, di volta in volta, da Mediobanca, che alla Data del Comunicato dell'Emittente ammontano a n.

	26.914.597 azioni proprie, pari a circa il 3,2% del capitale sociale di Mediobanca.
<b>Azionisti di Mediobanca</b>	I titolari delle Azioni Mediobanca che sono legittimati a partecipare all'Offerta.
<b>Banca Centrale Europea o BCE</b>	La Banca Centrale Europea, con sede in Francoforte (Germania), Sonnemannstrasse n. 20.
<b>Banca d'Italia</b>	La Banca d'Italia, con sede in Roma, Via Nazionale n. 91.
<b>Banca Generali</b>	Banca Generali S.p.A., società per azioni di diritto italiano, con sede legale in Via Machiavelli n. 4, Trieste, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Trieste e codice fiscale 00833240328, P. IVA 01333550323. È inoltre, iscritta all'Albo delle Banche detenuto dalla Banca d'Italia al numero 5358 e, in qualità di società capogruppo del Gruppo Bancario Banca Generali, all'Albo dei Gruppi Bancari con il numero 3075, nonché aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia.
<b>Borsa Italiana</b>	Borsa Italiana S.p.A., con sede legale in Milano, Piazza degli Affari, n. 6.
<b>Codice Civile o cod. civ.</b>	Il Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, come successivamente modificato e integrato.
<b>Comunicato dell'Emittente</b>	Il presente comunicato dell'Emittente, redatto ai sensi del combinato disposto degli artt. 103 del TUF e 39 del Regolamento Emittenti, approvato dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 11 luglio 2025.
<b>Comunicato sull'Offerta o Comunicazione dell'Offerente</b>	La comunicazione di MPS prevista dagli artt. 102, comma 1 del TUF e 37, comma 1, del Regolamento Emittenti, diffusa alla Data di Annuncio dell'Offerta e allegata al Documento di Offerta.
<b>Condizione Altre Autorizzazioni</b>	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui al Paragrafo A.1.2 del Documento di Offerta.
<b>Condizione Antitrust</b>	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui al Paragrafo A.1.3 del Documento di Offerta.
<b>Condizione Atti Rilevanti</b>	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui al Paragrafo A.1.5 del Documento di Offerta.

<b>Condizione Autorizzazioni Preventive</b>	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui al Paragrafo A.1.2 del Documento di Offerta.
<b>Condizione MAE</b>	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui al Paragrafo A.1.6 del Documento di Offerta.
<b>Condizione Misure Difensive</b>	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui al Paragrafo A.1 del Documento di Offerta.
<b>Condizione Soglia</b>	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui al Paragrafo A.1.4 del Documento di Offerta.
<b>Condizione Soglia Minima</b>	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui al Paragrafo A.1.4 del Documento di Offerta.
<b>Condizioni di Efficacia</b>	Le condizioni descritte nella Sezione A, Paragrafo A.1, del Documento di Offerta, al cui avveramento (o alla rinuncia da parte dell'Offerente, a tutte o ad alcune delle stesse, qualora prevista) è condizionato il perfezionamento dell'Offerta.
<b>Consob</b>	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, con sede in Roma, Via Giovanni Battista Martini, n. 3.
<b>Corrispettivo</b>	Il corrispettivo unitario corrisposto dall'Offerente agli aderenti a fronte di ciascuna Azione Mediobanca (o delle ulteriori azioni aggiuntive eventualmente rinvenienti dai piani di incentivazione in essere di Mediobanca) portata in adesione all'Offerta, rappresentato, sulla base del Rapporto di Scambio, qualora non vi siano ulteriori aggiustamenti, da n. 2,533 Azioni MPS per ogni Azione Oggetto dell'Offerta portata in adesione.
<b>Corrispettivo Pre-Aggistamento</b>	Il corrispettivo unitario determinato dall'Offerente e indicato nel Comunicato sull'Offerta, prima dell'aggiustamento, pari a n. 2,300 Azioni MPS per ogni Azione Oggetto dell'Offerta portata in adesione.
<b>Data del Comunicato dell'Emittente</b>	L'11 luglio 2025.
<b>Data del Documento di Offerta</b>	Il 3 luglio 2025, ossia la data di pubblicazione del Documento di Offerta.
<b>Data di Annuncio</b>	Il 24 gennaio 2025, ossia la data in cui l'Offerta è stata comunicata al pubblico mediante la Comunicazione sull'Offerta.

<b>Data di Pagamento</b>	La data in cui sarà effettuato il pagamento del Corrispettivo agli aderenti per ciascuna Azione Oggetto dell'Offerta portata in adesione all'Offerta e in cui avrà luogo il trasferimento delle azioni oggetto dell'Offerta all'Offerente, corrispondente al quinto Giorno di Borsa Aperta successivo all'ultimo giorno del Periodo di Adesione e, quindi, il 15 settembre 2025 (fatte salve eventuali proroghe del Periodo di Adesione, in conformità alla normativa applicabile), fermo quanto previsto in relazione alle eventuali parti frazionarie e al relativo pagamento dell'importo in contanti della parte frazionaria (come definito alla Sezione F, Paragrafo F.6, del Documento di Offerta).
<b>Data di Riferimento</b>	Il 23 gennaio 2025.
<b><i>Delisting</i></b>	La revoca delle Azioni Oggetto dell'Offerta dalla quotazione su Euronext Milan.
<b>Diritto di Acquisto</b>	Il diritto dell'Offerente di acquistare le residue Azioni Oggetto dell'Offerta, ai sensi dell'articolo 111, comma 1, del TUF, nel caso in cui l'Offerente venisse a detenere - 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, e/o durante l'eventuale Riapertura dei Termini, nonché durante la, e/o in adempimento della, procedura di adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF - una partecipazione complessiva almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente.
<b>Dividendo MPS</b>	Il dividendo approvato dall'assemblea ordinaria degli azionisti di MPS in data 17 aprile 2025, pari a Euro 0,86 per ogni azione di MPS in circolazione avente diritto al pagamento del dividendo, con data di stacco della cedola il 19 maggio 2025, <i>record date</i> il 20 maggio 2025 e data di pagamento il 21 maggio 2025.
<b>Documento di Esenzione</b>	Il documento di esenzione ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 02, lettera a), del Regolamento Emittenti, predisposto da MPS, ai fini dell'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo di cui all'articolo 1, comma 4, lettera f),

e comma 6-*bis*, lettera a), del Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, e pubblicato in data 3 luglio 2025.

**Documento di Offerta**

Il documento di offerta relativo all'Offerta, approvato da Consob, con delibera n. 23623 del 2 luglio 2025 e pubblicato in data 3 luglio 2025 dall'Offerente ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF e 38 del Regolamento Emittenti.

**Fusione**

L'eventuale fusione per incorporazione di Mediobanca in MPS (o altra società del Gruppo MPS) anche in assenza della previa revoca delle Azioni Mediobanca dalla quotazione su Euronext Milan.

**Giorno di Borsa Aperta**

Ciascun giorno di apertura dei mercati regolamentati italiani secondo il calendario di negoziazione stabilito annualmente da Borsa Italiana.

**Gruppo Banca Generali**

Il "Gruppo Bancario Banca Generali", iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari al n. 3075, che fa capo a Banca Generali.

**Gruppo Mediobanca**

Il "Gruppo Bancario Mediobanca", iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari con il numero 10631, che fa capo all'Emittente.

**Gruppo MPS**

Il "Gruppo Bancario Monte dei Paschi di Siena", iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari con il numero 1030, che fa capo all'Offerente.

**Mediobanca o Emittente**

Mediobanca S.p.A., con sede legale in Milano, Piazzetta Enrico Cuccia 1, iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano e codice fiscale 00714490158, P. IVA n. 10536040966. È inoltre iscritta all'Albo delle Banche detenuto dalla Banca d'Italia al numero 4753 e, in qualità di società capogruppo del Gruppo Bancario Mediobanca, all'Albo dei Gruppi Bancari con il numero 10631, nonché aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia.

**MPS o Offerente**

Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., con sede sociale in Piazza Salimbeni, 3, Siena, numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Arezzo - Siena e Codice Fiscale n. 00884060526. È inoltre iscritta all'Albo delle Banche detenuto dalla Banca

d'Italia al numero 5274 e, in qualità di società capogruppo del Gruppo Bancario Monte dei Paschi di Siena, all'Albo dei Gruppi Bancari con il numero 1030, nonché aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia.

**Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del TUF**

L'obbligo dell'Offerente di acquistare le residue Azioni Oggetto dell'Offerta da chi ne faccia richiesta, ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del TUF, qualora l'Offerente venisse a detenere - 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, e/o durante l'eventuale Riapertura dei Termini, nonché durante la, e/o in adempimento della, procedura di adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF - una partecipazione complessiva almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente.

**Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF**

L'obbligo dell'Offerente di acquistare le residue Azioni Oggetto dell'Offerta da chi ne faccia richiesta, ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF, qualora l'Offerente venisse a detenere - 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 e/o durante l'eventuale Riapertura dei Termini - una partecipazione complessiva superiore al 90% del capitale sociale dell'Emittente, ma inferiore al 95% del capitale sociale medesimo.

**Offerta**

L'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria avente a oggetto le Azioni Mediobanca, promossa da MPS ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF, nonché delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel Regolamento Emittenti, come descritta nel Documento di Offerta.

**Offerta su Banca Generali**

L'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria avente a oggetto le azioni di Banca Generali, annunciata da Mediobanca ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF, nonché delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel Regolamento Emittenti, come descritta nel comunicato pubblicato, in data 28 aprile 2025, ai

	<p>sensi degli artt. 102 del TUF e 37 del Regolamento Emittenti.</p>
<b>Periodo di Adesione</b>	Il periodo di adesione all'Offerta, concordato con Borsa Italiana, compreso tra le ore 8:30 (ora italiana) del 14 luglio 2025 e le ore 17:30 (ora italiana) dell'8 settembre 2025, estremi inclusi, salvo proroghe in conformità alla normativa applicabile.
<b>Procedura Congiunta</b>	La procedura congiunta per <i>(i)</i> l'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del TUF e <i>(ii)</i> l'esercizio del Diritto di Acquisto, concordata con CONSOB e Borsa Italiana ai sensi dell'articolo 50- <i>quinquies</i> , comma 1, del Regolamento Emittenti.
<b>Rapporto di Scambio</b>	Indica il rapporto di n. 2,533 Azioni MPS per ogni Azione Oggetto dell'Offerta, ad esito dell'aggiustamento del Rapporto di Scambio Pre-Aggistamento per effetto dello stacco della cedola relativa al Dividendo MPS e dello stacco della cedola relativa all'Acconto Dividendo Mediobanca, il tutto come meglio descritto nella Sezione E, Paragrafo E.1, del Documento di Offerta.
<b>Rapporto di Scambio Pre-Aggistamento</b>	Indica il rapporto di n. 2,300 Azioni MPS per ogni Azione Oggetto dell'Offerta portata in adesione all'Offerta, indicato nella Comunicazione dell'Offerente, prima dell'aggiustamento, il tutto come meglio descritto nella Sezione E, Paragrafo E.1, del Documento di Offerta.
<b>Regolamento Emittenti</b>	Il regolamento di attuazione del TUF, concernente la disciplina degli emittenti, adottato da Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato.
<b>Regolamento Parti Correlate</b>	Il Regolamento concernente la disciplina delle operazioni con parti correlate adottato da CONSOB con delibera del 12 marzo 2010, n. 17221, come successivamente modificato e integrato.
<b>Riapertura dei Termini</b>	L'eventuale riapertura del Periodo di Adesione per 5 Giorni di Borsa Aperta (precisamente, salvo eventuali proroghe del Periodo di Adesione, per le sedute dei giorni 16, 17, 18, 19 e 22 settembre 2025) ai sensi dell'articolo 40- <i>bis</i> , comma 1, lettera a), del Regolamento Emittenti, come volontariamente applicata dall'Offerente e più dettagliatamente

descritta nella Sezione F, Paragrafo F.1.1, del Documento di Offerta.

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

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

## 1. PREMESSA

### 1.1. L'Offerta

In data 24 gennaio 2025, MPS ha comunicato al mercato, mediante la pubblicazione del Comunicato sull'Offerta, la decisione di promuovere l'Offerta ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF, avente a oggetto la totalità delle Azioni Mediobanca emesse alla Data del Documento di Offerta – ivi incluse le Azioni Proprie.

A seguito dell'ottenimento da parte di MPS delle autorizzazioni richieste dalla normativa di settore in relazione all'Offerta, in data 2 luglio 2025 Consob ha approvato il Documento di Offerta con delibera n. 23623 del 2 luglio 2025, e in data 3 luglio 2025 MPS ha pubblicato il Documento di Offerta. Sempre in data 3 luglio 2025, MPS ha pubblicato il Documento di Esenzione.

L'Offerta promossa da MPS ai sensi e per gli effetti degli artt. 102, comma 1, e 106, comma 4, del TUF ha ad oggetto – sulla base di quanto indicato nel Documento di Offerta – le massime n. 849.458.551 Azioni Mediobanca, ossia la totalità delle azioni ordinarie emesse da Mediobanca alla Data del Documento di Offerta, ivi incluse le Azioni Proprie detenute da Mediobanca alla Data del Documento di Offerta, nonché le ulteriori azioni aggiuntive eventualmente rinvenienti dai piani di incentivazione in essere alla Data del Comunicato dell'Emittente.

Come indicato nel Paragrafo A.1 del Documento di Offerta, il perfezionamento dell'Offerta è subordinato, *inter alia*, alla circostanza 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 è riservato di rinunciare alla Condizione Soglia 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**”).

Come risulta dalle motivazioni e dai programmi futuri dell'Offerente indicati nel Documento di Offerta, l'Offerta è finalizzata ad acquisire l'intero capitale sociale dell'Emittente e a conseguire la revoca delle Azioni Mediobanca dalla quotazione su Euronext Milan. L'Offerente ha dichiarato che, indipendentemente dall'eventuale *Delisting* di Mediobanca, MPS non esclude di poter valutare in futuro, a sua discrezione, la realizzazione di eventuali diverse operazioni straordinarie e/o di riorganizzazione societaria e aziendale che dovessero essere ritenute opportune, in linea con gli obiettivi e le motivazioni dell'Offerta, ivi inclusa l'eventuale fusione per incorporazione

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

Nel Documento di Offerta si evidenzia altresì che, alla Data del Documento di Offerta, MPS non ha ancora assunto alcuna decisione in merito a eventuali operazioni straordinarie e/o di riorganizzazione societaria e aziendale del Gruppo MPS (ivi inclusa l'eventuale fusione per incorporazione dell'Emittente nell'Offerente o in altra società del Gruppo MPS) a seguito dell'aggregazione con il Gruppo Mediobanca, in conseguenza del perfezionamento dell'Offerta.

## 1.2. Il Corrispettivo e le Condizioni di Efficacia

Come indicato nella Sezione E, Paragrafo E.1, del Documento di Offerta, il Corrispettivo è pari a n. 2.533 Azioni MPS di nuova emissione in esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta per ciascuna Azione Mediobanca portata in adesione all'Offerta e sarà corrisposto nei tempi e secondo le modalità indicati nella Sezione F, Paragrafi F.5 e F.6, del Documento di Offerta. Pertanto, a titolo esemplificativo, per ogni n. 1.000 (mille) Azioni Oggetto dell'Offerta portate in adesione all'Offerta saranno corrisposte n. 2.533 Azioni MPS di nuova emissione.

Le Azioni MPS offerte in scambio saranno emesse, in caso di esito positivo dell'Offerta, a valere sull'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, deliberato dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente in data 26 giugno 2025 in forza della delega *ex art. 2443 del Codice Civile* conferita dall'assemblea degli azionisti di MPS del 17 aprile 2025.

Nella Comunicazione sull'Offerta era previsto che, per ciascuna azione di Mediobanca, portata in adesione all'Offerta, MPS avrebbe offerto un corrispettivo unitario rappresentato da n. 2.300 Azioni MPS rivenienti dall'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta (il **“Corrispettivo Pre-Aaggiustamento”**). Inoltre, come indicato nella Comunicazione sull'Offerta, *“Qualora, prima della Data di Pagamento (come infra definita), l'Emittente e/o l'Offerente dovessero pagare un dividendo (ivi incluso un acconto sui dividendi) e/o effettuare una distribuzione di riserve ai propri azionisti, o comunque fosse staccata dalle Azioni Mediobanca e/o dalle azioni di MPS, a seconda del caso, la cedola relativa a dividendi deliberati ma non ancora pagati rispettivamente dall'Emittente e/o da MPS, il Corrispettivo sarà aggiustato per tenere conto del dividendo distribuito (ovvero del relativo acconto) ovvero della riserva distribuita”*.

In data 17 aprile 2025, l'Assemblea ordinaria degli azionisti di MPS ha deliberato la distribuzione del Dividendo MPS (pari a Euro 0,86 per azione). Il Dividendo MPS è stato pagato in data 21 maggio 2025, con data stacco della cedola il 19 maggio 2025 (*record date* 20 maggio 2025).

Inoltre, in data 8 maggio 2025, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ha deliberato la distribuzione dell'Acconto Dividendo Mediobanca (pari a Euro 0,56 per

azione). L'Acconto Dividendo Mediobanca è stato pagato in data 21 maggio 2025, con data stacco della cedola il 19 maggio 2025 (*record date* 20 maggio 2025).

Essendosi quindi verificate talune circostanze che determinano l'aggiustamento del Corrispettivo Pre-Aaggiustamento, in data 20 maggio 2025, MPS ha comunicato al mercato di aver proceduto, a seguito dello stacco delle cedole e dei relativi pagamenti del Dividendo MPS e dell'Acconto Dividendo Mediobanca, al conseguente aggiustamento tecnico del Corrispettivo Pre-Aaggiustamento, pari a n. 0,233 azioni di MPS.

Pertanto, alla Data del Documento di Offerta, il Corrispettivo unitario (a seguito dell'aggiustamento) è pari a n. 2,533 Azioni MPS di nuova emissione in esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta.

Stando al Documento di Offerta, il Corrispettivo Pre-Aaggiustamento incorpora rispettivamente:

- (i) un premio del 5,03% rispetto al prezzo ufficiale di Mediobanca del 23 gennaio 2025 (ultimo Giorno di Borsa Aperta prima dell'annuncio dell'Offerta);
- (ii) un premio dell'8,11% rispetto al prezzo ufficiale medio ponderato di Mediobanca nel 1 mese precedente alla Data di Riferimento;
- (iii) un premio del 4,84% rispetto al prezzo ufficiale medio ponderato di Mediobanca nei 2 mesi precedenti alla Data di Riferimento;
- (iv) uno sconto del 3,31% rispetto al prezzo ufficiale medio ponderato di Mediobanca nei 3 mesi precedenti alla Data di Riferimento;
- (v) uno sconto del 12,91% rispetto al prezzo ufficiale medio ponderato di Mediobanca nei 6 mesi precedenti alla Data di Riferimento; e
- (vi) uno sconto del 21,99% rispetto al prezzo ufficiale medio ponderato di Mediobanca nei 12 mesi precedenti alla Data di Riferimento.

Resta fermo che il Corrispettivo, come indicato nel Documento di Offerta, è stato determinato sulla base dei seguenti presupposti:

- che l'Emittente e/o l'Offerente non approvino o diano corso ad alcuna distribuzione ordinaria o straordinaria (ivi inclusi acconti sui dividendi) o straordinaria di dividendi prelevati da utili e/o altre riserve; e
- che l'Emittente non approvi o dia corso ad alcuna operazione sul proprio capitale sociale (ivi inclusi, a titolo esemplificativo, aumenti o riduzioni di capitale) e/o sulle Azioni Oggetto dell'Offerta (incluso, a titolo esemplificativo, accorpamento o annullamento di azioni).

In aggiunta al suddetto aggiustamento tecnico del Corrispettivo, qualora prima della Data di Pagamento, l'Emittente e/o l'Offerente dovessero pagare un dividendo (ivi incluso un acconto sui dividendi) e/o effettuare una distribuzione di riserve ai propri azionisti, o comunque fosse staccata dalle Azioni Mediobanca e/o dalle azioni di MPS, a seconda del caso, la cedola relativa a dividendi deliberati ma non ancora pagati

rispettivamente da Mediobanca e/o da MPS, il Corrispettivo sarà aggiustato per tenere conto del dividendo distribuito (ovvero del relativo acconto) ovvero della riserva distribuita.

Nel caso in cui tutte le Azioni Oggetto dell'Offerta siano portate in adesione all'Offerta, saranno assegnate agli aderenti quale Corrispettivo complessivo, sulla base del Rapporto di Scambio descritto al Paragrafo E.1, della Sezione E, del Documento di Offerta, e fatti salvi eventuali ulteriori aggiustamenti del Corrispettivo in base a quanto indicato nella Comunicazione dell'Offerente e/o eventuali rimodulazioni e/o modifiche del contenuto e/o della struttura dell'Offerta, complessive n. 2.151.678.510 Azioni MPS di nuova emissione, rivenienti dall'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, rappresentative di circa il 63% del capitale sociale di MPS. Alternativamente, nel caso in cui la percentuale di adesioni all'Offerta fosse pari alla Condizione Soglia (*i.e.*, il 66,67% del capitale sociale di Mediobanca), la diluizione per gli azionisti di MPS sarebbe pari a circa il 53%.

Pertanto, come indicato nel Documento di Offerta, fatti salvi eventuali ulteriori aggiustamenti del Corrispettivo in base a quanto indicato nella Comunicazione dell'Offerente e/o eventuali rimodulazioni e/o modifiche del contenuto e/o della struttura dell'Offerta, in caso di integrale adesione all'Offerta – ovverosia nel caso in cui tutte le Azioni Oggetto dell'Offerta siano portate in adesione alla stessa (o comunque trasferite a MPS in esecuzione della procedura di adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF e/o della Procedura Congiunta, ove ne ricorrono i presupposti) – sulla base del prezzo ufficiale delle azioni dell'Offerente rilevato alla chiusura del 23 gennaio 2025 (ultimo Giorno di Borsa Aperta antecedente alla Data di Annuncio) pari a Euro 6,953, il controvalore complessivo dell'Offerta sarà di circa Euro 13,6 miliardi, importo, quest'ultimo, pari alla valorizzazione “monetaria” del Corrispettivo Pre-Aaggiustamento (*i.e.*, Euro 15,992 per Azione dell'Emittente).

L'Offerta è inoltre subordinata al verificarsi (o alla rinuncia da parte di MPS nei termini indicati nel Documento di Offerta) delle seguenti Condizioni di Efficacia: la Condizione Autorizzazioni Preventive, la Condizione Antitrust, la Condizione Altre Autorizzazioni, la Condizione Soglia e la Condizione Soglia Minima, la Condizione Atti Rilevanti, la Condizione Misure Difensive, e la Condizione MAE. Per maggiori informazioni in merito alle valutazioni del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca relativamente alle Condizioni di Efficacia si rinvia al Paragrafo 4 del Comunicato dell'Emittente.

### **1.3. Le finalità del Comunicato dell'Emittente**

Il presente Comunicato dell'Emittente, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca nel corso della riunione dell'11 luglio 2025, è stato redatto ai sensi e per gli effetti dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti.

Il Comunicato dell'Emittente è finalizzato a integrare il patrimonio conoscitivo degli Azionisti di Mediobanca rispetto alle informazioni fornite da MPS nel Documento di Offerta e nel Documento di Esenzione, esprimendo, *inter alia*, le valutazioni e le

considerazioni del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca sull'Offerta, sulle motivazioni della medesima, sui programmi elaborati da MPS e sul Corrispettivo offerto agli Azionisti di Mediobanca.

L'Offerta non ricade nella fattispecie di cui all'art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti e, pertanto, non richiede la predisposizione di un parere motivato da parte degli amministratori indipendenti di Mediobanca che non siano parti correlate con l'Offerente.

#### **1.4. Anticipazione delle conclusioni del Consiglio di Amministrazione sull'Offerta**

Per le ragioni ampiamente riportate oltre nel presente Comunicato dell'Emittente, il Consiglio di Amministrazione, a seguito di un'attenta valutazione delle informazioni disponibili e tenuto conto di vari elementi di giudizio, ha ritenuto l'Offerta inadeguata, incongrua e dannosa in termini finanziari e industriali per Mediobanca e i suoi azionisti.

Si invitano pertanto gli Azionisti di Mediobanca a considerare adeguatamente nella decisione se divenire o meno azionisti di MPS, oltre ai profili critici relativi all'Offerta evidenziati nel presente Comunicato dell'Emittente, i benefici immediati e prospettici derivanti dalla crescita strategica *stand-alone* avviata da Mediobanca nell'esecuzione del Piano 2023-2026 “*One Brand-One Culture*”, successivamente aggiornato con l'estensione fino al 2028 come comunicato al mercato in data 27 giugno 2025 (estensione di seguito denominata anche il “**Piano 2025-2028 “One Brand-One Culture”**”), mantenendone le medesime linee guida. A tal riguardo, si segnala che MPS non ha ancora approvato un nuovo piano industriale consolidato per il Gruppo MPS che rifletta il completamento dell'acquisizione di Mediobanca. MPS prevede che il piano industriale della nuova entità risultante dall'integrazione di Mediobanca nel Gruppo MPS sarà approvato solo dopo il completamento dell'Offerta (secondo una tempistica ancora da definire).

Si invitano altresì gli Azionisti di Mediobanca a tener conto dei benefici che rinverrebbero dall'Offerta su Banca Generali, tuttora pendente e di cui si prevede, al verificarsi di determinate condizioni, il perfezionamento nel mese di ottobre 2025. Per maggiori informazioni in merito agli aspetti industriali e strategici dell'Offerta su Banca Generali nonché alla relativa tempistica si rinvia ai successivi Paragrafi 1.5 e 2.3.5 del presente Comunicato dell'Emittente nonché ai comunicati pubblicati in data 28 aprile 2025, ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF, e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti, e in data 15 giugno 2025, sul rinvio al 25 settembre 2025 dell'Assemblea convocata in forza dell'art. 104 del TUF.

Il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca richiama inoltre l'attenzione dei propri azionisti sul fatto che il Rapporto di Scambio proposto dall'Offerente, nell'ipotesi in cui MPS venisse a detenere l'intero capitale sociale di Mediobanca ad esito dell'Offerta, la realtà combinata sarebbe rappresentata per circa il 62% dagli attuali Azionisti di Mediobanca e dal 38% dagli attuali azionisti di MPS. Ne conseguirebbe lo scenario - paradossale - per cui gli attuali Azionisti di Mediobanca verrebbero a rappresentare la

maggioranza del capitale sociale di MPS post Offerta nonostante l'Offerente abbia dichiarato nel Documento di Offerta l'intenzione di voler acquisire il controllo (anche di fatto) di Mediobanca.

L'operazione ha pertanto l'inevitabile effetto di far gravare sugli Azionisti di Mediobanca (i) la maggioranza dei rischi e degli oneri di una combinazione non concordata, carente sul piano informativo e innaturale sul piano strategico e industriale, e fortemente distruttiva di valore nonché (ii) il costo di un'operazione fortemente distruttiva di valore e, quindi, più rischiosa rispetto ai risultati conseguibili in base al Piano 2025-2028 “*One Brand-One Culture*” (cfr. la successiva Sezione 2 del Comunicato dell'Emittente).

Di fronte ad un'operazione priva di razionale strategico, industriale e finanziario, il sostegno all'Offerta dichiarato pubblicamente da taluni soci rilevanti di Mediobanca – i quali sono anche soci rilevanti di MPS e di Assicurazioni Generali (cfr. il Paragrafo 2.3.5 del Comunicato dell'Emittente) – evidenzierebbe la sussistenza di un proprio interesse al successo dell'Offerta di MPS potenzialmente indipendente ed ulteriore rispetto all'interesse di tutti gli altri Azionisti di Mediobanca alla massimizzazione del valore del proprio pacchetto azionario in Mediobanca.

### **1.5. L'Offerta su Banca Generali**

In data 28 aprile 2025, Mediobanca ha annunciato al mercato la decisione di promuovere l'Offerta su Banca Generali ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF, avente ad oggetto massime n. 116.851.637 azioni di Banca Generali, ciascuna priva di valore nominale espresso e con godimento regolare e quotata sul mercato regolamentato Euronext Milan, ossia la totalità delle azioni emesse da Banca Generali, ivi incluse le n. 2.907.907 azioni proprie detenute da Banca Generali (corrispondenti a circa il 2,49% del capitale sociale di Banca Generali).

Mediobanca riconoscerà – per ciascuna azione di Banca Generali portata in adesione all'Offerta su Banca Generali – un corrispettivo unitario, non soggetto ad aggiustamenti (fatto salvo quanto indicato nel comunicato pubblicato ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF, e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti), pari a n. 1,70 azioni ordinarie di Assicurazioni Generali detenute da Mediobanca.

Pertanto, a titolo esemplificativo, per ogni n. 10 azioni di Banca Generali portate in adesione all'Offerta su Banca Generali saranno corrisposte n. 17 azioni ordinarie di Assicurazioni Generali.

Come meglio precisato nel successivo Paragrafo 2.3.5 del Comunicato dell'Emittente, Mediobanca ritiene che l'integrazione con Banca Generali, dando vita a un *leader* nel settore del *Wealth Management* italiano ed europeo, sia nell'interesse di tutti gli Azionisti di Mediobanca in quanto lo scambio della partecipazione detenuta in Assicurazioni Generali con azioni di Banca Generali configura per Mediobanca un'efficiente riallocazione del capitale in un *business* industriale altamente sinergico e con significative prospettive di crescita.

L'Offerta su Banca Generali è finalizzata ad acquisire l'intero capitale sociale di Banca Generali e a conseguire il *delisting*, il quale potrà favorire il perseguitamento in modo pieno degli obiettivi di integrazione, di creazione di sinergie e di crescita del Gruppo Mediobanca e del Gruppo Banca Generali, come meglio specificato nel successivo Paragrafo 2.3.5.

In considerazione della pendenza dell'Offerta, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ha convocato l'Assemblea ordinaria degli Azionisti di Mediobanca per il giorno 16 giugno 2025, in unica convocazione, al fine di deliberare in merito alla proposta di approvare l'Offerta su Banca Generali ai sensi e per gli effetti dell'art. 104 TUF. Successivamente, in data 15 giugno 2025 e per le ragioni illustrate nel comunicato stampa divulgato al mercato da Mediobanca in pari data, tale Assemblea è stata rinviata al 25 settembre 2025, ferma la validità dell'Offerta su Banca Generali.

\*\*\*

Si invitano gli Azionisti di Mediobanca a leggere attentamente il presente Comunicato dell'Emittente, così da poter disporre di un patrimonio informativo simmetrico, comprensivo anche delle valutazioni del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca sull'Offerta promossa da MPS su Mediobanca.

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

Il presente Comunicato dell'Emittente rappresenta le valutazioni e le considerazioni del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca e non costituisce in alcun modo, né può essere inteso come, una raccomandazione ad aderire o a non aderire all'Offerta né sostituisce il giudizio di ciascun azionista in relazione all'Offerta medesima.

## 2. Valutazioni del Consiglio di Amministrazione in merito alle motivazioni dell'Offerta e ai programmi futuri elaborati dall'Offerente

In via preliminare, il Consiglio di Amministrazione richiama l'attenzione degli Azionisti sulla circostanza che l'Offerta non è stata preventivamente concordata con Mediobanca da parte di MPS e, pertanto, è da ritenersi "ostile" e contraria agli interessi di Mediobanca.

Per dare conto di questa valutazione è necessario considerare, in primo luogo, le motivazioni dell'Offerta e i programmi dell'Offerente su Mediobanca che sono riportati nella Sezione G, Paragrafo G.2, del Documento di Offerta, ai quali si rinvia integralmente per maggiori informazioni.

In particolare, MPS ha rappresentato nel Paragrafo G.2.1 del Documento di Offerta che *"Fermo restando che MPS assumerà le proprie determinazioni in merito all'avveramento (ovvero al mancato avveramento) della Condizione Soglia e alla relativa rinuncia (ove lo stesso venga a detenere una partecipazione complessiva nel capitale dell'Emittente almeno pari alla soglia di cui alla Condizione Soglia Minima) nei termini indicati nella Sezione A, Paragrafo A.1.7, del Documento di Offerta, l'obiettivo dell'Offerta, alla luce delle motivazioni e dei programmi futuri relativi all'Emittente, come ulteriormente infra specificato, è acquisire l'intero capitale sociale dell'Emittente e conseguire il Delisting delle Azioni Oggetto dell'Offerta, favorendo gli obiettivi di integrazione, di creazione di sinergie e di crescita tra MPS e Mediobanca"*. Inoltre, nella Sezione G, Paragrafo G.2.4 del Documento di Offerta, MPS ha rappresentato che *"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 MPS e di Mediobanca, contemporando gli interessi di tutti gli stakeholder coinvolti"*.

La gestione del processo di integrazione successivo all'acquisizione e la sua puntuale e preventiva pianificazione rappresentano elementi cruciali per il successo di qualsiasi operazione straordinaria, in particolar modo in un settore complesso e vitale per il sostegno dell'economia quale quello bancario. Il Consiglio di Amministrazione non ritiene che MPS abbia comprovata esperienza recente in simili processi di integrazione e questo può rappresentare un rischio per gli Azionisti di Mediobanca.

Fermo quanto riportato nella successiva Sezione 3 del Comunicato dell'Emittente sulle considerazioni del Consiglio di Amministrazione in merito al Corrispettivo, si sottopongono all'attenzione degli Azionisti di Mediobanca alcuni aspetti rilevanti con riferimento alle caratteristiche distintive di Mediobanca, che andrebbero perdute nel caso di integrazione nel Gruppo MPS e delle quali gli Azionisti di Mediobanca dovrebbero tenere conto nel valutare se divenire o meno azionisti di MPS, e ai principali elementi di criticità dell'Offerta:

- a) Mediobanca è una banca con proprie peculiari caratteristiche e con rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i suoi azionisti in ottica *stand-alone*, derivanti dall'esecuzione del Piano 2025-2028 “*One Brand - One Culture*”<sup>(4)</sup>;
- b) l'Offerta prevede un Corrispettivo interamente costituito da Azioni MPS e, dunque, richiede una valutazione particolarmente attenta dei fattori di rischio dell'Offerente, al fine di comprendere appieno le conseguenze alle quali gli Azionisti di Mediobanca sarebbero esposti divenendo azionisti di MPS;
- c) l'Offerta presenta rilevanti criticità industriali e finanziarie, in quanto l'operazione è del tutto priva di un effettivo razionale strategico ed è esposta a significativi rischi di dissinergie stimate in un totale di circa Euro 460 milioni in caso di Fusione e fino a Euro 665 milioni in assenza di Fusione. L'operazione proposta da MPS comporterebbe, in particolare, rilevanti dissinergie industriali e strategiche sia per la divisione *Corporate & Investment Banking* sia per la divisione *Wealth Management*, nonché per le attività di *funding*, penalizzate dal maggior costo della provvista a mercato;
- d) l'accelerazione nella conversione delle *Deferred Tax Assets* (“DTA”), attualmente fuori bilancio, in DTA iscrivibili in bilancio si attiverebbe esclusivamente in caso di raggiungimento di una soglia di adesione all'Offerta almeno pari al 50%+1 azione del capitale sociale di Mediobanca;
- e) MPS ha un merito creditizio sostanzialmente inferiore rispetto alla media del sistema bancario italiano e il modello di *business* di MPS si caratterizza per una forte esposizione della banca alle variazioni dei tassi di interesse, in virtù della particolare sensibilità del *net interest income* alla variazione dei tassi di interesse;
- f) la combinazione tra MPS e Mediobanca e la conseguente realizzazione degli obiettivi strategici prospettati dell'operazione sono soggette a rischi ed elementi di incertezza rilevanti;
- g) MPS risulta esposta a significativi rischi di *governance* e legali, come descritti nel Paragrafo 2.5 del Comunicato dell'Emittente.

---

<sup>4</sup> Come indicato nel comunicato stampa del 27 giugno 2025, le proiezioni economico-finanziarie per il periodo 2025-2028 sono elaborate su base *stand-alone* e non tengono conto degli effetti derivanti dall'operazione di acquisizione di Banca Generali, annunciata in data 28 aprile 2025 e la cui finalizzazione è attesa per il prossimo mese di ottobre. Inoltre, le suddette proiezioni non riflettono l'impatto di eventi esterni o non prevedibili al momento della redazione del Piano, inclusi eventuali effetti negativi derivanti dall'offerta pubblica di scambio promossa da MPS su MB, operazione che, come già comunicato, non risponde ad alcuna logica industriale, non crea valore per gli azionisti di Mediobanca e compromette la strategia di crescita profitevole e sostenibile della Banca. A seguito del completamento dell'acquisizione di Banca Generali, il Gruppo Mediobanca provvederà alla predisposizione di un Piano triennale della *combined entity*, che rifletterà la nuova configurazione e gli obiettivi consolidati del perimetro risultante.

Il Consiglio di Amministrazione ritiene, infine, che l'Offerta su Banca Generali debba essere adeguatamente considerata dagli Azionisti di Mediobanca nella decisione se divenire o meno azionisti di MPS, in quanto (i) si configura come un'operazione alternativa – dal punto di vista industriale e strategico – all'Offerta, e (ii) consentirebbe agli Azionisti di Mediobanca di realizzare un maggior valore rispetto all'Offerta di MPS in considerazione del posizionamento di mercato, del modello di *business* e delle sinergie realizzabili dall'entità aggregata risultante dalla combinazione tra Mediobanca e Banca Generali.

## **2.1. Mediobanca è una banca con proprie peculiari caratteristiche e con rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i suoi azionisti**

Il Gruppo Mediobanca si è contraddistinto negli anni per una rilevante crescita, redditività e remunerazione degli azionisti facendo leva sugli elementi distintivi del proprio modello di *business* nonché sull'approccio responsabile all'attività bancaria – valori fondanti di Mediobanca. Con il Piano 2023–2026 “*One Brand–One Culture*”, Mediobanca si è prefissata l'obiettivo di ottenere – e ha ad oggi effettivamente ottenuto – una crescita positiva in tutti i segmenti in cui opera, completando il percorso di riposizionamento intrapreso oltre 10 anni fa, e ponendo le basi per assicurare una futura crescita, nel rispetto delle caratteristiche storiche di eccellenza e affidabilità del gruppo. L'estensione del piano fino al 2028 comunicata al mercato in data 27 giugno 2025, in continuità con il piano strategico 2023–2026 “*One Brand–One Culture*”, consolida l'ambizione del Gruppo Mediobanca di conseguire uno sviluppo positivo in tutti i segmenti di operatività, facendo leva sui propri tratti distintivi: approccio responsabile al *business*, forza del *brand*, focalizzazione e posizionamento distintivo in attività a elevata specializzazione e marginalità, ampia dotazione di capitale e continui investimenti in talenti, innovazione e distribuzione. In particolare, il Gruppo Mediobanca si posiziona chiaramente nella fascia alta del mercato bancario e dei servizi finanziari sia di *Corporate & Investment Banking* sia *Private*, rappresentando un punto di riferimento indipendente per i clienti che cercano la capacità di strutturare operazioni complesse e ad alto valore aggiunto.

Mediobanca si caratterizza per il fatto di rappresentare una controparte con una reputazione storicamente riconosciuta, solida ed affidabile, capace di valorizzare i talenti e le specificità del capitale umano. Allo stesso tempo, Mediobanca rappresenta un'opportunità di investimento distintiva per i propri Azionisti, concentrata su una crescita a basso rischio e basso assorbimento di capitale, con una politica di distribuzione ai migliori livelli settoriali con basso rischio di esecuzione.

Sin dalla sua costituzione, Mediobanca si è inoltre contraddistinta per un approccio responsabile al *business* in una logica di lungo termine, allineata alla strategia *Environmental, Social, Governance* (ESG), che è pertanto integrata nel piano d'impresa con l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo per tutti gli *stakeholder*. In tale ottica, in linea con gli *standard* di mercato e con il proprio indirizzo strategico, Mediobanca ha

intrapreso da tempo un percorso a supporto dell'offerta di prodotti sostenibili, non solo con riferimento ai prodotti offerti alla clientela ma anche con riferimento alla diversificazione delle fonti di finanziamento ESG.

#### *2.1.1. Mediobanca è una banca con proprie peculiari caratteristiche*

Mediobanca si distingue per un modello di *business* focalizzato su attività altamente specializzate e redditizie, combinando *business* ciclici e anticiclici, diversificati – riguardo alla clientela – tra *corporate* e *retail*, che sono cresciute anche in situazioni di mercato avverse. La forte presenza in tre principali aree di *business* – ossia *Wealth Management*, *Corporate & Investment Banking*, e *Consumer Finance* – trainate da tendenze strutturali positive a lungo termine conferma la peculiarità del *business mix* di Mediobanca.

Si riporta di seguito una sintetica rappresentazione degli elementi che contraddistinguono le principali divisioni di *business* di Mediobanca.

#### *Wealth Management*

Mediobanca è un operatore distintivo nel mercato italiano del *Wealth Management* (“WM”) in termini di qualità, innovazione e creazione di valore, grazie alle competenze di eccellenza del personale e all'elevata conoscenza del tessuto imprenditoriale italiano. Le sinergie tra la storica attività di banca d'affari e la divisione *Wealth Management* hanno permesso a Mediobanca di affermare un modello unico in Italia di *Private & Investment Banking* di alto livello, punto di riferimento degli imprenditori che cercano soluzioni per la gestione del proprio patrimonio (liquido ed illiquido).

L'approccio olistico tra le varie attività di *business* rappresenta un valore per i clienti. Mediobanca è infatti in grado di offrire sia alla clientela HNWI (*High Net Worth Individual*) e UHNWI (*Ultra High Net Worth Individual*), sia alla clientela *Premier* soluzioni sofisticate, complesse ed esclusive e prodotti di *Capital Markets* e di *Corporate & Investment Banking* di Mediobanca <sup>(5)</sup>.

Il segmento di *Wealth Management* ha registrato un incremento dei ricavi storico pari al 13% p.a. negli esercizi che vanno dal 2021–2022 al 2023–2024. Nei dodici mesi conclusi il 31 dicembre 2024 i ricavi di tale segmento si attestano a Euro 946 milioni, mentre il contributo all'utile netto generato a tale data è pari a Euro 219 milioni.

---

<sup>5</sup> Per clientela *Premier* si intendono i clienti con patrimonio superiore a Euro 100 mila e fino ad Euro 5 milioni. Per clientela HNWI (*High Net Worth Individual*) si intendono i clienti con patrimonio compreso tra Euro 5 milioni ed Euro 30 milioni. Per clientela UHNWI (*Ultra High Net Worth Individual*) si intendono i clienti con patrimonio superiore a Euro 30 milioni.

Wealth Management (milioni di Euro)	FY 2021- 2022	FY 2022- 2023	FY 2023- 2024	LTM dicembre 2024	CAGR FY21-22 - 23-24
<b>Totale Ricavi</b>	727	821	924	946	13%
<b>Costi Operativi</b>	(517)	(555)	(614)	(627)	9%
<b>Utile Netto</b>	<b>134</b>	<b>162</b>	<b>209</b>	<b>219</b>	<b>25%</b>
<i>Cost/Income Ratio</i>	71%	68%	66%	66%	(5)pp
<i>Utile Netto / Ricavi</i>	18%	20%	23%	23%	4pp
TFA Stock (€bn)	80	88	99	107	11%
TFA Net New Money (€bn)	9	7	8	9	(4)%

Si prevede che la crescita del *trend* si consolida nel prossimo triennio come indicato Piano 2025-2028 “*One Brand-One Culture*”. Il *Wealth Management* beneficerà dei forti investimenti effettuati nel decennio precedente e dell’ampliamento di scala i quali, uniti ad una capacità di crescita ai migliori livelli settoriali (*net new money* previsti a circa Euro 10-11 miliardi annui) sostenuta dal modello distintivo di *Private & Investment Banking*, permetteranno alla divisione di raggiungere circa Euro 370 milioni di utili entro il 2028.

#### Corporate & Investment Banking

Mediobanca è storicamente un operatore di riferimento nel mercato italiano del *Corporate & Investment Banking* (“CIB”) rivolgendosi a una clientela di primario *standing* e profilo internazionale. Mediobanca è riconosciuta come la banca d’affari di riferimento in Italia e sempre più tra i *leader* in Europa grazie all’eccellenza dei servizi offerti e alla sua capacità di posizionarsi come *trusted advisor* per i suoi clienti in tutti i suoi *business*, dall’*Advisory* alle attività di *Lending*, *Capital Markets* e *Specialty Finance*. Il Piano 2023-2026 “*One Brand-One Culture*” ha ulteriormente rafforzato il posizionamento della divisione CIB, rendendola sempre più sinergica con il *Wealth Management*, più internazionale e *capital-light*. Ciò grazie all’elevata qualità dei servizi prestati, alla specializzazione, alla professionalità, all’affidabilità e alla riservatezza che caratterizzano l’operato di Mediobanca e permettono di accompagnare le imprese nel loro percorso di crescita. Tramite la divisione *Corporate & Investment Banking*, Mediobanca offre servizi su misura e soluzioni fra le più sofisticate disponibili sui mercati finanziari in grado di soddisfare tutte le esigenze finanziarie di *Large* e *Mid-Cap*.

I maggiori punti di forza della divisione *Corporate & Investment Banking* di Mediobanca sono rappresentati, tra l’altro, (a) da un portafoglio di *business* e geografie diversificato e bilanciato, (b) da una crescita *capital-light*, (c) da un *track-record* come banca d’investimento di riferimento in Italia, (d) da una struttura organizzativa snella, da “*boutique*”, che favorisce la flessibilità dei processi decisionali, (e) dalla reputazione, che costituisce un asset fondamentale in grado di attrarre i migliori talenti sul mercato, (f) dal *focus* sulla clientela *large-mid* di *rating* elevato, (g) da una leadership europea

nell'*Advisory* nella *Digital Economy* (Arma Partners), il settore dell'*investment banking* a più alta crescita.

Il segmento *Corporate & Investment Banking* ha registrato un incremento dei ricavi storico pari al 9% p.a. nei tre esercizi che vanno dal 2021–2022 al 2023–2024. Nei dodici mesi conclusi il 31 dicembre 2024, i ricavi di tale segmento si attestano a Euro 872 milioni al 31 dicembre 2024, mentre il contributo all'utile netto generato a tale data è pari a Euro 277 milioni.

CIB (milioni di Euro)	FY 2021–2022	FY 2022–2023	FY 2023–2024	LTM dicembre 2024	CAGR FY 21–22 – 23–24
Total Ricavi	639	712	763	872	9%
Costi Operativi	(298)	(327)	(380)	(409)	13%
<b>Utile Netto</b>	<b>247</b>	<b>225</b>	<b>244</b>	<b>277</b>	<b>(1)%</b>
<i>Cost/Income Ratio</i>	47%	46%	50%	47%	3pp
<i>Utile Netto / Ricavi</i>	39%	32%	32%	32%	(7)pp

Anche in questo caso si prevede che la crescita del trend possa consolidarsi nel prossimo triennio come indicato nell'estensione al 2028 del Piano *“One Brand–One Culture”*. Il CIB beneficerà della radicale trasformazione effettuata nell'ultimo decennio che lo ha reso più sinergico con il WM, più internazionale e a minor intensità di capitale, diventando una piattaforma centrata sull'*Advisory* e sulle soluzioni per la clientela. Il tutto, unito (a) a una consolidata *leadership* in Italia di Mediobanca e sempre più anche nel contesto europeo, e (b) al forte presidio sulla qualità degli attivi, permetterà di rendere diversificati, sostenibili e crescenti gli utili, previsti a circa Euro 330 milioni nel 2028.

#### Consumer Finance

Tramite la controllata Compass Banca, Mediobanca rappresenta un operatore pioniere nel mercato italiano del credito al consumo, attivo fin dal 1960, con una quota di mercato attuale del 14% (escluse le carte di credito), da oltre un decennio fra i primi cinque operatori nel mercato italiano.

La divisione *Consumer Finance* (“CF”) di Mediobanca si distingue, tra l'altro, per (a) la capacità di coniugare solidità, affidabilità e spiccata propensione all'innovazione; (b) un approccio responsabile al *business*; (c) una posizione di *leadership* (terzo operatore del mercato italiano); (d) una base clienti ampia e consolidata; (e) un'elevata capacità di *scoring* e *pricing*; (f) la forza della piattaforma distributiva multicanale e (g) una redditività più alta dei *competitor*.

Il segmento *Consumer Finance* ha registrato un incremento dei ricavi storico pari al 6% p.a. nei tre esercizi che vanno dal 2021–2022 al 2023–2024 e si attestano a Euro 1.234 milioni nei dodici mesi conclusi il 31 dicembre 2024, mentre il contributo all'utile netto generato a tale data è pari a Euro 392 milioni.

Consumer Finance (milioni di Euro)	FY 2021- 2022	FY 2022 - 2023	FY 2023 - 2024	LTM Dicembre 2024	CAGR FY 21-22 - 23-24
Totale Ricavi	1.058	1.121	1.189	1.234	6%
Costi Operativi	(315)	(347)	(370)	(384)	8%
<b>Utile Netto</b>	<b>370</b>	<b>374</b>	<b>383</b>	<b>392</b>	<b>2%</b>
<i>Cost/Income Ratio</i>	<i>30%</i>	<i>31%</i>	<i>31%</i>	<i>31%</i>	<i>1pp</i>
<i>Utile Netto / Ricavi</i>	<i>35%</i>	<i>33%</i>	<i>32%</i>	<i>32%</i>	<i>(3)pp</i>
Finanziamenti ai Clienti	13.750	14.465	15.198	16.060	5%
Nuovi Finanziamenti	7.659	7.849	8.370	8.783	5%

È ragionevole ritenere che il *trend* in crescita si consolida nel prossimo triennio come indicato nell'estensione al 2028 del piano “*One Brand-One Culture*”. Il CF beneficerà del potenziamento effettuato della distribuzione proprietaria e digitale che lo ha reso *leader* innovatore in tali prodotti e canali. Il tutto unito alla distintiva capacità di *pricing* e *risk management* permetterà a Compass di mantenere la redditività ai livelli massimi del settore garantendo una crescita sostenibile degli utili del CF, previsti a circa Euro 450 milioni nel 2028.

#### Insurance – Principal Investing

La divisione *Insurance – Principal Investing*, ad oggi quasi interamente composta dall'investimento in Assicurazioni Generali, rappresenta una fonte di flussi di cassa elevati decorrelati dal rischio bancario, nonché una fonte di capitale e un'opzione di valore per il Gruppo Mediobanca in termini di risorse disponibili e attivabili in caso di operazioni di crescita. In coerenza con tale ultima potenzialità, il 27 aprile 2025 il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ha deliberato la promozione dell'Offerta su Banca Generali che prevede come corrispettivo la cessione della partecipazione in Assicurazioni Generali.

Il segmento *Insurance – Principal Investing* ha registrato un incremento del contributo ai ricavi storico pari al 19% p.a. nei tre esercizi che vanno dal 2021-2022 al 2023-2024. Nei dodici mesi conclusi il 31 dicembre 2024, i ricavi di tale segmento si attestano a Euro 550 milioni, mentre l'utile netto generato a tale data è pari a Euro 539 milioni.

Insurance (milioni di Euro)	FY 2021– 2022	FY 2022– 2023	FY 2023– 2024	LTM dicembre 2024	CAGR FY 21–22 – 23–24
Totale Ricavi	372	464	530	550	19%
Costi Operativi	(5)	(5)	(5)	(5)	2%
<b>Utile Netto</b>	<b>320</b>	<b>440</b>	<b>522</b>	<b>539</b>	<b>28%</b>
<i>Cost/Income Ratio</i>	1%	1%	1%	1%	(0)pp
<i>Utile Netto / Ricavi</i>	<i>86%</i>	<i>95%</i>	<i>98%</i>	<i>98%</i>	<i>12pp</i>

Qualora l'Offerta su BG non dovesse perfezionarsi, il contributo di Assicurazioni Generali sarebbe previsto in crescita e pari a circa Euro 0,7 miliardi nel 2028 secondo quanto indicato nel Piano 2025–2028 “One Brand–One Culture”<sup>(6)</sup>.

Si riporta di seguito una tabella di sintesi con i valori rilevanti per segmento del Gruppo Mediobanca al 31 dicembre 2024.

LTM dicembre 2024 (milioni di Euro)	Corporate & Consumer Insurance – Funzioni Centralizzate						Totale (7)
	Wealth Management	Investment Banking	Consumer Finance	PI	Centralizzate		
Ricavi	946	872	1.234	550	145		<b>3.724</b>
Profitto Ante Imposte	313	466	586	565	(61)		<b>1.825</b>
<b>Utile Netto</b>	<b>219</b>	<b>277</b>	<b>392</b>	<b>539</b>	<b>(61)</b>		<b>1.322</b>
Cost/Income Ratio (%)	66,3%	46,9%	31,1%	1,0%	125,3%		<b>42,6%</b>
Utile Netto / Utile di Gruppo	17%	21%	30%	41%	(5)%		100%

### Principali Mercati

Con riferimento ai principali mercati, le attività del Gruppo Mediobanca sono prevalentemente rivolte al mercato domestico (dal punto di vista geografico circa l'80% del libro impieghi del Gruppo Mediobanca è in Italia). In dettaglio, al 31 dicembre 2024:

<sup>6</sup> In termini di ricavi, sulla base degli utili di *consensus* di Assicurazioni Generali.

<sup>7</sup> La somma dei dati per area di *business* differisce dal totale del Gruppo Mediobanca per le rettifiche/differenze di consolidamento nette tra le aree di *business* (circa Euro 1 milione) e gli effetti riconducibili alle acquisizioni (in particolare su accordi di *put&call* ed *earn-out*) che non sono attribuiti a nessuna area di *business* (Euro 5,3 milioni).

- *Wealth Management*: l'attività è rivolta prevalentemente al mercato italiano (ad eccezione di CMB che opera nel principato di Monaco, di RAM AI che opera in tutta Europa con sede in Svizzera e Polus Capital nel Regno Unito e USA) ed include 2.259 dipendenti, 1.306 promotori/gestori e 209 filiali/negozi finanziari;
- *Corporate & Investment Banking*: nel *Wholesale Banking* i ricavi e il libro impieghi sono per metà rivenienti dal mercato italiano e per metà dall'estero (principalmente Francia, Spagna e Regno Unito); l'attività di *Specialty Finance*, invece, si focalizza sul mercato domestico. La divisione include 732 dipendenti di cui circa 250 dislocati all'estero; a luglio 2024 è stata aperta la filiale di Francoforte attiva nella consulenza alle *Mid-Cap*. Fanno parte della divisione *Corporate & Investment Banking*: (i) Messier & Associés, che è oggi una delle tre principali *boutique* di *Corporate Finance* francesi; (ii) Arma Partners, società di consulenza finanziaria indipendente con sede a Londra, *leader* in Europa nel settore della *Digital Economy*. I ricavi dell'attività di *Advisory* al 2025 sono per il 65% non domestici;
- *Consumer Finance*: l'attività è rivolta principalmente al mercato italiano ed include circa 1.563 dipendenti e 327 filiali/agenzie; recentemente, con il rafforzamento dei canali digitali, Compass ha lanciato HeyLight, una nuova piattaforma internazionale di *buy now pay later* ("BNPL"), che permette a Compass di svilupparsi anche in Svizzera attraverso accordi commerciali con distributori, marchi di lusso e operatori di tecnologia.

#### 2.1.2. *Mediobanca presenta una storia di eccellenza, crescita e valore*

La storia di crescita orientata al valore conferma il solido e affidabile *track-record* di Mediobanca e l'impegno credibile e costante del suo *management team* verso una crescita sostenibile e la creazione di valore. Gli elevati tassi di crescita che hanno storicamente contraddistinto Mediobanca sono stati determinati dall'eccellente posizionamento di mercato che la stessa ha raggiunto e che ha reso Mediobanca un *player* unico nel panorama italiano, con un modello distintivo di *Private & Investment Banking* costruito sull'elevata consapevolezza del marchio Mediobanca tra imprenditori e aziende.

Nei cicli di pianificazione strategica dell'ultimo decennio, Mediobanca ha adottato un approccio improntato alla coerenza e alla stabilità, dimostrando una costante capacità di raggiungere e superare gli obiettivi prefissati. Tale percorso si è articolato attraverso una serie di piani industriali pluriennali, ciascuno caratterizzato da una chiara visione di lungo termine e da una rigorosa disciplina nell'esecuzione. A partire dal Piano 2013-2016 "*From Holding to Banking Group*", che ha segnato la trasformazione di Mediobanca da *holding* a gruppo bancario, Mediobanca ha progressivamente rafforzato la propria posizione, ponendo le basi per una crescita sostenibile e per la creazione di valore nel tempo. Il successivo Piano 2016-2019 "*Long-Term Value Player*", ha consolidato la vocazione di Mediobanca nella generazione di valore duraturo per gli azionisti, attraverso una gestione prudente del capitale e una selettiva allocazione delle risorse.

Con il Piano 2019–2023 “*Distinctive Growth Player*” Mediobanca ha pienamente valorizzato il proprio modello di *business* rafforzando, in particolare, il *Wealth Management*.

Nell’ultimo decennio Mediobanca è riuscita a crescere nei diversi scenari macroeconomici, rafforzando la base dei propri ricavi e generando rendimenti superiori a quelli del settore. In particolare, negli ultimi 10 anni Mediobanca ha raddoppiato:

- il totale degli *asset* gestiti (TFA), fino a superare il valore di Euro 100 miliardi, con Euro 9–10 miliardi di *net new money* (NNM) <sup>(8)</sup>;
- i ricavi, fino a raggiungere il valore di circa Euro 3,7 miliardi nell’esercizio 2025 (annualizzato), i quali sono stati trainati, tra l’altro, dal *Wealth Management* che rappresenta il 25% dei ricavi totali (rispetto al 16% nell’esercizio 2016);
- il RoTE, fino a raggiungere circa il 14%, garantendo un rendimento totale per gli azionisti superiore al 360% <sup>(9)</sup> e impegnandosi a distribuire Euro 6 miliardi negli ultimi dieci anni agli azionisti mantenendo un CET1 ratio superiore al 15% <sup>(10)</sup>.

#### *2.1.3. Il Piano 2023–2026 “One Brand–One Culture” e la sua successiva estensione nell’arco triennale 2025–2028 delineano un’ulteriore crescita in tutte le aree di business del Gruppo Mediobanca*

Puntando sugli elementi distintivi del proprio modello di *business* nonché sull’approccio responsabile all’attività bancaria – valori fondanti di Mediobanca – quest’ultima ha gettato le basi per un’ulteriore crescita sostanziale dei ricavi, degli utili, della redditività e della remunerazione degli azionisti. Con il Piano 2023–2026 “*One Brand–One Culture*”, Mediobanca ha completato il percorso di riposizionamento intrapreso oltre dieci anni fa, ponendo le basi per assicurare la crescita futura, nel rispetto delle caratteristiche storiche di eccellenza e affidabilità del Gruppo Mediobanca.

Con l’estensione al 2028 del Piano “*One Brand–One Culture*”, Mediobanca ha consolidato l’ambizione di conseguire uno sviluppo positivo in tutti i segmenti di operatività, facendo leva sui tratti distintivi del Gruppo Mediobanca, tra cui un approccio responsabile al *business*, la forza del *brand*, una focalizzazione e un posizionamento distintivo in attività a elevata specializzazione e marginalità, un’ampia dotazione di capitale e continui investimenti in talenti, innovazione e distribuzione. Inoltre, il Piano 2025–2028 “*One Brand–One Culture*” si propone una accelerazione della transizione *green* del portafoglio di Mediobanca, prevedendo obiettivi sempre più sfidanti in termini di incidenza positiva delle questioni di sostenibilità sul portafoglio e sui risultati economici del Gruppo Mediobanca.

In particolare, il Piano 2025–2028 “*One Brand–One Culture*”, ponendosi in continuità con il precedente Piano 2023–2026 “*One Brand–One Culture*”, si fonda sulle linee guida

---

<sup>8</sup> Sulla base dei primi nove mesi dell’esercizio 2024–2025 (annualizzato).

<sup>9</sup> Fonte: Bloomberg. *Total Shareholders Return* dall’1 gennaio 2015 all’8 luglio 2025.

<sup>10</sup> Mediobanca CET1 ratio al 31 dicembre 2024 pari al 15,2%.

descritte di seguito e finalizzate a consolidare il modello di *Private and Investment Banking* valorizzando al contempo gli altri *business*:

- sviluppo prioritario del *Wealth Management* che vede Mediobanca come un primario operatore con tassi di crescita superiori alla media: Mediobanca si è posta l'obiettivo di diventare il *leader* del mercato italiano nel *Wealth Management*, catturando tutto il potenziale del modello *Private & Investment Banking*;
- *Corporate & Investment Banking* sempre più sinergico con il *Wealth Management*, diversificato e sostenibile, ma al contempo più internazionale e focalizzato sulle attività a basso assorbimento di capitale;
- *Consumer Finance* in costante crescita – con consolidamento della posizione di *leadership* – grazie a un efficientamento del modello di servizio e a una valorizzazione delle credenziali consolidate di distribuzione e gestione del rischio;
- *Insurance – Principal Investing* che continua a generare flussi di cassa elevati decorrelati dal rischio bancario, rimanendo al contempo fonte di riallocazione del capitale a favore di opzioni di crescita esterna trasformative, in particolare nel *Wealth Management*.

In particolare, il Gruppo Mediobanca rappresenta:

- il punto di riferimento per i clienti che cercano la capacità di strutturare operazioni complesse, ad alto valore aggiunto, portate a termine grazie ai tratti distintivi di Mediobanca: qualità delle persone, cultura e responsabilità;
- una controparte caratterizzata da una reputazione riconosciuta, solida e affidabile capace di valorizzare i talenti e le specificità del capitale umano;
- un'opportunità di investimento distintiva per gli azionisti, concentrata su una crescita a basso rischio e basso assorbimento di capitale, e sovraperformante rispetto al settore per remunerazione degli *stakeholder*;
- un investimento con elevata generazione di capitale e politica di distribuzione ai migliori livelli settoriali con basso rischio di esecuzione.

L'estensione al 2028 del Piano “*One Brand-One Culture*” dimostra la volontà di Mediobanca di realizzare, pur in un contesto macroeconomico complesso, un'ulteriore solida crescita di ricavi, utili e redditività, puntando a conseguire i migliori rendimenti di settore, associati a un basso profilo di rischio e di *execution* nonché a un significativo aumento della remunerazione degli azionisti.

Nel Piano 2025-2028 “*One Brand-One Culture*” Mediobanca ha previsto importanti investimenti nei canali distributivi in tutti i segmenti di attività e una continua valutazione di opportunità di crescita esterna tramite acquisizioni.

Mediobanca prevede ricavi al 2028 pari ad oltre Euro 4,4 miliardi, con una solida contribuzione da parte di tutti i segmenti.

È inoltre prevista una crescita sia degli utili complessivi sia dell'utile per azione pari al 14% (CAGR 2025-2028), raggiungendo rispettivamente l'ammontare di circa Euro 1,9 miliardi di utili e di Euro 2,4 di utile per azione al 2028. Tale incremento assume uno stabile sviluppo degli utili ordinari previsti a Euro 1,7 miliardi al 2028 (+9% CAGR 2025-2028) nonché il conseguimento di utili derivanti dalla progressiva valorizzazione del progetto immobiliare nel Principato di Monaco <sup>(11)</sup> per un apporto lordo cumulato di Euro 500 milioni nel triennio.

Si prevede altresì una crescita della redditività a livello di Gruppo Mediobanca, con RoTE al 20% nel 2028 (ovvero al 17%) una volta depurato degli utili non ricorrenti, rispetto al 14% nel 2025 e più che raddoppiato rispetto al 7% di cui al Piano 2013-2016 *“From Holding to Banking Group”*, generando capitale da utilizzare per finanziare la crescita, organica e tramite acquisizioni, e la remunerazione degli azionisti.

Infine, la remunerazione totale del capitale agli azionisti è attesa per circa Euro 4,9 miliardi nel periodo giugno 2025 – giugno 2028, di cui circa Euro 4,5 miliardi in dividendi – facendo leva su una politica di distribuzione del triennio interamente per cassa, basata sugli utili ricorrenti – e circa Euro 0,4 miliardi tramite completamento del programma di riacquisto di azioni proprie previsto già nel Piano 2023-2026 *“One Brand-One Culture”*, mantenendo una solida posizione di capitale.

L'estensione al 2028 del Piano *“One Brand-One Culture”* prevede altresì una ottimizzazione della struttura del capitale della banca, con CET1 previsto al 14% nel 2028 e contemplando emissione di strumenti *additional tier 1* per Euro 750 milioni, che portano il *tier 1 capital* al 15,5%.

	Piano 2013-16 <i>“From Holding to Banking Group”</i>	Piano 2016-19 <i>“Long-Term Value Player”</i>	Piano 2019-23 <i>“Distinctive Growth Player”</i>	Piano 2023-26 <i>“One Brand - One Culture”</i> giugno 2025 <sup>(12)</sup> (Y2)	Piano 2025-28 <i>“One Brand - One Culture”</i> 2028T
Ricavi (in miliardi di Euro)	1,6 -2	Fino a 2,5	Fino a 3,3	3,7	4,4
EPS (Euro per azione)	Fino a 0,69	Fino a 0,93	Fino a 1,21	>1,6	2,4 (2,1 ordinario)
RoTE	7%	10%	13%	14%	20% (17% ordinario)

<sup>11</sup> CMB Monaco costruirà la sua nuova sede entro il 2028 che accoglierà tutte le sue attività di *private banking*. Il progetto prevede una porzione residenziale, che sarà messa in vendita a partire dalla prima metà del 2026. Il progetto comprende 24 livelli fuori terra per un totale di circa 17.400 m<sup>2</sup> (superficie netta, incluse le terrazze) e 8 livelli interrati. I proventi saranno contabilizzati nella divisione *Holding Functions*.

<sup>12</sup> I dati si riferiscono al *“pre-closing”* 2025.

CET1	12%	14%	16%	~15%	14%
Distribuzione di capitale (in miliardi di Euro)	Tot. 3 anni: Euro 0,5	Tot. 3 anni: Euro 1,3	Tot. 4 anni: Euro 2,2	Tot. 2 anni: ~ Euro 2,4	Tot. 3 anni: ~ Euro 5,0

Alla luce di quanto precede e fermo restando quanto indicato nei seguenti Paragrafi del Comunicato dell'Emittente, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ritiene che, in caso di successo dell'Offerta, gli Azionisti di Mediobanca non beneficerebbero del valore che l'investimento in Mediobanca potrebbe generare se Mediobanca rimanesse autonoma e indipendente.

#### *2.1.4. Mediobanca ha maturato un significativo track-record di successo*

Mediobanca si è distinta per un modello di *business* focalizzato su attività altamente specializzate e redditizie, combinando *business* ciclici e antaciclici diversificati, che sono cresciuti anche in situazioni di mercato avverse.

La forte presenza in tre principali aree di *business* – ossia *Corporate & Investment Banking*, *Wealth Management* e *Consumer Finance* – trainate da tendenze strutturali positive a lungo termine, conferma la solidità di Mediobanca, dimostrata dalla capacità di creare valore per gli Azionisti di Mediobanca, come evidenziato, tra l'altro, dal fatto che:

- (i) Mediobanca ha storicamente raggiunto risultati superiori al *consensus* di mercato;
- (ii) il titolo Mediobanca ha generato un significativo valore per i suoi azionisti; e
- (iii) il *management* di Mediobanca vanta una consolidata esperienza nella realizzazione di operazioni straordinarie, completate senza aumenti di capitale a carico degli azionisti.

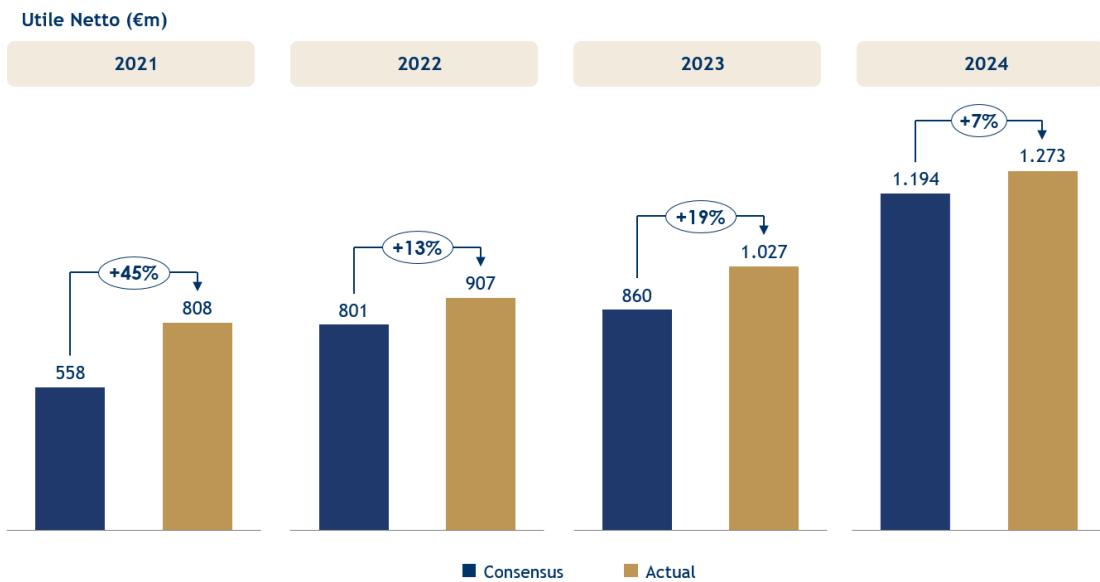
#### *Mediobanca ha storicamente raggiunto risultati superiori al consensus di mercato*

Il *management* di Mediobanca ha operato negli anni con impegno per rendere Mediobanca una banca con caratteristiche distintive e con rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i suoi Azionisti.

Come anticipato, Mediobanca ha adottato un approccio improntato alla coerenza e alla stabilità, dimostrando una costante capacità di raggiungere e superare gli obiettivi prefissati e riuscendo a conseguire risultati superiori alle attese. In particolare, negli ultimi quattro anni, Mediobanca ha generato sempre un utile netto superiore alle stime di *consensus* degli analisti di ricerca <sup>(13)</sup>.

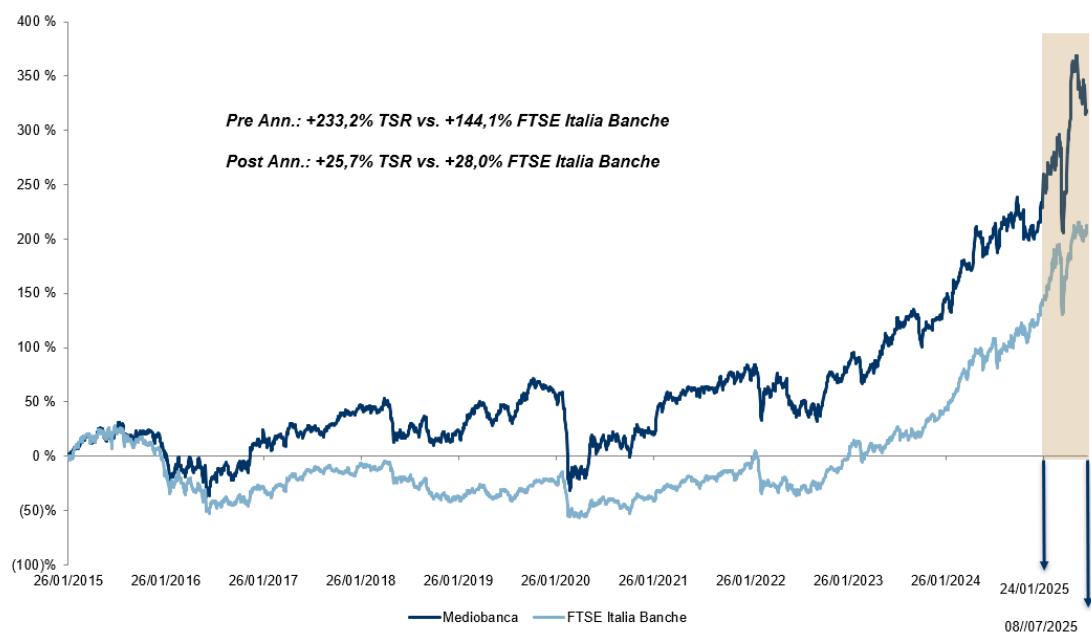
---

<sup>13</sup> Fonte: Factset.



Il titolo Mediobanca ha generato un significativo valore per i propri Azionisti

Il titolo Mediobanca ha registrato negli ultimi 10 anni un incremento di valore significativo di circa il 233% in termini di rendimento totale per gli azionisti <sup>(14)</sup>, rispetto a un incremento di valore di circa il 144% in termini di rendimento totale per gli azionisti registrato dall'indice di borsa delle banche italiane <sup>(15)</sup> nel medesimo periodo <sup>(16)</sup>.



<sup>14</sup> I dati precedenti all'annuncio dell'Offerta fanno riferimento al periodo fino al 23 gennaio 2024.

<sup>15</sup> Si fa riferimento all'indice FTSE Italia Banche.

<sup>16</sup> Fonte: Factset.

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

Il *management* di Mediobanca ha dimostrato notevoli capacità nella realizzazione di importanti operazioni strategiche e complesse senza richiedere nuovo capitale ai propri azionisti. La strategia di acquisizioni iniziata nel 2007 si è focalizzata sui seguenti obiettivi:

- (i) sviluppo della divisione di *Wealth Management*, con l'acquisizione del restante 50% di Banca Esperia, delle attività *retail* in Italia di Barclays, e di società di gestione specializzate quali Cairn Capital (divenuta poi Polus Capital dopo la fusione con Bybrook), Ram AI e Bybrook;
- (ii) rafforzamento del segmento *Corporate & Investment Banking* e della presenza in Francia, con l'acquisizione della *boutique* francese Messier et Associés ad aprile 2019, nonché nel settore della *Digital Economy*, con l'acquisizione di Arma Partners LLP nel 2023; e
- (iii) sviluppo della divisione *Consumer Finance*, con l'acquisizione di Linea società con posizione di *leadership* sul mercato del credito al consumo e che, data la complementarietà dei prodotti e dei canali (in particolare accordi commerciali con reti terze), ha permesso significative sinergie nei successivi sviluppi dell'attività; da ultimo attraverso l'ulteriore crescita nell'ambito dell'attività di *Buy Now Pay Later* (BNPL) con le acquisizioni di società *FinTech* (HeidiPay Switzerland AG e Soisy) per ottenere il *know-how* tecnologico al fine di rafforzare la piattaforma proprietaria digitale.

La strategia di Mediobanca rimane focalizzata sulla ricerca di aziende che possano accelerare la crescita sostenibile nelle attività *core*, con preferenza per i *business* a basso assorbimento di capitale ed elevato contenuto commissionale, che garantiscano un'alta compatibilità culturale e un approccio etico al *business*, rispettando i criteri di creazione di valore da sempre seguiti dal Gruppo Mediobanca.

Inoltre, la fiducia nel *track-record* di successo e la consolidata esperienza del *management* di Mediobanca sono dimostrate dalla partecipazione al capitale della banca di importanti investitori istituzionali e asset manager italiani e internazionali.

**2.2. L'Offerta prevede un Corrispettivo interamente costituito da Azioni MPS, richiedendo quindi un'attenta valutazione delle caratteristiche e dei fattori di rischio dell'Offerente**

Il Consiglio di Amministrazione ritiene opportuno che gli Azionisti di Mediobanca, quali futuri potenziali azionisti di MPS, valutino attentamente le caratteristiche di MPS, le quali evidenziano criticità sotto molteplici profili di assoluta rilevanza aziendale.

In particolare, si invita a prestare particolare attenzione: (i) alla fragilità della posizione patrimoniale e reddituale di MPS, che ha reso necessari numerosi interventi di

ricapitalizzazione per un totale di oltre Euro 25 miliardi nel corso degli ultimi venti anni; (ii) alla debolezza del modello di *business* testimoniata, tra l'altro, dall'erosione di quote di mercato nelle attività di *core business*, dalla progressiva esternalizzazione delle fabbriche prodotto e dalla significativa dipendenza della redditività dal *net interest income* e dalle DTA, (iii) dai numerosi elementi critici e di incertezza sotto il profilo patrimoniale, incluse la scarsa qualità degli attivi, la rilevante esposizione a rischi di contenziosi legali e la dipendenza dalle DTA.

#### *2.2.1. MPS è stata oggetto di numerose ricapitalizzazioni e interventi di sostegno pubblico a testimonianza della propria fragilità reddituale e patrimoniale*

Negli ultimi venti anni, MPS ha beneficiato di numerosi interventi di sostegno pubblico, a testimonianza della fragilità della propria posizione patrimoniale e reddituale. In particolare, si segnalano le seguenti operazioni sul capitale sociale e i seguenti interventi di supporto statale:

- nel 2008 MPS ha proceduto all'acquisizione di Banca Antonveneta S.p.A. per un controvalore di Euro 9 miliardi, pari a circa l'80% della propria capitalizzazione di mercato dell'epoca, finanziata mediante un aumento di capitale di circa Euro 6 miliardi;
- nel 2011 MPS ha eseguito un aumento di capitale per un valore pari a circa Euro 2,2 miliardi, quale intervento di riqualificazione e rafforzamento del patrimonio;
- nel 2014, nell'ambito del piano di ristrutturazione 2013–2017, MPS ha realizzato un nuovo aumento di capitale per circa Euro 5 miliardi, cui ha fatto seguito, nel 2015, un ulteriore rafforzamento per circa Euro 3 miliardi;
- nel biennio 2016–2017, MPS è stata oggetto della prima ricapitalizzazione precauzionale a livello europeo; in particolare, con l'adozione del Decreto Legge n. 237 del 2016, è stata effettuata una ricapitalizzazione precauzionale in favore di MPS per un importo di circa Euro 8,3 miliardi, di cui circa Euro 4,5 miliardi a titolo di *burden sharing* (ossia la conversione forzata di tutte le obbligazioni subordinate emesse da MPS con l'emissione di nuove azioni di MPS) e circa Euro 3,9 miliardi a titolo di aumento di capitale mediante l'emissione di nuove azioni sottoscritte dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. Ciò si è reso necessario alla luce dei risultati della prova di *stress* resi pubblici dall'EBA nel luglio 2016;
- nel 2022, MPS ha eseguito un aumento di capitale di circa Euro 2,5 miliardi, di cui Euro 1,6 miliardi sottoscritti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

I numerosi interventi di ricapitalizzazione avvenuti negli ultimi venti anni hanno superato complessivamente i 25 miliardi di Euro.

In un contesto di fragilità patrimoniale, non si può escludere che l'eventuale combinazione con Mediobanca, tenuto conto delle potenziali dissinergie (come specificato nel successivo Paragrafo 2.3.3 del Comunicato dell'Emittente) e dei rilevanti profili di criticità da un punto di vista finanziario rappresentati nel successivo Paragrafo 2.3.2, determini ulteriori impatti negativi sul capitale di MPS e conseguentemente sul

valore delle Azioni MPS che gli Azionisti Mediobanca riceverebbero in concambio in caso di adesione all'Offerta.

## 2.2.2. *Il modello di business di MPS presenta rilevanti criticità*

*MPS ha subito l'erosione di quote di mercato nelle attività di core business e ha dovuto cedere le fabbriche prodotto*

Nel corso dell'ultimo decennio, MPS ha registrato una significativa erosione della propria quota di mercato pari a circa un terzo, sia in termini di impieghi (-2%) sia in termini di raccolta (-2%) (17).

Tale dinamica è stata accompagnata da un profondo mutamento del modello di *business*, con la progressiva esternalizzazione delle fabbriche prodotto e una focalizzazione sulle attività di distribuzione.

In particolare, tale dinamica ha interessato le seguenti aree di *business* di MPS:

- *Asset Management*: fino al 2008, MPS era attiva nel settore del risparmio gestito tramite le SGR Monte Paschi Asset Management e AAA. Nel 2008, MPS ha ceduto le suddette SGR – e dunque l'intero ramo d'azienda dedicato all'*asset management* – alla SGR Prima Holding S.p.A., successivamente integrata in Anima Holding S.p.A., poi divenuta il *partner* distributivo di prodotti di gestione del risparmio per MPS e con cui MPS attualmente intrattiene un accordo di distribuzione sino al dicembre 2030;
- *Bancassicurazione*: nel 2007, MPS ha sottoscritto un accordo strategico con AXA volto alla costituzione di una *joint venture* nei rami vita, danni e previdenza complementare. L'accordo prevedeva la cessione del 50% delle partecipazioni detenute in MPS Vita e MPS Danni ad AXA, nonché la stipula di un accordo distributivo in esclusiva della durata di dieci anni, con rinnovo automatico per ulteriori dieci anni. Nel 2016, tale accordo è stato rinnovato fino al 2027;
- *Consumer finance*: MPS offriva prodotti di credito al consumo tramite la controllata Consum.it. Successivamente, Consum.it è stata incorporata in MPS mediante fusione, completata nel 2015, costituendo una nuova struttura integrata nella Direzione *Retail* e Rete. Tale processo di razionalizzazione ne ha ridotto il rilievo strategico, anche in considerazione della stipula, da parte di MPS, di un accordo distributivo parallelo con Compass Banca nel 2014, successivamente esteso nel 2017 a ricoprendere anche i prodotti di “cessione del quinto”;
- *Pagamenti*: nel 2017, MPS ha ceduto il ramo d'azienda relativo al *business* del *merchant acquiring* all'Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane S.p.A. (successivamente divenuta Nexi S.p.A.), contestualmente sottoscrivendo una *partnership* decennale per lo sviluppo e la distribuzione di prodotti e servizi di pagamento destinati alla clientela attuale e potenziale del Gruppo MPS.

---

<sup>17</sup> Fonte: relazioni finanziarie annuali di MPS e statistiche Banca d'Italia.

Il risultato di tale processo di *outsourcing* delle suddette aree di *business* ha comportato una riduzione della diversificazione dei ricavi, aumentando la dipendenza dal *net interest income* e allo stesso tempo riducendo i ricavi derivanti da commissioni e *capital light business*.

MPS evidenzia quindi seri limiti strutturali, come di seguito illustrato.

*La redditività di MPS risulta fortemente dipendente dal net interest income e dalle DTA*

Il miglioramento delle *performance* di MPS negli ultimi anni è stato significativamente influenzato dall'incremento del *net interest income* (riconducibile all'aumento dei tassi di interesse) e dall'impatto positivo del riversamento delle DTA sul conto economico.

Nel corso degli ultimi dieci esercizi, MPS ha registrato perdite a conto economico in cinque esercizi, in particolare nel 2016 per oltre Euro 3,2 miliardi, nel 2017 per oltre Euro 3,5 miliardi, nel 2019 per oltre Euro 1,0 miliardi, nel 2020 per circa Euro 1,7 miliardi e nel 2022 per circa Euro 200 milioni. Con riferimento agli ultimi due esercizi (2023-2024), MPS ha registrato utili a conto economico pari a circa Euro 2,1 miliardi nel 2023 e pari a circa Euro 2,0 miliardi nel 2024 grazie ai seguenti fattori:

- (i) come appena osservato, un significativo incremento del *net interest income*, da cui MPS è strettamente dipendente anche per effetto di condizioni di mercato favorevoli. In particolare, dal 2022 al 2024 il *net interest income* è aumentato di circa 25% per anno rispetto ad impieghi sostanzialmente invariati (+1% per anno); e
- (ii) un impatto positivo, essenzialmente di natura contabile e non industriale, relativo alla posta *“Effetto valutazione DTA relative a perdite fiscali pregresse”* di circa Euro 986 milioni nel 2024 (equivalente a circa il 50% degli utili) e circa Euro 670 milioni nel 2023 (equivalente a circa il 33% degli utili).

La seguente tabella riporta alcuni dati chiave dell'evoluzione del conto economico di MPS negli ultimi dieci anni:

Euro (milioni)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ricavi	5.216	4.282	4.026	3.288	3.284	2.942	2.980	3.120	3.797	4.034
Margine di interesse	2.259	2.021	1.788	1.743	1.501	1.291	1.222	1.536	2.292	2.356
Utile (Perdita) di esercizio al lordo delle imposte	439	(3.179)	(4.186)	(109)	53	(1.341)	263	(605)	1.707	1.445

Imposte sul reddito di esercizio	(11)	(21)	710	410	(1.075)	(342)	49	427	345	506
Utile (Perdita) di esercizio	388	(3.241)	(3.502)	279	(1.033)	(1.687)	310	(178)	2.052	1.951

Le previsioni di *consensus* indicano una limitata crescita dei ricavi prevista nel triennio 2025–2027 pari solamente a circa l'1% per anno, in un contesto di *cost/income ratio* stabile, con conseguente assenza di crescita in termini di redditività (utile netto previsto in calo dell'1% p.a. nel triennio 2025–2027) (18).

Sulla base del resoconto intermedio di gestione pubblicato da MPS al 31 marzo 2025, MPS presenta un ammontare significativo di DTA iscritte in bilancio, pari a circa Euro 2,5 miliardi, corrispondenti al 21% del *tangible book value*, a fronte di una media del 14% riscontrata presso gli altri istituti bancari italiani (19). Le DTA fuori bilancio ammontano invece, al 31 marzo 2025, a Euro 1,4 miliardi. Il riversamento di tali DTA da *off-balance sheet* a *on-balance sheet* non è un elemento certo, ma dipende dalla futura capacità di generazione di redditi da parte di MPS. Tale elemento causa notevole incertezza sia con riferimento alle tempistiche di riversamento sia con riferimento alla capacità di stimare gli utili futuri della banca.

Si evidenzia, infatti, una limitata visibilità e un'elevata dispersione delle stime di utile tra gli analisti, dovuta principalmente all'incertezza circa il trattamento e l'impatto delle DTA sull'utile netto di MPS, con una frammentazione delle previsioni superiore alla media delle banche italiane (20). Escludendo l'effetto delle DTA, l'utile netto rettificato (calcolato applicando un'aliquota fiscale del 32,15% all'utile ante imposte di *consensus*) determinerebbe un *Return on Tangible Equity* ("RoTE") tassato ("fully taxed") pari a circa il 9% (21) nel 2026 e nel 2027.

Inoltre, nel Paragrafo A.1.4 del Documento di Offerta MPS ha rappresentato che "[I] 'Operazione mira, inoltre, a consentire un'accelerazione nell'utilizzo di DTA detenute da MPS, facendo leva su una base imponibile consolidata più elevata e iscrivendo a bilancio Euro 1,3 miliardi di DTA (attualmente fuori bilancio), portando il totale a Euro

<sup>18</sup> Fonte: Factset.

<sup>19</sup> Istituti bancari italiani considerati: Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.p.A., BPER Banca S.p.A., Credem S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca e Unicredit S.p.A.

<sup>20</sup> Dispersione media per MPS del 18–19% con riferimento all'utile netto del 2026 e 2027 rispetto ad una media delle banche italiane pari a circa il 13% per entrambi gli anni di riferimento. Le banche italiane incluse nella media sono Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.p.A., BPER Banca S.p.A., Credem S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A. e Unicredit S.p.A.

<sup>21</sup> RoTE calcolato come *profit before tax* da *consensus* tassato al 32,15% diviso per la media (tra inizio e fine periodo) del patrimonio netto (al netto delle attività immateriali e delle DTA relative alle perdite fiscali in bilancio).

*2,9 miliardi. Nei successivi sei anni, l'utilizzo di tali DTA genererà un significativo beneficio di capitale (Euro 0,5 miliardi all'anno), in aggiunta al risultato netto.*

*A titolo di completezza si precisa che la richiamata accelerazione nell'utilizzo delle DTA deve intendersi subordinata all'acquisizione da parte dell'Offerente di una partecipazione superiore al 50% nel capitale di Mediobanca. Avvalendosi delle disposizioni di cui agli art. 117 e seguenti del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (Decreto del Presidente della Repubblica del 22 dicembre 1986 n. 917), infatti, Mediobanca potrà aderire al consolidato fiscale nazionale di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., a partire dal periodo d'imposta successivo a quello in cui tale partecipazione è stata acquisita. Per l'effetto, il conseguente incremento della base imponibile consolidata futura del Gruppo MPS consentirà l'immediata iscrizione in bilancio pressoché integrale delle DTA da perdite fiscali consolidate pregresse, fino ad Euro 2,9 miliardi, e, rispetto alla situazione attuale, accelererà il processo di utilizzo delle stesse con il relativo beneficio in termini di capitale.*

*Diversamente, nel caso in cui all'esito dell'Offerta e dell'eventuale rinuncia alla Condizione Soglia, l'Offerente venga a detenere una partecipazione pari o inferiore al 50% del capitale di Mediobanca, quest'ultima, pur nell'ipotesi di controllo di fatto, non potrà essere inclusa nel consolidato fiscale nazionale di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.; in tale circostanza, MPS potrà continuare ad utilizzare le perdite fiscali consolidate pregresse in compensazione dei redditi imponibili prodotti dalle società attualmente aderenti al consolidato fiscale nazionale e, sia l'iscrizione nell'attivo patrimoniale di Euro 1,3 miliardi di DTA (attualmente fuori bilancio), sia i benefici derivanti dall'utilizzo delle DTA saranno comunque conseguiti, ancorché in un arco temporale più lungo. Nello specifico, il conseguimento dei benefici attesi terminerebbe nel 2036 con un utilizzo annuo medio delle DTA pari a circa Euro 0,3 miliardi, grazie anche all'aumento atteso della base imponibile connesso alla realizzazione delle sinergie generate dall'Operazione".*

Tuttavia, le sinergie effettive derivanti dalle DTA, in caso di combinazione tra le due entità, consisterebbero solamente nel differenziale in termini di *net present value* dell'utilizzo accelerato delle DTA della nuova entità combinata rispetto al *net present value* dell'utilizzo delle DTA di MPS su base *stand-alone*. Tale differenziale è stimato in circa Euro 0,6 miliardi, dei quali sarebbe riconosciuta agli Azionisti di Mediobanca solo una parte equivalente a Euro 0,4 miliardi, assumendo che MPS arrivi a detenere ad esito dell'Offerta una partecipazione pari al 100% del capitale sociale di Mediobanca e considerando altresì una partecipazione degli Azionisti di Mediobanca nella nuova entità combinata pari a 62% <sup>(22)</sup>.

---

<sup>22</sup> La percentuale è stata calcolata sulla base delle azioni ordinarie di Mediobanca al netto delle azioni proprie e considerando le eventuali azioni ordinarie aggiuntive che Mediobanca potrebbe emettere prima del perfezionamento dell'Offerta a favore dei beneficiari di taluni piani di incentivazione.

Si ritiene che MPS abbia sovrastimato l'effetto del contributo di Mediobanca di circa il 20% annuo, tenuto conto che una parte delle imposte correnti non può rientrare nella compensazione e considerando che l'incremento di redditività atteso dal *rolling* del Piano 2025–2028 “*One Brand – One Culture*” subirebbe un drastico ridimensionamento post-operazione.

*Il merito creditizio di MPS risulta significativamente inferiore rispetto alla media del sistema; inoltre MPS ha una elevata sensibilità a cambiamenti nei tassi d'interesse*

MPS evidenzia un merito creditizio sostanzialmente inferiore rispetto alla media del sistema bancario italiano, come altresì testimoniato dal differenziale di *spread* sui *credit default swap* (CDS) con scadenza 5 anni, superiore di circa 65 punti base rispetto alla media di altri istituti di credito italiani come Mediobanca (prima dell'annuncio dell'Offerta) (23).

MPS mostra, altresì, una significativa dipendenza dal *funding* proveniente dalla Banca Centrale Europea. Tale dipendenza, seppure ridottasi da Euro 29,2 miliardi a Euro 8,0 miliardi tra dicembre 2021 e marzo 2025, rappresenta ancora una significativa parte del *funding* essendo pari al 28% del totale delle passività (escludendo i depositi alla clientela). Si tratta di un dato significativamente più alto della media delle banche italiane (24) (pari a circa l'1%) ed in netto contrasto con la tendenza degli istituti di credito italiani ed europei di primario profilo creditizio i quali, terminati i programmi di rifinanziamento a lungo termine della Banca Centrale Europea, hanno sostanzialmente azzerato tale raccolta grazie alle alternative di mercato disponibili.

Inoltre, il modello di *business* di MPS si caratterizza per una forte esposizione della banca alle variazioni dei tassi di interesse in virtù della particolare sensibilità del *net interest income* all'andamento dei tassi di interesse. Negli esercizi 2023 e 2024, i ricavi hanno beneficiato dell'aumento dei tassi di interesse, ma, su un orizzonte temporale più ampio, i ricavi non evidenziano una sostanziale crescita. Nell'ultimo decennio in particolare, si rileva una contrazione tra il 2014 e il 2024 pari allo 0,5%.

In un confronto con altre banche italiane comparabili, MPS evidenzia una delle più elevate sensibilità del *net interest income* a variazioni dei tassi (25), con una potenziale

---

<sup>23</sup> Fonte: Bloomberg, dati al 20 gennaio 2025. Il dato sui *peers* include i seguenti istituti bancari italiani: Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca e Unicredit S.p.A.

<sup>24</sup> Media delle banche italiane include: Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.p.A., BPER Banca S.p.A., Credem S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca e Unicredit S.p.A.

<sup>25</sup> Calcolato come impatto sul *net interest income* per un *parallel shift down* di 200 punti base (come da *Final Report* dell'EBA “*Draft Regulatory Technical Standards specifying supervisory shock scenarios, common modelling and parametric assumptions and what constitutes a large decline for the calculation of the economic value of equity and of the net interest income in accordance with Article 98(5a) of Directive 2013/36/EU*” del 20 ottobre 2022) diviso per *net interest income* riportato nell'anno 2024.

riduzione del *net interest income* di circa l'11%, rispetto a una media di settore inferiore e pari al 9% (26).

### 2.2.3. Il profilo patrimoniale di MPS presenta elementi critici ed incertezze

#### La scarsa qualità degli attivi rappresenta un dato strutturale di MPS

Nonostante gli sforzi compiuti negli ultimi anni, la qualità degli attivi costituisce ancora un elemento di notevole criticità per MPS. Difatti, sulla base del resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2025, MPS presenta:

- il più elevato valore lordo del *non-performing exposure ratio* (NPE ratio) tra le banche italiane (27), pari al 4,4% rispetto a una media del sistema del 2,5%, e un valore netto del 2,3%;
- un *coverage ratio* delle sofferenze (NPL) tra i più bassi del sistema, pari a circa il 66% contro una media del 73% delle banche italiane (28) e un *non-performing exposure coverage ratio* (NPE coverage ratio) del 50% rispetto a una media del 53% delle banche italiane (29);
- la probabilità di *default* più elevata tra le principali banche italiane, in particolare nel segmento delle PMI (circa il 16% rispetto ad una media delle banche italiane di circa 8%) (30).

#### Il patrimonio di vigilanza di MPS risulta connotato da significative debolezze

Negli ultimi venti anni, MPS ha evidenziato una posizione patrimoniale strutturalmente debole, migliorata solo recentemente e grazie ai risultati reddituali influenzati dall'aumento del *net interest income* (conseguente all'incremento dei tassi di interesse) e dal beneficio derivante dalle DTA.

Dalla lettura del resoconto intermedio di gestione pubblicato da MPS al 31 marzo 2025 emerge che, a tale data, il capitale regolamentare di MPS risulta ancora fortemente

---

<sup>26</sup> Media delle banche italiane include: Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.p.A., BPER Banca S.p.A., Credem S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., e Unicredit S.p.A.

<sup>27</sup> Media delle banche italiane include: Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.p.A., BPER Banca S.p.A., Credem S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., e Unicredit S.p.A.

<sup>28</sup> Media delle banche italiane include: Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.p.A., BPER Banca S.p.A., Credem S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., e Unicredit S.p.A.

<sup>29</sup> Media delle banche italiane include: Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.p.A., BPER Banca S.p.A., Credem S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A. e Unicredit S.p.A.

<sup>30</sup> In aggiunta, anche la probabilità di *default* con riferimento a mutui a PMI, prestiti a grandi aziende e mutui *retail* risulta più elevata per MPS (15%, 5% e 4%) rispetto alla media delle banche italiane (9%, 3%, 3%). Media delle banche italiane include: Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.p.A., BPER Banca S.p.A., Credem S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., e Unicredit S.p.A.

influenzato da rilevanti detrazioni, pari a oltre Euro 3 miliardi, di cui una parte significativa riconducibile alle DTA iscritte in bilancio.

MPS presenta, inoltre, una *risk weighted assets* (RWA) *density* sensibilmente inferiore rispetto agli altri istituti bancari italiani, nonostante uno storico di qualità degli attivi non particolarmente favorevole. La RWA *density* di MPS si attesta al 47%, calcolata come rapporto tra RWA per rischio di credito <sup>(31)</sup> e impieghi netti alla clientela, rispetto a una media delle banche italiane del 54% <sup>(32)</sup>. A fini illustrativi, assumendo un allineamento di tale RWA *density* alla media delle banche Italiane, il CET1 *ratio* di MPS diminuirebbe di circa 2 punti percentuali <sup>(33)</sup>.

### **2.3. L'Offerta manca di razionale industriale, strategico e finanziario e distrugge valore per gli Azionisti di Mediobanca**

Il Consiglio di Amministrazione ritiene che l'Offerta presenti rilevanti criticità industriali e finanziarie, in quanto, tra l'altro, è priva di un reale razionale strategico, e rimane altresì esposta a forti rischi di dissinergie, perdita di clientela e talenti, con distruzione di valore per gli Azionisti di Mediobanca.

#### *2.3.1. L'Offerta non presenta vantaggi sotto il profilo industriale e strategico, bensì porta all'indebolimento del modello di business di Mediobanca*

Tenuto conto dell'identità e del profilo di *business* di Mediobanca, da una parte, e di MPS dall'altra, l'Offerta risulta priva di un reale razionale industriale in quanto rappresenta un'operazione promossa da un istituto di credito di medie dimensioni con un modello di *business* incentrato su attività commerciali non coniugabili con i servizi finanziari diversificati e sofisticati caratteristici di Mediobanca.

In particolare, MPS presenta un modello di *business* a basso valore aggiunto rispetto a Mediobanca, con ricavi per dipendente di circa Euro 240.000, a fronte dei circa Euro 600.000 registrati da Mediobanca <sup>(34)</sup>. Tale dato evidenzia una significativa differenza in termini di efficienza operativa e capacità di generare valore attraverso le risorse umane. Mentre Mediobanca massimizza la produttività dei propri dipendenti riflettendo una struttura organizzativa più snella, una superiore efficienza operativa e una maggiore focalizzazione su attività ad alto margine, MPS mostra una *performance* nettamente inferiore sotto questo profilo. Con particolare riferimento ad aree di *business* che

---

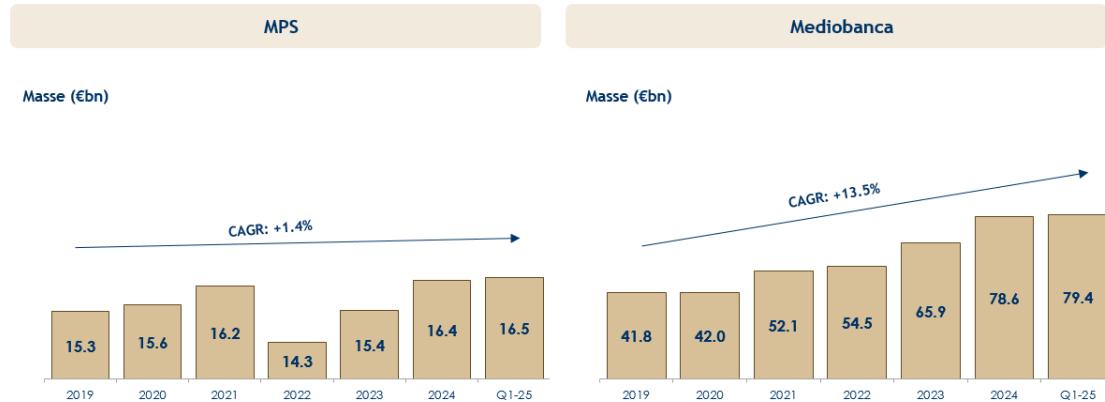
<sup>31</sup> Tale dato include il rischio di credito e rischio controparte.

<sup>32</sup> Media delle banche Italiane include: Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.p.A., BPER Banca S.p.A., Credem S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A. e Unicredit S.p.A.

<sup>33</sup> Calcolato sulla base del CET1 ratio di MPS al 31 dicembre 2024.

<sup>34</sup> Informazioni ricavate dalla relazione finanziaria trimestrale al 31 Marzo 2025 di MPS e dalla relazione finanziaria trimestrale al 31 Marzo 2025 di Mediobanca. I dati rappresentano i ricavi degli ultimi 12 mesi al 31 Marzo 2025. Per Mediobanca si escludono i ricavi derivanti dalla partecipazione in Assicurazioni Generali e gli impiegati dedicati alla gestione della partecipazione in Assicurazioni Generali.

generano commissioni, si nota come le masse legate al segmento *Wealth Management* di MPS (35) siano cresciute negli ultimi 5 anni ad un *CAGR* dell'1,4% dal 2019 al 2024 mentre le masse di Mediobanca sono cresciute ad un *CAGR* del 13,5% nello stesso arco temporale.



Mediobanca si contraddistingue, infatti, per un modello di *business* diversificato – con un posizionamento primario in attività specializzate, redditizie e ad alto valore aggiunto – caratterizzato da evidenti opportunità di crescita. In particolare, Mediobanca detiene storicamente una posizione di *leadership* nell'*investment banking* in Italia, integrata in anni più recenti con un *franchise* pan-europeo di successo, e ha altresì creato un modello distintivo di *private investment banking* che si caratterizza per un'offerta di prodotto rilevante nel panorama italiano per ampiezza, personalizzazione e rigore di gestione. Parallelamente Mediobanca ha sviluppato il *business* nel credito al consumo, anticiclico a quello di banca di investimento, diventando un operatore *leader* in Italia per posizionamento competitivo, redditività e ritorno sul capitale investito.

D'altra parte, MPS è principalmente attiva nei servizi tradizionali del *retail & commercial banking* svolti prevalentemente nel centro e sud Italia, con una operatività residuale in altre aree di *business*, inclusi il *factoring* e la finanza d'impresa. L'operatività di MPS è dunque concentrata in aree di *business* probabilmente destinate a subire pressioni sui margini e sulla qualità degli attivi in futuro e rispetto alle quali già presenta un posizionamento di mercato non ottimale, avendo registrato una flessione della quota di mercato a livello nazionale negli impieghi e nei depositi pari a circa il 2% rispetto al 2013 (36). Inoltre, MPS, nel corso degli anni, ha apportato rilevanti modifiche al proprio modello di *business*, vendendo tutte le fabbriche prodotto e concentrandosi prevalentemente sulla sola attività di distribuzione.

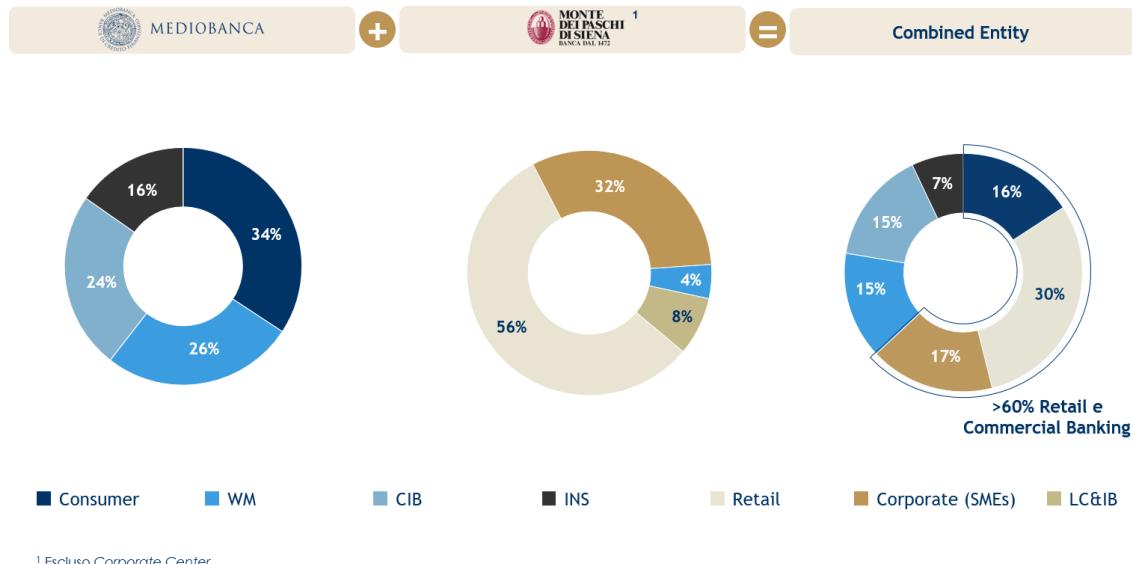
In tale prospettiva, l'aggregazione tra MPS e Mediobanca darebbe vita ad un conglomerato finanziario indifferenziato e prevalentemente incentrato su attività svolte a favore di clientela *retail* e PMI e dunque privo di un posizionamento distintivo nelle attuali attività di *core business* di Mediobanca. L'integrazione dei due gruppi

<sup>35</sup> Inclusive di *assets under management* e *assets under custody*.

<sup>36</sup> Fonte: relazione finanziaria annuale di MPS al 31 dicembre 2024 e statistiche Banca d'Italia.

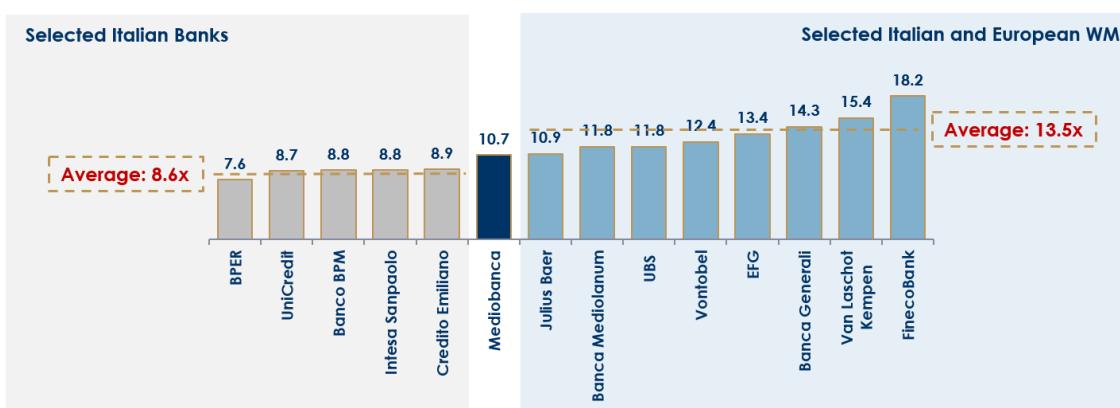
comporterrebbe per gli Azionisti di Mediobanca un passaggio da un gruppo altamente specializzato in *business* a valore aggiunto ad un gruppo con oltre il 60% dei ricavi derivanti da attività di *retail* e *commercial banking*.

Mix di ricavi (12 mesi antecedenti dicembre 2024, %)



<sup>1</sup> Escluso Corporate Center.

Da un punto di vista di *benchmark* valutativi, si evidenzia che le banche focalizzate su attività di *retail* e *commercial banking* trattano tipicamente a multipli significativamente inferiori rispetto ad istituti finanziari focalizzati sul *Wealth Management*. Si segnala che Mediobanca ad oggi si posiziona a premio rispetto alle banche tradizionali come di seguito evidenziato (37).



Alla luce di quanto precede, dal punto di vista industriale, l'Offerta non è idonea a produrre benefici né per MPS né per Mediobanca in quanto:

- per MPS l'aggregazione non è in grado (i) di generare economie di scala nelle attività caratteristiche di MPS, (ii) di consentire il recupero delle quote di mercato

<sup>37</sup> Si fa riferimento al multiplo del prezzo / utile netto prospettico (P/E) 2026 (al giugno 2026 per Mediobanca e al dicembre 2026 per i peers considerati).

- perse con riferimento a tali attività, (iii) di migliorare il posizionamento delle proprie linee di *business* in generale, (iv) di ampliare la copertura geografica, (v) di rafforzare il valore del marchio e (vi) di offrire opportunità di razionalizzazione o sinergie con riferimento ai sistemi IT;
- per Mediobanca l'aggregazione indebolisce fortemente il posizionamento competitivo nelle aree *Wealth Management*, *Corporate & Investment Banking*, e *Consumer Finance*. Inoltre, produrrebbe con elevata probabilità impatti negativi sul personale chiave del Gruppo Mediobanca, con il rischio concreto di perdita di talenti a vantaggio di *competitor* internazionali o *boutique* specializzate ed una consequenziale riduzione delle prospettive di crescita e della qualità degli *asset*.
- Anche la distanza tra i due gruppi in termini di storia e cultura d'impresa risulta particolarmente significativa. Da una parte Mediobanca si contraddistingue per una tradizione di stabilità e crescita, nonché per la capacità di riconoscere un'adeguata remunerazione a favore degli Azionisti; dall'altra MPS presenta una storia caratterizzata da numerosi cambi di *top management* negli ultimi anni, di instabilità e difficoltà economico-finanziaria, dimostrata dalla costante necessità di ricorrere a capitali addizionali. In aggiunta, MPS non dispone di alcuna esperienza per una gestione ottimale delle attività specialistiche di Mediobanca, tale da poterne migliorare o anche soltanto preservare il livello attuale di *performance* e il posizionamento competitivo.
- Inoltre, sulla base dei rischi identificati al Paragrafo 3.3.3 del Documento di Esenzione, è lo stesso Offerente a evidenziare almeno le seguenti criticità:
- *“eventuali difficoltà nel processo di integrazione tra l'Offerente e Mediobanca a seguito del completamento dell'Offerta, inclusi possibili ritardi nell'implementazione delle attività relative all'integrazione, con impatti negativi sull'efficienza, l'affidabilità, la continuità e la coerenza di funzioni operative, amministrative e di controllo;*
  - *la necessità di effettuare rilevanti investimenti imprevisti in attrezzature, gestione delle informazioni, sistemi informatici (“IT”), servizi IT e altre infrastrutture aziendali critiche, nonché la gestione di sfide tecnologiche impreviste connesse all'integrazione dei sistemi informatici delle due società. L'Offerente, a valle di un processo di valutazione tecnica delle potenziali migliorie dei sistemi informativi, potrà infatti prevedere l'integrazione dei sistemi IT di Mediobanca nel modello architettonicale di BMPS. La potenziale integrazione comporterà il trasferimento di un volume significativo di dati, attività e processi, che potrebbe temporaneamente ritardare il processo di migrazione e determinare costi aggiuntivi per l'entità risultante dall'Operazione, richiedere risorse supplementari da parte del management e del personale e comportare la perdita di future opportunità di business.*
  - *l'elevato carico di lavoro richiesto alle risorse di BMPS e Mediobanca ai fini di un'integrazione, che potrebbe impattare la capacità dei management di gestire*

*efficacemente le attività ordinarie dell’entità risultante dal completamento dell’Offerta;*

- *la capacità di rispondere prontamente ai cambiamenti del mercato e del contesto aziendale durante e a seguito del processo di integrazione tra l’Offerente e Mediobanca;*
- *la gestione efficace del processo di adattamento del personale, inclusa la necessità di garantire tempi adeguati per l’implementazione delle modifiche organizzative necessarie;*
- *la capacità di trattenere e gestire il management di maggior esperienza e le figure chiave all’interno dell’entità risultante dal completamento dell’Offerta; e*
- *la capacità di gestire e mantenere con successo le relazioni commerciali e contrattuali con clienti, fornitori e controparti commerciali durante il processo d’integrazione”.*

Tali fattori potrebbero comportare, come evidenziato dallo stesso Offerente, rilevanti costi aggiuntivi di natura legale, contabile e amministrativa, alcuni dei quali dovuti indipendentemente dal raggiungimento di una piena integrazione.

Con specifico riferimento a Mediobanca, in definitiva, l’aggregazione con il Gruppo MPS risultante dall’Offerta determinerebbe un forte indebolimento del proprio modello di *business* focalizzato sui segmenti di attività specializzate e redditizie quali il *Wealth Management* e il *Corporate & Investment Banking*. L’operazione non porterebbe nessun beneficio in questi segmenti, bensì un loro significativo deterioramento, posto che l’attività di *Corporate & Investment Banking* a favore di grandi gruppi, medie aziende e clientela bancaria e finanziaria richiede indipendenza di giudizio e assenza di conflitti di interesse che non si conciliano con una matrice di banca commerciale priva di focus, scala e specializzazione nel segmento specifico.

L’operazione comporterebbe conseguentemente una perdita della clientela *mid* e *large corporate* a beneficio di *boutique* specializzate o banche estere e di una parte rilevante dei clienti internazionali (in particolare con riferimento a Messier & Associés e ad Arma Partners). Analogamente, la minore attrattività del *brand* dell’entità combinata potrebbe causare perdite di ricavi e clienti nel *Wealth Management*, con conseguente perdita di figure professionali chiave all’interno di Mediobanca (quali i *banker* e consulenti finanziari) e il rischio, anche in questo caso, di una migrazione verso banche estere, intermediari non bancari o le maggiori banche italiane.

Si rimanda al Paragrafo 2.3.3. del Comunicato dell’Emittente per il dettaglio sulle dissinergie.

### *2.3.2. Criticità dell’operazione sotto il profilo finanziario*

L’Offerta appare altresì priva di un chiaro razionale finanziario, presentando invece rilevanti criticità sotto tale profilo.

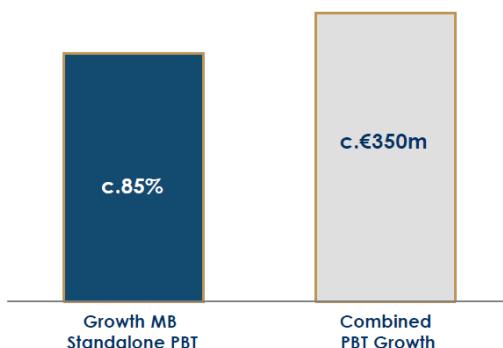
#### *Impatto negativo sul profilo reddituale*

In ragione dell'indebolimento del modello di *business* di Mediobanca determinato dall'aggregazione con MPS, si produrrebbero:

- un forte pregiudizio al profilo reddituale di Mediobanca, i cui utili su base *stand-alone* sono previsti in sostanziale crescita come indicato nell'estensione del piano *"One Brand- One Culture"*, mentre per MPS il *consensus* <sup>(38)</sup> vede utili sostanzialmente invariati, impattati dall'assenza di crescita del margine di interesse tra il 2025 e il 2027;
- una diluizione dei ritorni di Mediobanca visto il differenziale di RoTE tra le due banche, atteso che Mediobanca prevede di realizzare un *Return on Tangible Equity* di circa 20% (ovvero 17% rettificato degli utili non ricorrenti) nel 2028 rispetto ad un RoTE al netto di un *tax-rate* normalizzato inferiore al 10% per MPS nel triennio 2025–2027 <sup>(39)</sup>, quest'ultimo inferiore a quanto registrato nel 2024 con potenziali ripercussioni sulla future capacità di MPS di distribuire dividendi.

In aggiunta, si segnala che in base alle stime di *consensus*, nell'ipotesi di integrale adesione all'Offerta, l'utile *ante imposte* dell'entità combinata è previsto in crescita di circa Euro 350 milioni tra il 2025 e il 2028 <sup>(40)</sup>, escluse le dissinergie. Tale crescita (i) è rappresentata principalmente dalla crescita dell'utile *ante imposte* di Mediobanca *stand-alone*, che rappresenta circa 85% di tale crescita, e (ii), principalmente dovuta al contributo di Mediobanca, verrebbe azzerata dall'impatto stimato dal *management* di Mediobanca delle dissinergie di Euro 460 milioni (come meglio illustrato nel successivo Paragrafo 2.3.3 del Comunicato dell'Emittente).

PBT increase in 3Y FY25-28 (€m, based on Consensus)



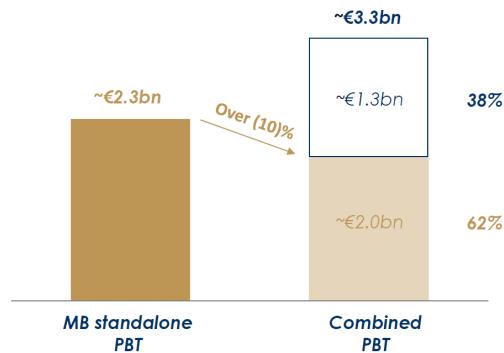
Tenendo conto di tali dissinergie, nell'ipotesi di integrale adesione all'Offerta, si stima una diluizione degli utili *ante imposte* per gli Azionisti di Mediobanca superiore al 10% in base alle stime dell'utile *ante imposte* ricorrente di Mediobanca e dell'entità

<sup>38</sup> Fonte: Factset.

<sup>39</sup> Fonte: Factset. Anni di riferimento 2026 e 2027. RoTE calcolato come profitti *ante imposte* da *consensus* tassati al 32,15%, diviso per la media (tra inizio e fine periodo) del patrimonio netto (al netto delle attività immateriali e delle perdite fiscali in bilancio).

<sup>40</sup> Utile *ante imposte* basato sul *consensus* post pubblicazione del *business plan* per Mediobanca e su *consensus* calendarizzato a giugno per MPS.

combinata al 2028 dovuta al confronto tra Euro 2,3 miliardi di utile ante imposte ricorrente previsto dal Piano “One Brand–One Culture” al 2028 rispetto ad un utile ante imposte ricorrente di circa Euro 2,0 miliardi di competenza degli Azionisti di Mediobanca determinato in base al concambio offerto <sup>(41)</sup> ed inclusivo dell’impatto delle dissinergie.



Tale impatto superiore al 10% stimato sull’utile *ante imposte* ricorrente porterebbe alla stessa diluzione sul *Dividend Per Share* (“DPS”) a parità di *pay-out ratio* ordinario.

Quanto sopra si aggiunge alle fragilità reddituali e patrimoniali di MPS che confluirebbero in Mediobanca: bassa qualità degli attivi, elevata dipendenza da fattori esogeni (tassi di interesse) o straordinari (DTA), redditività strutturalmente inferiore rispetto ai *peers* e rischi legali rilevanti.

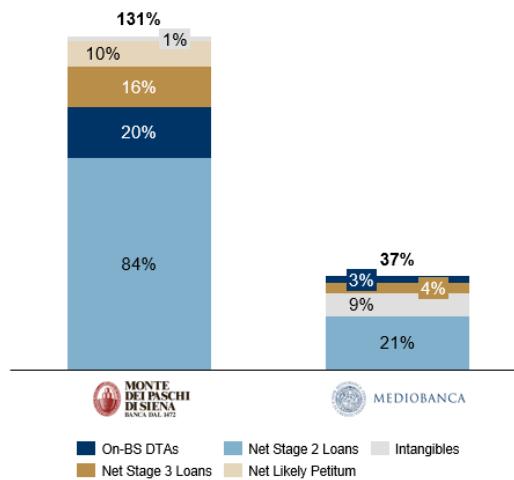
#### Impatto negativo sul profilo di rischio

In proposito, si rileva che il bilancio di MPS presenta una quantità significativamente superiore di attivi rischiosi rispetto a Mediobanca: tali attivi (al netto dei relativi accantonamenti) rappresentano oltre il 130% del patrimonio netto di MPS al 31 dicembre 2024 rispetto al 37% circa per Mediobanca. L’elevata percentuale nel caso di MPS riflette circa Euro 2,4 miliardi di DTA iscritte in bilancio, circa Euro 1,9 miliardi di crediti netti in sofferenza (*stage 3*), circa 1,3 miliardi di rischi probabili, circa Euro 10,1 miliardi di crediti netti in *stage 2* e circa Euro 0,2 miliardi di attività immateriali.

---

<sup>41</sup> La stima di Euro 2,0 miliardi è calcolata come il 62% (quota di competenza degli Azionisti Mediobanca dell’entità combinata) dell’utile ante imposte di Euro 3,3 miliardi al netto delle dissinergie di Euro 460 milioni.

Risky Assets / Shareholders Equity (%)



Tale struttura patrimoniale evidenzia come MPS sia esposta a una concentrazione di rischi molto elevata rispetto al proprio capitale, a differenza di Mediobanca che mantiene un profilo di rischio decisamente più contenuto. La presenza di una quota così rilevante di attivi rischiosi, tra cui DTA e crediti deteriorati, uniti ad un rilevante *petitum* legale/contrattuale – che rappresenta una quota significativa rispetto al CET1 di MPS – rendono la posizione di MPS particolarmente vulnerabile a *shock* esogeni e a potenziali perdite inattese, con impatti diretti sulla solidità patrimoniale e sulla capacità di generare valore per gli azionisti.

#### Rischi di deficit di funding risultanti dalla mancata Fusione

Occorre ulteriormente sottolineare che, in caso di mancata fusione con Mediobanca, la posizione *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities* (MREL) di MPS risulterebbe sostanzialmente indebolita e al di sotto dei requisiti regolamentari. All'aumento considerevole dei *risk weighted assets* non farebbe seguito la computazione delle passività di Mediobanca in aggiunta a quelle di MPS, che rimarrebbero quindi i soli elementi di contribuzione del *buffer*.

A fronte di un requisito MREL per MPS pari al 26,48% al 31 marzo 2025, si otterebbe un *ratio* inferiore, corrispondente ad un deficit di Euro 6,2 miliardi, che è ragionevole ipotizzare venga richiesto a MPS di colmare in un arco triennale facendo ricorso principalmente a maggiori emissioni obbligazionarie, non determinando quindi da subito un rischio regolamentare di non conformità.

#### Rischio di declassamento del merito creditizio

Un ulteriore elemento di criticità riguarda il rischio di declassamento del merito creditizio di Mediobanca. Si evidenzia al riguardo che:

- l'agenzia di *rating* Moody's, nella nota pubblicata in data 6 maggio 2025, ha sostenuto come in caso di successo dell'Offerta, Mediobanca entrerebbe a far parte di un gruppo più debole: "The outlook on Mediobanca's LT issuer and senior

*unsecured debt ratings remains negative, reflecting the downward pressure on its creditworthiness that could result from the combination with a weaker bank such as MPS*"; in data 27 maggio 2025, Moody's, a seguito della revisione dell'*outlook* del debito sovrano da stabile a positivo, ha confermato le pressioni negative sul *rating* di Mediobanca in caso di successo dell'Offerta di MPS: "*the outlook on Mediobanca's long-term issuer and senior unsecured debt ratings has changed to stable from negative. The stable outlook reflects the potential upward pressure on Mediobanca's BCA should the Italian sovereign rating be upgraded, balanced against the downward risks stemming from the potential combination with a weaker peer bank such as MPS*";

- l'agenzia di *rating* Fitch ha dichiarato, nella nota del 24 febbraio 2025, che un'eventuale acquisizione da parte di MPS aggiungerebbe pressione negativa sui *rating* di Mediobanca in ragione dei differenti profili di rischio delle due banche e dell'elevato *execution risk* che caratterizza l'Offerta: "*The acquisition of Mediobanca by MPS could result in negative rating action given the two banks' different ratings and our view that execution risks from an integration following an acquisition are likely to be high, also because of Mediobanca's confidence-sensitive CIB and wealth-management franchises*";
- in data 26 maggio, l'agenzia di *rating* Fitch ha posto il *rating* di Mediobanca (*Long term IDR*) sotto *Rating Watch Evolving*, identificando due possibili scenari, ossia (i) con pressioni negative in caso di successo dell'Offerta di MPS e (ii) con potenziale *outlook* positivo in caso di successo dell'Offerta su Banca Generali e mancato perfezionamento dell'Offerta di MPS. Fitch ha evidenziato che, nel caso di successo dell'Offerta di MPS, "*Mediobanca's highly competitive and confidence CIB and wealth-management franchises could suffer from the takeover, as MPS could be perceived as a weaker and less specialised bank. Moreover, cultural differences could lead to staff and client attrition. Integration of some of Mediobanca's more sophisticated and riskier activities would require careful oversight*". Inoltre, la medesima agenzia, relativamente all'Offerta su Banca Generali, ha osservato che "*if the MPS takeover does not go through, a successful completion of BG exchange offer could result in an affirmation of Mediobanca's ratings and the assignment of a Positive Outlook on its Long-Term IDR. This is because Mediobanca's credit profile would be likely to benefit from the synergies from its enlarged and stabilised franchise in wealth management and private banking. This should enhance the bank's earnings generation resilience and revenue mix in a sustainable manner through larger business volumes and a stronger contribution from fee-based wealth-management activities. At the same time, Fitch expects the integration to result in a manageable deterioration of Mediobanca's capitalisation, which should remain adequate and with satisfactory buffers over regulatory minimums*";
- in data 4 luglio, l'agenzia *rating* Standard and Poor's ha dichiarato che, qualora l'offerta di MPS su Mediobanca andasse in porto, l'agenzia farebbe le dovute

valutazioni d'impatto sul profilo finanziario e di *business* di Mediobanca a seguito delle quali potrebbero decidere di abbassarne il *rating*: *"if the offer by Monte dei Paschi di Siena (MPS; not rated) to acquire Mediobanca (BBB+/Stable/A-2) were to finally succeed, we would consider the implications that the transaction might have on Mediobanca's business and financial profile. If we were to conclude that the potential consolidation could negatively impact its creditworthiness, we could lower our rating on Mediobanca."*

L'Offerta, quindi, non solo non apporterebbe benefici tangibili in termini di crescita o posizionamento competitivo, ma potrebbe verosimilmente compromettere la redditività, la stabilità e la reputazione di Mediobanca, esponendola a rischi patrimoniali e di mercato che non hanno mai caratterizzato il *business* di Mediobanca grazie a una gestione prudente e a un modello di *business* diversificato e ad alto valore aggiunto.

### *2.3.3. L'aggregazione tra MPS e Mediobanca genererebbe dissinergie e attriti tra i modelli di business*

La prospettata aggregazione tra MPS e Mediobanca introduce una serie di ulteriori elementi di complessità – dovuti principalmente alla ridotta sovrapposizione geografica e di linee di *business* tra le due banche nonché alla notevole diversità in termini di segmenti di clientela serviti da ciascuna banca – che non sono stati adeguatamente considerati da MPS nell'elaborazione delle stime delle sinergie. Tale aggregazione non migliorerebbe infatti il posizionamento competitivo di nessuna delle attività di Mediobanca; al contrario, in molti casi il posizionamento di Mediobanca si deteriorerebbe a causa di culture contrastanti e di un potenziale significativo abbandono da parte del personale chiave di Mediobanca. Inoltre, qualsiasi possibilità di realizzare sinergie sarebbe accompagnata da un elevato livello di rischio di esecuzione a causa della mancanza di esperienza di MPS nell'integrazione di altre entità, come peraltro evidenziato dalla problematica acquisizione di Banca Antonveneta S.p.A., che ha contribuito pesantemente alle successive difficoltà patrimoniali e finanziarie di MPS.

Le sinergie annunciate da MPS sono state stimate in circa Euro 700 milioni complessivi su base annua *ante imposte*, a prescindere dall'eventuale realizzazione della Fusione, di cui:

- circa Euro 300 milioni, pari al 43% del totale, quali sinergie di ricavo. In particolare, le sinergie di ricavo previste da MPS dovrebbero derivare principalmente dall'ampliamento dell'offerta di prodotti e servizi, dal rafforzamento delle capacità distributive e dall'incremento della penetrazione in segmenti chiave come quello delle PMI;
- circa Euro 300 milioni, pari al 43% del totale, quali sinergie di costo, attese soprattutto dall'ottimizzazione delle funzioni centrali, dalla razionalizzazione delle spese IT e dalla riduzione delle spese in aree di *business* comuni come *Wealth Management* e *Consumer Finance*;

- circa Euro 100 milioni, pari a circa il 14% del totale, quali sinergie di *funding*, grazie alla capacità di finanziamento commerciale di MPS e all'ottimizzazione della posizione di *wholesale funding* dell'entità combinata.

Per realizzare tali sinergie, MPS ha stimato che nel primo anno saranno sostenuti costi di integrazione pari a circa Euro 600 milioni *ante imposte*.

Tali sinergie risultano altamente ottimistiche e poco realistiche alla luce delle caratteristiche delle più rilevanti aggregazioni nel settore italiano bancario avvenute in Italia in passato e tuttora in corso (42).

Difatti, la maggior parte delle integrazioni bancarie di successo prese in considerazione ha beneficiato di una significativa sovrapposizione geografica, di prodotto e di linee di *business*, favorendo naturalmente le sinergie di costo e di ricavo. Peraltro, le sinergie stimate da MPS risultano ottimistiche anche alla luce di aggregazioni transfrontaliere nel settore bancario che hanno beneficiato di una minima sovrapposizione geografica (43).

Numerose combinazioni passate tra una banca commerciale e *retail* e una banca d'investimento e/o un *wealth manager* o una *private bank*, caratterizzate da modelli di *business* diversi e molto difficili da integrare con successo, hanno portato ad esiti negativi, tra cui la svalutazione dell'avviamento e la riduzione degli *asset under management* (44).

---

<sup>42</sup> Si fa riferimento alle informazioni sulle stime di sinergie rese note al momento dell'annuncio delle seguenti operazioni: (i) offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da BPER Banca S.p.A. su azioni ordinarie di Banca Popolare di Sondrio S.p.A.; (ii) offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da UniCredit S.p.A. su azioni ordinarie di Banco BPM S.p.A., e (iii) offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria promossa da Intesa Sanpaolo S.p.A. su azioni ordinarie di UBI Banca S.p.A.

<sup>43</sup> Si fa riferimento alle informazioni sulle stime di sinergia rese note al momento dell'annuncio delle seguenti operazioni: (i) l'acquisizione di BPI da parte di CaixaBank, (ii) l'acquisizione di TSB da parte di Sabadell, (iii) l'acquisizione di Fortis da parte di BNP Paribas; (iv) l'acquisizione di HypoVereinsbank da parte di UniCredit S.p.A.; (v) e l'acquisizione di Abbey National da parte di Santander.

<sup>44</sup> Esempi di combinazioni tra una banca commerciale e al dettaglio e una banca d'investimento includono l'acquisizione di Wasserstein Perella & Co da parte di Dresdner Bank (con riferimento alla quale è stata comunicata una svalutazione di 0,9 miliardi di dollari dell'avviamento successiva all'operazione). Le combinazioni tra una banca commerciale e *retail* e un *wealth manager* o una *private bank* includono l'acquisizione di First Republic Bank da parte di J.P.Morgan (con riferimento alla quale è stato comunicato il mantenimento del 75% dei consulenti e dei fondi dei clienti secondo gli articoli di stampa, rispetto al 90% annunciato al momento dell'acquisizione), l'acquisizione di UBS Spagna da parte di Singular Bank (con riferimento alla quale è stato comunicato che l'AUM *pro forma* è sceso da Euro 20 miliardi al momento dell'acquisizione nel 2021 a Euro 13,4 miliardi nell'esercizio 2024), e l'acquisizione di Kleinwort Hambros da parte di Societe Generale (con riferimento alla quale è stato comunicato che l'AUM *pro forma* è sceso da 16 miliardi di sterline al momento dell'acquisizione nel 2016 a 14,2 miliardi di sterline nell'esercizio 2019).

La prospettata aggregazione tra MPS e Mediobanca, come osservato, coinvolge due realtà con modelli di *business* fortemente diversi, offerte di prodotti differenti e una sovrapposizione operativa minima, tutti fattori che rendono la realizzazione delle sinergie decisamente più complessa e il rischio di esecuzione significativamente più elevato. Non a caso, numerosi analisti di mercato hanno espresso perplessità sulla sostenibilità industriale dell'Offerta e sulle potenziali sinergie conseguibili da MPS (45).

Tali incertezze sono state riscontrate anche dalla BCE nel provvedimento autorizzativo del 24 giugno 2025 (prot. n. ECB-SSM-2025-ITMPS-8 – QLF-2025-0020 – QLF-2025-0021 – QLF-2025-0022), in cui l'Autorità ha richiesto a MPS, entro sei mesi dalla data di acquisizione del controllo di Mediobanca, di presentare un piano di integrazione che includa le seguenti informazioni:

- (i) *“gli impatti sul capitale, sulle strategie di funding e sulla digitalizzazione/sicurezza informatica, evidenziando eventuali scostamenti rispetto alle ipotesi iniziali, evidenziate in sede di istanza, in termini, tra l'altro, di sinergie, costi di integrazione, previsioni di perdite operative e valutazioni concernenti l'avviamento. Il capital plan aggiornato dovrà comprendere, oltre ad uno scenario base, anche un'ipotesi di scenario avverso, unitamente alle relative azioni manageriali di mitigazione nonché ad una valutazione relativa all'effettiva fattibilità e tempistica per l'attuazione;*
- (ii) *l'organizzazione del sistema ICT, specificando le architetture transitorie ed a tendere, i data flows, gli accordi con terze parti unitamente ai processi ed ai controlli relativi al sistema ICT, al data quality, alle misure di continuità operativa, anche in termini di gestione delle parti terze ed ai cambiamenti da apportare ai piani ed alle procedure interne”* (cfr. Paragrafo C.2 del Documento di Offerta).

Tenuto conto di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ritiene che l'Offerta di MPS darà corso a dissinergie, su base annuale *ante imposte*, come di seguito indicato:

- (i) dissinergie sull'utile *ante imposte* pari a Euro 495 milioni complessivi, che si manifesterebbero nell'arco del triennio 2026–2028, di cui Euro 220 milioni in relazione all'attività di *Corporate & Investment Banking* ed Euro 275 milioni in relazione all'attività di *Wealth Management*;
- (ii) sinergie di costo pari a soli Euro 80 milioni in caso di Fusione, realizzate integralmente entro 24 mesi, e pari a soli Euro 50 milioni in assenza di Fusione;
- (iii) dissinergie di *funding* in caso di Fusione pari a Euro 45 milioni medi annui nell'arco del triennio per l'aumento degli *spread* di credito a valere su emissioni pari a Euro 6,7 miliardi annue medie nel triennio, minori impieghi richiesti a far fronte alla minore raccolta derivante dalla perdita di gran parte del canale interbancario di Compass Banca e dai deflussi di depositi *Wealth* in conseguenza dell'uscita di *private bankers*, mitigati da sinergie sui depositi retail; in caso di mancata Fusione,

---

<sup>45</sup> Si rimanda al successivo Paragrafo 2.3.4 del Comunicato dell'Emittente per i dettagli sui commenti degli analisti.

aumenterebbero a Euro 220 milioni alla fine del triennio quando sarà colmato il *deficit MREL* in capo a MPS, stimato in misura pari a Euro 6,2 miliardi (46) colmato con un corrispondente aumento del costo nell'ordine di Euro 90 milioni, nonché al venir meno di potenziali sinergie di costo sui depositi lungo il triennio 2025–2028.

#### Dissinergie di ricavo

L'operazione proposta da MPS comporterebbe potenziali rilevanti dissinergie industriali e strategiche sia per la divisione *Corporate & Investment Banking*, compromettendone il posizionamento competitivo e la capacità di generare valore, sia per la divisione *Wealth Management*, data la perdita di masse.

È prevista l'uscita significativa di figure professionali chiave (come i *bankere* e i consulenti finanziari), cui si aggiungerebbe l'effetto di minori ingressi nell'arco del Piano 2023–2026 *“One Brand–One Culture”*, successivamente aggiornato con l'estensione fino al 2028 come comunicato al mercato in data 27 giugno 2025.

A tal riguardo, l'Offerente ha evidenziato nel Paragrafo 3.3.3 del Documento di Esenzione (*“Rischi connessi al completamento dell'Operazione”*) il rischio che, ad esito del processo di integrazione, MPS non abbia *“la capacità di trattenere e gestire il management di maggior esperienza e le figure chiave all'interno dell'entità risultante dal completamento dell'Offerta”*.

Ciò posto, nel *Corporate & Investment Banking* rilevanti impatti negativi potrebbero derivare dalla perdita (i) di professionisti chiave e talenti, elementi fondamentali nel *business CIB*, e (ii) della clientela bancaria e finanziaria (FIG), in parte dei clienti *mid* e *large corporate* che migrerebbe verso *boutique* specializzate o banche estere, in parte dei clienti che attualmente contribuiscono al *cross-selling* con il *Wealth Management* nonché, nel tempo, anche di una parte rilevante dei clienti internazionali (in particolare con riferimento a Messier & Associés e ad Arma Partners).

L'operazione avrebbe un impatto significativo sulla reputazione di Mediobanca, che costituisce un *asset* fondamentale in grado di attrarre i migliori talenti sul mercato, e sulla continuità del processo di trasformazione intrapreso negli ultimi anni che ha portato la divisione *Corporate & Investment Banking* ad essere maggiormente internazionale (oltre il 50% dei ricavi CIB e il 65% dei ricavi di *Advisory* sono prodotti all'estero), con un modello *capital-light* e sinergico con il *Wealth Management* (modello di *Private Investment Banking*); ciò determinerebbe una riduzione dei ricavi del *Corporate & Investment Banking* ai livelli del 2019. Complessivamente si stima un impatto negativo sull'utile ante imposte nel 2027–2028 stimato in circa Euro 220 milioni. La perdita dei ricavi è legata principalmente alla potenziale uscita di professionisti chiave di Mediobanca. Sono inoltre da considerare i significativi costi *one-off* di *retention* (i.e. mantenimento) dei *banker* chiave e talenti, stimati in circa Euro 50 milioni, sostenuti prevalentemente nel 2025–2026.

---

<sup>46</sup> Cfr. Paragrafo 2.3.2 del Comunicato dell'Emittente.

Nel *Wealth Management* l'impatto si tradurrebbe in una fuoriuscita di *bankers*, consulenti finanziari, clienti e associate masse, legato al deterioramento del *brand* della banca d'affari che sarà associato a quello di una banca commerciale con un modello di *business* incentrato su clientela *retail*. I *banker* e i clienti più impattati sarebbero quelli di fascia alta, in termini di dimensione di portafoglio, più sensibili al prestigio del *brand* e al modello di *business* incentrato sulla *Private Investment Bank*, con il conseguente riduzione dei *liquidity events*.

Si verificherebbe pertanto un annullamento della crescita organica realizzato negli ultimi cinque anni (oltre Euro 35 miliardi), la quale includeva – tra l'altro – il *goodwill* del *rebranding* di CheBanca! in Mediobanca Premier, e il conseguente riposizionamento su clientela di fascia più alta con una offerta di prodotti più sofisticati.

Si assume anche un'uscita dal mondo *alternative asset management* con la dismissione di Polus e Ram, rivolti a una clientela prevalentemente istituzionale e internazionale che non sarebbe attratta dall'appartenenza dell'*asset manager* a un gruppo *retail* esclusivamente domestico con un ulteriore impatto sulle TFA di circa Euro 14 miliardi. Anche la capacità di raccolta netta – nell'ordine di Euro 5 miliardi – sarebbe assimilabile a quella di cinque anni fa, pari alla metà di quella attuale.

Il peggioramento dei ricavi nel 2027 – 2028 (rispetto alle previsioni del Piano “2023–2026 *One Brand–One Culture*”, come successivamente aggiornato con l'estensione fino al 2028), in termini di margine di interesse (per effetto della fuoriuscita di depositi e dell'aumento del costo del *funding*, nonché di minori commissioni per oltre l'80%) non verrebbe compensato dal minor costo del lavoro per le fuoruscite suddette e dai minori costi fissi. Come risultato di quanto sopra descritto, pertanto, si stima una significativa riduzione dell'utile *ante imposte* nel 2027 – 2028 per circa Euro 275 milioni; inoltre, i futuri esercizi sarebbero gravati da costi *one-off* di *retention* dei *banker* chiave che sono stimati nell'ordine di Euro 145 milioni, sostenuti in prevalenza nel 2025 – 2026.

#### *Sinergie di costo*

Il Gruppo Mediobanca non presenta significative sovrapposizioni con MPS alla luce della diversità dei rispettivi modelli di *business* (banca specializzata rispetto a banca *retail/commerciale*) e presenta invece una limitata duplicazione delle reti di distribuzione. Le attività *Wealth Management*, *Corporate & Investment Banking* e *Consumer Finance* sono caratterizzate da una struttura commerciale e sistemi IT molto specializzati gestiti da una struttura di supporto dedicata ed altamente qualificata.

Le sinergie di costo deriverebbero quindi esclusivamente dai risparmi sui costi delle funzioni di *holding*, dove potrebbe essere realizzato un contenuto livello di ottimizzazione nelle funzioni centrali come quelle riguardanti la tecnologia, la contabilità e il patrimonio immobiliare. In alcune aree delle funzioni di *holding*, come la gestione del rischio e la *compliance*, i potenziali risparmi di costo sono molto limitati a causa della mancanza di sovrapposizione delle linee di *business* e quindi della necessità di mantenere personale specializzato nelle attività di Mediobanca.

Di conseguenza, le ipotesi di sinergie di costo sarebbero significativamente ridimensionate rispetto a quanto annunciato da MPS in quanto stimabili in un importo non superiore a Euro 80 milioni, con costi di integrazione pari a circa Euro 80 milioni. Tale ammontare si ridurrebbe a Euro 50 milioni in caso di assenza di Fusione, con costi di integrazione pari a circa Euro 45 milioni.

#### *Sinergie di funding*

Le sinergie di *funding* sono negative in quanto l'atteso beneficio sul costo dei depositi sarebbe limitato dalla tipologia di clientela di Mediobanca che, essendo *price sensitive*, richiederebbe – in ogni caso – un *pricing* non solo superiore a quello attuale e ipotizzato progettato da MPS, tipico di una banca commerciale *retail*, ma anche rispetto a quello attualmente richiesto dai clienti Mediobanca in virtù del *rating* assegnato e percepito. Per ulteriori informazioni sul *rating* di Mediobanca, si rinvia al precedente Paragrafo 2.3.2 del Comunicato dell'Emittente.

Alla luce di quanto sopra, si registrerebbe un peggioramento degli *spread* creditizi delle emissioni obbligazionarie in programma, pari a Euro 6,7 miliardi medi annui nel periodo 2025–2028, con un probabile allineamento ai livelli attualmente registrati da MPS (superiori a quelli di Mediobanca) e un conseguente impatto negativo sul margine d'interesse.

Nell'arco di Piano 2023–2026 “*One Brand–One Culture*”, come successivamente aggiornato con l'estensione fino al 2028, il cambiamento del merito creditizio di Mediobanca per effetto del perfezionamento dell'Offerta e il minor apprezzamento del suo *brand* tra i clienti *Wealth Management*, porterebbe inoltre ad una potenziale fuoriuscita di clienti e figure professionali chiave per Mediobanca (come i *bankers*), con riduzione sensibile dello *stock* di depositi (circa Euro 4 miliardi nel 2025–2026 ed ulteriori Euro 0,8 miliardi annui nei successivi due anni di tale piano). Considerata l'assenza di altri canali disponibili per colmare tale *deficit* di *funding*, sarebbe quindi necessaria una riduzione proporzionale degli attivi creditizi originati dalla divisione *Corporate & Investment Banking*, con impatto negativo sul margine d'interesse di Mediobanca.

Inoltre, ad esito del consolidamento nel Gruppo MPS, Mediobanca perderebbe canali di *funding* alternativi (principalmente prestiti interbancari) attualmente a disposizione di Mediobanca in quanto entità indipendente e non percepita come competitor dalle principali banche commerciali finanziarie; questo genererebbe la necessità di riduzione proporzionale degli attivi creditizi originati da *Corporate & Investment Banking* e *Consumer Finance* per complessivi Euro 1,5 miliardi, con impatto negativo sul margine d'interesse.

In assenza di Fusione, la posizione MREL di MPS risulterebbe sostanzialmente indebolita, a causa dell'aumento dei *risk weighted assets* in combinazione con l'impossibilità di utilizzare una significativa quantità delle esistenti passività di Mediobanca come passività MREL nel gruppo combinato. Ciò comporterebbe un MREL *ratio* inferiore al requisito MREL di MPS del 26,48% al 31 marzo 2025, corrispondente a un *deficit* Euro

6,2 miliardi che è ragionevole ipotizzare venga richiesto a MPS di colmare in un arco triennale facendo ricorso principalmente a maggiori emissioni obbligazionarie <sup>(47)</sup>.

Di conseguenza, potrebbero esserci dissinergie di *funding* per Euro 45 milioni medi annui nell'arco del Piano 2025–2028 *“One Brand–One Culture”*, in quanto eventuali vantaggi finanziari sarebbero compensati da un costo più elevato dei depositi (con uno *stock* sensibilmente ridotto), un maggior costo del *wholesale funding* e dalla perdita di canali di *funding* alternativi (principalmente prestiti interbancari) attualmente a disposizione di Mediobanca in quanto entità indipendente e non percepita come competitor dalle principali banche commerciali datrici di quei crediti. In assenza di Fusione, nell'arco del Piano 2025–2028 *“One Brand–One Culture”* si prevede un ulteriore aumento delle dissinergie tra Euro 110 milioni ed Euro 220 milioni annui a causa del suddetto *deficit MREL*.

\*\*\*

Complessivamente, a livello di utile *ante imposte*, il Consiglio di Amministrazione stima che dall'aggregazione tra MPS e Mediobanca deriverebbero dissinergie per un totale di Euro 460 milioni in caso di Fusione e di Euro 665 milioni in assenza di Fusione. I costi di integrazione sarebbero complessivamente Euro 275 milioni nel caso di Fusione ed Euro 240 milioni in assenza di Fusione.

La seguente tabella illustra le sinergie stimate da MPS, da una parte, e le sinergie/dissinergie stimate da Mediobanca, dall'altra, rispetto all'Offerta.

	Sinergie stimate da MPS	Sinergie/dissinergie stimate da Mediobanca	
<i>Run-rate ante imposte</i>	Con o senza la Fusione	Con la Fusione	Senza Fusione
Sinergie di ricavo	Euro 300 milioni	– Euro 495 milioni	– Euro 495 milioni
Sinergie di costo	Euro 300 milioni	Euro 80 milioni	Euro 50 milioni
Sinergie di <i>funding</i>	Euro 100 milioni	– Euro 45 milioni	– Euro 220 milioni
<b>Sinergie totali</b>	<b>Euro 700 milioni</b>	<b>– Euro 460 milioni</b>	<b>– Euro 665 milioni</b>
Costi di integrazione	Euro 600 milioni	Euro 275 milioni	Euro 240 milioni

<sup>47</sup> In caso di mancata Fusione all'aumento considerevole dei *risk weighted assets* di MPS non farebbe seguito la computazione delle passività di Mediobanca in aggiunta a quelle di MPS, che rimarrebbero quindi i soli elementi di contribuzione del *buffer MREL* (pari, in aggiunta al *Common Equity Tier 1*, a circa Euro 1,1 miliardi di debito *Tier2* e Euro 2,4 miliardi di *senior preferred*). A fronte di un requisito MREL per MPS pari al 26,48% al 31 marzo 2025, si otterrebbe un *ratio* inferiore, corrispondente ad un *deficit* di Euro 6,2 miliardi.

#### 2.3.4. Assenza di sostegno da parte degli stakeholder istituzionali

Dall'annuncio al mercato dell'Offerta si è registrata una posizione fortemente critica da larga parte della comunità finanziaria. In particolare, le principali agenzie di *rating* e numerosi analisti di mercato hanno espresso perplessità circa la sostenibilità industriale dell'operazione, sottolineando l'elevato rischio di esecuzione, la limitata visibilità sulle sinergie effettivamente realizzabili e la possibilità di impatti negativi sulla stabilità e sulla reputazione delle entità coinvolte. È stato osservato che la combinazione tra i due gruppi potrebbe comportare un aumento della complessità gestionale e un'esposizione a rischi patrimoniali e operativi, senza apportare un chiaro vantaggio competitivo o un rafforzamento delle rispettive posizioni di mercato.

Rispetto al totale di 14 analisti di ricerca che hanno pubblicato i propri *report* nelle settimane successive all'annuncio dell'Offerta, solamente uno <sup>(48)</sup> ha riportato commenti positivi. Al contrario i seguenti analisti hanno riportato commenti negativi sull'Offerta e sul potenziale impatto per Mediobanca:

- analisti di Morgan Stanley hanno espresso una posizione fortemente critica sull'Offerta, affermando quanto segue: *"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"* <sup>(49)</sup>;
- analisti di Jefferies <sup>(50)</sup> hanno osservato che *"[...] Considering that the bank already enjoys a diversified revenue base, the combined group complexity will increase after the deal [...]. while cultural differences between the two companies could result in revenue dis-synergies, especially on the Investment Banking and Wealth Management front"* <sup>(51)</sup>;
- analisti di Autonomous hanno affermato che *"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"* <sup>(52)</sup>;
- analisti di Citibank hanno criticato la valenza industriale dell'Offerta osservando quanto segue *"We struggle to see the industrial rationale in the deal as we see limited synergies, high execution risk and sizeable capital redeployment"* <sup>(53)</sup>.

---

<sup>48</sup> Deutsche Bank (nota del 19 marzo 2025).

<sup>49</sup> Fonte: Morgan Stanley (nota del 24 gennaio 2025).

<sup>50</sup> Come indicato nel Documento di Offerta, Jefferies è anche *advisor* finanziario di MPS.

<sup>51</sup> Fonte: Jefferies (nota del 24 gennaio 2025).

<sup>52</sup> Fonte: Autonomous Research (nota del 24 gennaio 2025).

<sup>53</sup> Fonte: Citibank (nota del 24 gennaio 2025).

Da ultimo, si segnala che, nei giorni successivi all'annuncio dell'Offerta, il titolo MPS ha registrato un significativo calo, a dimostrazione della fragilità del razionale strategico che rende non conveniente l'operazione sotto il profilo finanziario. Rispetto al prezzo "undisturbed" di Mediobanca pari a Euro 15,23 alla data di chiusura del 23 gennaio 2025, l'Offerta basata sul prezzo di borsa di MPS registrava:

- uno sconto del 3% sulla base del prezzo di MPS del 27 gennaio 2025 (Euro 6,41);
- uno sconto del 7%, sulla base del prezzo medio di MPS a tre mesi (Euro 6,15);
- uno sconto del 15% sulla base del prezzo medio di MPS a sei mesi (Euro 5,62);
- uno sconto del 28% sulla base del prezzo medio di MPS a dodici mesi (Euro 4,77).

In aggiunta, il titolo MPS ha continuato a registrare una *performance* inferiore sia ai *benchmark* di mercato sia a Mediobanca, registrando all'8 luglio 2025 un andamento positivo del +1% rispetto al 23 gennaio 2025, ossia circa 22 punti percentuali in meno rispetto al predetto *benchmark* (+23% nello stesso periodo di riferimento) e 21 punti percentuali in meno rispetto a Mediobanca (+22% nello stesso periodo di riferimento). Il risultato dell'*underperformance* rispetto a Mediobanca è dimostrato anche dall'attuale *spread* pari al -4% tra l'*exchange ratio* a valori di mercato all'8 luglio pari a 2,645x e l'*exchange ratio* alla Data dell'Annuncio aggiustato tenendo conto dei dividendi distribuiti, rispettivamente, da MPS e da Mediobanca, pari a 2,533x.



### 2.3.5. L'adesione all'Offerta preclude agli Azionisti di Mediobanca l'accesso ai benefici attesi dall'Offerta su Banca Generali

Le motivazioni alla base dell'Offerta su Banca Generali risiedono nell'interesse di Mediobanca a realizzare un'operazione di rilevanza centrale per il Gruppo Mediobanca, in quanto connotata da un solido fondamento industriale e strategico. Come indicato nel comunicato pubblicato, in data 28 aprile 2025, ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF, e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti, Mediobanca ritiene che l'integrazione con Banca Generali, dando vita a un *leader* nel settore del *Wealth Management* italiano ed europeo, sia nell'interesse di tutti gli Azionisti di Mediobanca in quanto lo scambio della partecipazione detenuta in Assicurazioni Generali con azioni di Banca Generali configura per Mediobanca una efficiente riallocazione del capitale in un *business* industriale, altamente sinergico e con interessanti prospettive di crescita.

In particolare, l'aggregazione tra Mediobanca e Banca Generali consentirà la piena valorizzazione delle potenzialità di entrambe le banche, con un'elevata capacità di creazione di valore a beneficio degli azionisti, dei clienti, dei dipendenti e di tutti gli *stakeholders*. In particolare (54):

- (i) facendo leva sulla maggiore massa critica del gruppo nel medesimo ambito di operatività, si produrranno significative economie di scala ed una migliorata efficienza operativa, con sinergie di costo lorde stimate a regime per circa Euro 150 milioni senza impatti sociali;
- (ii) il rafforzamento dell'offerta di prodotto, il significativo *cross-selling* e l'ottimizzazione degli accordi di *partnership* sulla base delle *best practices* consentiranno a regime di realizzare sinergie lorde stimate per almeno Euro 85 milioni a livello di ricavi;
- (iii) la gestione integrata di *asset* e *liability management* e, in particolare, del *buffer* di eccesso di liquidità aumenterà la flessibilità nella strategia di *funding* e consentirà di raggiungere sinergie di *cost of funding* stimate per Euro 65 milioni lordi per anno;
- (iv) il nuovo gruppo bancario avrà una maggiore capacità di attrarre e trattenere i migliori talenti, nonché di valorizzare le risorse umane e i consulenti finanziari, facendo leva su un *brand* forte e riconosciuto, nonché su solide prospettive di crescita sostenibile, in linea con la propria storia recente e passata;
- (v) il gruppo manterrà una posizione patrimoniale estremamente solida, con un *Common Equity Tier 1 ratio pro-forma* di circa il 14% ed una capacità di generare capitale nell'ordine di 270 punti base all'anno (in aumento del 20% rispetto allo *stand alone*).

I costi di integrazione una *tantum* sono stimati complessivamente in Euro 350 milioni lordi.

---

<sup>54</sup> Dati calcolati utilizzando i risultati di Banca Generali al 31 dicembre 2024 ed i 6 mesi di Mediobanca, annualizzati includendo il pieno conseguimento delle sinergie.

Grazie all'integrazione con Banca Generali, nascerebbe un gruppo unico per modello di *business*: a basso assorbimento di capitale, con una limitata esposizione ai tassi di interesse ed al rischio di credito, un *mix* di utili attraente (utile netto di Euro 1,5 miliardi, di cui il 50% dal *Wealth Management*, il 20% da *Corporate & Investment Banking* e il 30% da *Consumer Finance*), distintivo per *brand* e qualità del capitale umano nel quale (55):

- il *Wealth Management* diviene il *business* prevalente, oltre che prioritario, del Gruppo Mediobanca, con ricavi raddoppiati a Euro 2 miliardi (45% dei ricavi consolidati pari a Euro 4,4 miliardi) e utile netto quadruplicato a Euro 0,8 miliardi (50% dell'utile del Gruppo Mediobanca);
- il *Corporate & Investment Banking* diviene sempre più sinergico con il *Wealth Management*, proseguendo, parallelamente, nel suo processo di internazionalizzazione e focalizzazione sulle attività a minor assorbimento di capitale e produttrici di commissioni;
- il *Consumer Finance* conferma la costante capacità di crescita di volumi, ricavi e utile netto, ed il suo ruolo di motore del margine di interesse e di diversificazione del rischio all'interno del Gruppo Mediobanca.

A seguito della combinazione con Banca Generali, il Gruppo Mediobanca verrebbe potenziato nella propria capacità reddituale, efficienza e creazione di valore. Si prevede una significativa creazione di valore per gli Azionisti di Mediobanca (56) derivante, tra l'altro, da un RoTE che aumenterebbe dal 14% ad oltre il 20% e una crescita dell'utile per azione a singola cifra quanto all'utile di bilancio, a doppia cifra quanto agli utili bancari.

\*\*\*

Il rationale strategico ed industriale dell'Offerta su Banca Generali, le sinergie stimate dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca in ordine all'aggregazione tra Mediobanca e Banca Generali nonché la conseguente creazione di valore per gli Azionisti di Mediobanca sono basati sull'assunto che Mediobanca resti un'entità autonoma focalizzata su *business* altamente specializzati e redditizi, quali il *Wealth Management* ed il *Corporate & Investment Banking*, e dunque non integrata nel Gruppo MPS.

Diversamente, laddove l'Offerta di MPS si perfezionasse e Mediobanca venisse integrata nel Gruppo MPS, il rationale strategico dell'Offerta su Banca Generali verrebbe meno in ragione, tra l'altro, delle profonde differenze tra i modelli di *business* di MPS, da una parte e Mediobanca e Banca Generali, dall'altra; sicché, l'aggregazione tra Mediobanca (post integrazione nel Gruppo MPS) e Banca Generali non consentirà le sinergie stimate per l'Offerta su Banca Generali, distruggendo ulteriormente valore per gli attuali Azionisti di Mediobanca.

In sintesi, l'Offerta su Banca Generali consentirà agli Azionisti di Mediobanca di realizzare maggiore valore rispetto sia alla crescita prevista dal Piano 2025–2028 “One

---

<sup>55</sup> Dati calcolati secondo quanto indicato nella precedente nota.

<sup>56</sup> Dati calcolati secondo quanto indicato nella precedente nota.

*Brand-One Culture*" su base *stand-alone*, sia soprattutto all'Offerta di MPS, in considerazione del posizionamento di mercato, del modello di *business* e delle sinergie realizzabili. Le seguenti tabelle illustrano, a titolo esemplificativo, le differenze tra l'Offerta su Banca Generali e l'Offerta di MPS:

	MB+BG	MPS+MB
<b>1</b> POSIZIONAMENTO	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>Wealth Manager leader in Europa:</b> €210mld di TFA, €4,4mld di ricavi, di cui €2mld da WM, 50% dell'utile netto proveniente da WM</li> <li>➤ <b>Potenziale di crescita unico con il modello Private &amp; Investment Banking:</b> focus su clienti/imprenditori di fascia elevata (NNM&gt;€15mld annui)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>Banca commerciale di media dimensione indifferenziata</b></li> <li>➤ <b>Nessun rafforzamento del posizionamento</b> nei singoli business, nessun vantaggio di scala/distribuzione</li> <li>➤ <b>La combinazione non risolve le debolezze strutturali di MPS, specialmente nell'attuale contesto macro</b>(nuovi NPL, rischio tasso di interesse)</li> </ul>
<b>2</b> MODELLO DI BUSINESS E MIX	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>Modello capital-light</b></li> <li>➤ <b>Sensitivity limitata a tassi di interesse / rischio credito</b></li> <li>➤ <b>Mix di utili attrattiva:</b> WM 50% + CIB 20% + CF 30%</li> <li>➤ <b>Sinergie A&amp;L: evidenti</b></li> <li>➤ <b>Riallocazione significativa del capitale:</b> da INS (partecipazione AG) a WM</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>Modello capital-intensive</b></li> <li>➤ <b>Sensitivity elevata a tassi di interesse / rischio credito</b></li> <li>➤ <b>Mix di utili poco attrattiva:</b> 63% Banca Commerciale +14% WM, 12% CIB, altro</li> <li>➤ <b>Sinergie A&amp;L limitate</b> per la diversa tipologia di clienti</li> <li>➤ <b>AG "nice to have"</b></li> </ul>
<b>3</b> SINERGIE	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>Forza coerenza culturale e manageriale:</b> condivisione delle migliori competenze, opportunità di cross-selling nei due franchising</li> <li>➤ Espansione del modello sinergico con CIB</li> <li>➤ <b>Elevato potenziale da sinergie:</b> €300m di sinergie<sup>1</sup> con basso rischio di esecuzione</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>Alto rischio di esecuzione per la mancanza di fit culturale e manageriale, nonché di razionale industriale</b></li> <li>➤ <b>Elevati attriti/dissinergie da clienti e ricavi</b></li> <li>➤ <b>Riduzione limitata dei costi strutturali; costi elevati per la fidelizzazione di IFA, Investment e Private Bankers</b></li> </ul> <div style="border: 1px solid red; padding: 5px; margin-top: 10px;">           Rischi e complessità di un'eventuale offerta MPS su MB+BG ingestibili, due realtà people-driven con un MktCap da €20mld         </div>
<b>4</b> CREAZIONE DI VALORE	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>EPS<sup>2</sup>: accrescitivo «mid single digit»</b></li> <li>➤ <b>20% ROTE<sup>2</sup></b>, tassi di crescita superiori ai peer</li> <li>➤ <b>14% CET1</b>, con elevata creazione di capitale in prospettiva</li> <li>➤ <b>22% rendimento cumulato<sup>3</sup></b> nei prossimi 18 mesi, rendimenti 'best in class' a tendere</li> <li>➤ <b>Potenziale rerating dei multipli</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>EPS: dilutivo a doppia cifra</b></li> <li>➤ <b>ROTE, CET1 e pay-out sostenibili difficili da stimare</b>, alla luce della tenuta del franchise, del margine di interesse e del costo del rischio (in primis sulle SMEs) nell'attuale scenario macro, nonché alle incertezze legali e fiscali (bilancio MPS)</li> <li>➤ <b>Diluizione DPS a doppia cifra</b></li> <li>➤ <b>Potenziale declassamento dei multipli</b></li> </ul>

1) Sinergie a regime (al lordo delle imposte): Euro 300 milioni di cui 50% di costi, 22% da provvista, 28% da ricavi; 2) Incluse sinergie a regime; 3) Rendimento totale, incluso SBB, calcolato sul prezzo medio ponderato di MB (VWAP) nell'ultimo mese prima dell'annuncio dell'Offerta su Banca Generali

Pertanto, nella prospettiva degli Azionisti di Mediobanca, l'Offerta su Banca Generali è da considerarsi, da un punto di vista industriale e strategico, come operazione alternativa all'Offerta di MPS.

Sulla base di quanto rappresentato, il Consiglio di Amministrazione ritiene quindi che i benefici che Mediobanca si aspetta di conseguire mediante l'Offerta su Banca Generali debbano essere adeguatamente considerati dagli Azionisti di Mediobanca nella decisione se divenire o meno azionisti MPS.

## 2.4. La combinazione tra MPS e Mediobanca e il conseguente raggiungimento degli obiettivi strategici dell'Offerta risultano soggetti a significativi rischi ed elementi di incertezza

Il Consiglio di Amministrazione evidenzia che l'integrazione di Mediobanca nel Gruppo MPS presenta elementi di rischiosità e non consentirà di creare valore per gli Azionisti di Mediobanca.

Vanno considerati, tra gli altri, almeno i seguenti elementi di rischio: (i) l'assenza di un piano industriale dell'entità risultante dalla potenziale Fusione; (ii) la potenziale Fusione di Mediobanca in MPS presenta elementi di incertezza e rischiosità; (iii) MPS non presenta un *track-record* di acquisizioni ed integrazioni di realtà aziendali di dimensioni e caratteristiche comparabili a Mediobanca.

### *(i) Assenza di un piano industriale dell'entità combinata MPS – Mediobanca*

Alla Data del presente Comunicato dell'Emittente, tenuto conto delle informazioni rese pubbliche da MPS, incluse le informazioni presenti nel Documento di Offerta e nel Documento di Esenzione, MPS non ha ancora approvato un nuovo piano industriale consolidato per il Gruppo MPS che rifletta il completamento dell'acquisizione di Mediobanca. A tal riguardo, MPS prevede che il piano industriale della nuova entità risultante dall'integrazione di Mediobanca nel Gruppo MPS sarà approvato solo dopo il completamento dell'Offerta (secondo una tempistica ancora da definire). Nel Paragrafo 3.3.7 del Documento di Esenzione, MPS precisa, *inter alia*, che *“Vi sono infatti numerose variabili che potrebbero determinare una divergenza significativa tra i risultati e le performance effettive di BMPS, sia nella sua configurazione attuale sia nella sua possibile configurazione post Operazione, rispetto a quanto esplicitamente o implicitamente indicato in qualsiasi dichiarazione di carattere previsionale”*.

Gli Azionisti di Mediobanca si trovano quindi a dover valutare l'Offerta in assenza di un piano consolidato su cui fondare le proprie valutazioni e la propria decisione se aderire, divenendo azionisti di MPS.

Si ricorda in proposito che, alla Data del Comunicato dell'Emittente, le più recenti proiezioni di medio-lungo termine disponibili con riferimento a MPS – indicate nel piano industriale 2024–2028 – risalgono al 6 agosto 2024, mentre in data 6 febbraio 2025 – in occasione della presentazione dei risultati del quarto trimestre 2024 – MPS ha presentato la *guidance* per il 2025, privo degli elementi di dettaglio necessari a comprendere i fattori/le azioni su cui si basano tali attese di *performance*.

### *(ii) Rilevanti incertezze relative all'integrazione tra Mediobanca e MPS e alla realizzazione delle conseguenti sinergie*

Come indicato nell'Avvertenza A.8 del Documento di Offerta, MPS evidenzia in particolare che *“[i]ndipendentemente dall'eventuale Delisting di Mediobanca, l'Offerente non esclude di poter valutare in futuro, a sua discrezione, la realizzazione di eventuali diverse operazioni straordinarie e/o di riorganizzazione societaria e aziendale che dovessero essere ritenute opportune, in linea con gli obiettivi e le motivazioni*

*dell'Offerta, ivi inclusa l'eventuale fusione per incorporazione dell'Emittente nell'Offerente o in altra società del Gruppo MPS, fermo restando l'avvio dei necessari procedimenti di natura societaria, autorizzativa e regolamentare, anche ai fini dell'eventuale Delisting. Con riguardo all'eventuale fusione, l'Offerente precisa che nel caso in cui non si verifichi la Condizione Soglia e l'Offerente decida di rinunciarvi (ferma restando la Condizione Soglia Minima), l'Offerente potrebbe non essere in grado, a seguito dell'Offerta, di approvare l'eventuale fusione con il solo voto favorevole dell'Offerente medesimo. Con riguardo all'eventuale fusione, si precisa inoltre che, in tale ipotetica circostanza, verrà proposto ai competenti organi dell'Emittente e dell'Offerente di procedere a tale operazione affinché convochino le relative assemblee straordinarie e verranno, di conseguenza, attivati tutti i consueti presidi previsti dalla normativa, anche regolamentare, applicabile.*

*Alla Data del Documento di Offerta, l'Offerente non ha assunto alcuna decisione in merito a eventuali operazioni straordinarie e/o di riorganizzazione societaria e aziendale del Gruppo MPS (ivi inclusa l'eventuale fusione per incorporazione dell'Emittente nell'Offerente o in altra società del Gruppo MPS) a seguito dell'aggregazione con il Gruppo Mediobanca, in conseguenza del perfezionamento dell'Offerta".*

A differenza di quanto si riscontra nella prassi più recente, la circostanza che la Fusione tra Mediobanca e MPS non sia inquadrata come un chiaro obiettivo dell'operazione per favorire la piena integrazione delle due entità enfatizza l'assenza del razionale industriale e strategico dell'Offerta, evidenziando una carenza informativa significativa sugli scenari futuri di Mediobanca a svantaggio dei suoi Azionisti.

Per giunta, come evidenziato nel Paragrafo 4.2 del Comunicato dell'Emittente e come evidenziato dallo stesso Offerente nell'Avvertenza A.8 del Documento di Offerta, sussistono forti incertezze sulla capacità di MPS di approvare qualsiasi delibera nell'Assemblea degli Azionisti in sede straordinaria (specie la Fusione) nell'ipotesi in cui l'Offerente venisse a detenere, a esito dell'Offerta, una partecipazione inferiore al 50% del capitale sociale di Mediobanca.

Occorre infatti segnalare che l'informativa in merito all'eventuale Fusione tra Mediobanca e MPS (o una società del Gruppo MPS) è quanto meno parziale e lacunosa, in quanto il Documento di Offerta non illustra in maniera dettagliata, a beneficio degli Azionisti di Mediobanca, gli stringenti presidi previsti dalla normativa applicabile.

A tal riguardo, nel caso in cui la Fusione venisse proposta prima del *Delisting* di Mediobanca, sussisterebbero in ogni caso gravi e strutturali profili di incertezza al di là di ogni considerazione sul *quorum* necessario per l'approvazione della Fusione da parte dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti di Mediobanca e dai dubbi sulla concreta possibilità che MPS raggiunga tale *quorum*.

La Fusione sarebbe infatti assoggettata alla disciplina prevista dal Regolamento in materia di operazioni con parti correlate e soggetti collegati adottato da Mediobanca, la quale prevede l'attivazione di specifici e stringenti presidi volti a garantire la trasparenza e la correttezza, sotto un profilo sostanziale e procedurale, dell'operazione.

In particolare, con riguardo all'istruttoria che dovrà condurre il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca sulla Fusione e alla conseguente deliberazione:

- il Comitato Parti Correlate di Mediobanca dovrà essere coinvolto nella fase istruttoria e nella fase delle trattative. Più nel dettaglio, il suddetto Comitato sarebbe destinatario di un tempestivo e completo flusso informativo e potrebbe richiedere informazioni nonché formulare osservazioni agli organi di Mediobanca incaricati della conduzione delle trattative sulla Fusione;
- la deliberazione del Consiglio di Amministrazione sul progetto di Fusione dovrebbe essere adottata sulla base di un motivato parere rilasciato dal Comitato Parti Correlate sull'interesse di Mediobanca al compimento della Fusione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale della stessa e, quindi, anche del suo rapporto di cambio.

Inoltre, qualora il Comitato Parti Correlate dovesse esprimersi in senso negativo sulla Fusione, ai sensi del Regolamento in materia di operazioni con parti correlate e soggetti collegati adottato da Mediobanca, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca non potrebbe presentare all'Assemblea dei soci la proposta di Fusione e pertanto i relativi termini e le relative condizioni dovrebbero essere rinegoziati e nuovamente sottoposti al parere del Comitato Parti Correlate.

Ciò posto, nel paragrafo G.2 del Documento di Offerta, MPS precisa che *“preliminarmente e a scopo di chiarezza informativa, si precisa che ogni riferimento agli effetti riportati nel presente Paragrafo G.2 derivanti dalla integrazione, combinazione, aggregazione di MPS e Mediobanca in conseguenza dell'Offerta non richiedono il verificarsi dell'eventuale fusione per incorporazione di Mediobanca in MPS o in altra società del Gruppo MPS e si riferiscono tanto ad uno scenario in cui MPS eserciti il controllo di diritto sull'Emittente quanto in uno scenario in cui MPS eserciti il controllo di fatto su Mediobanca”*.

Come indicato nel Paragrafo 3.3.4 del Documento di Esenzione (*“Rischi connessi all'espansione delle fonti di ricavo e alle sinergie”*), il raggiungimento delle sinergie di costo, di ricavo e di funding dipende da diversi fattori, tra cui la capacità di MPS di:

- (i) rispondere ai cambiamenti del mercato e del contesto aziendale nel corso del processo di integrazione delle funzioni operative e di supporto;
- (ii) gestire efficacemente il processo di cambiamento e adattamento del personale, riservando un tempo sufficiente per l'attuazione delle modifiche necessarie; e
- (iii) definire e implementare con successo una nuova strategia e un nuovo modello organizzativo e di governance per l'entità risultante dall'acquisizione;
- (iv) gestire efficacemente eventuali condotte ostruzionistiche o conflittuali di soggetti ostili all'Offerta.

In aggiunta, MPS chiarisce – sempre nel predetto paragrafo del Documento di Esenzione – che le predette previsioni *“sono altresì soggette a rischi che possono incidere sulla*

*posizione dell'Offerente, anche a causa di eventuali imprecisioni e/o errori nelle valutazioni effettuate prima dell'acquisizione, che a loro volta possono comportare la necessità di rivedere i benefici economici stimati ovvero determinati valori quali le attività acquisite nell'ambito di Mediobanca”.*

Alla luce delle incertezze che gravano sulla realizzazione delle sinergie, MPS rappresenta di poter realizzare comunque (i) il 50% delle sinergie complessive nel 2026, percentuale che salirà a circa l'85% nel 2027 per poi trovare sostanziale piena applicazione nel 2028, qualora venisse a detenere una partecipazione nel capitale sociale di Mediobanca pari o superiore alla Condizione Soglia (*i.e.*, 66,67% del capitale sociale dell'Emittente), ovvero (ii) il 50% delle sinergie attese nei tre anni successivi al perfezionamento dell'Offerta, prevedendone la piena attuazione nella prima parte del 2030, qualora venisse a detenere una partecipazione inferiore alla Condizione Soglia.

Inoltre, MPS rappresenta che potrebbero verificarsi eventi relativi alla struttura societaria di Mediobanca, al di fuori del controllo dell'Offerente, potenzialmente atti a ritardare il conseguimento delle sinergie stimate, nonché ad avere un impatto negativo sui risultati e sulle *performance* del Gruppo MPS post-operazione.

Ebbene l'assenza di una visione chiara e precisa in merito alla realizzazione dell'integrazione tra l'Offerente e l'Emittente comporta che MPS e Mediobanca continuerebbero a operare come entità giuridicamente separate, con organizzazioni aziendali diverse, caratteristiche proprie e interessi sociali che potrebbero risultare non allineati. A prescindere dal livello di adesioni all'Offerta, secondo il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca l'effettiva creazione di valore rimane incerta e ancor più difficile da prevedere nell'attuale contesto di complessità e scarsa visibilità sull'evoluzione del contesto macroeconomico e sulle prospettive future di MPS.

Inoltre, la separazione giuridica, organizzativa e gestionale di MPS e di Mediobanca determinerebbe rilevanti ostacoli operativi e oneri economici addizionali che condurrebbero a una sensibile riduzione delle sinergie annunciate da MPS, con conseguenti inevitabili riflessi sulla possibilità e capacità di MPS di raggiungere i *target* prospettati agli Azionisti di Mediobanca.

Alla luce di quanto precede, si invitano gli Azionisti di Mediobanca a considerare le rilevanti incertezze sulla possibilità che MPS possa dare effettivamente corso alla piena integrazione delle due entità e i probabili impatti negativi sul valore delle Azioni MPS offerte come Corrispettivo e sull'effettiva minore capacità di MPS di distribuire utili in futuro che si verificherebbero qualora, ad esito dell'Offerta, la Fusione non fosse approvata o se, per qualsiasi ragione, la stessa non venisse realizzata.

*(iii) MPS non ha un track-record di acquisizioni ed integrazioni di realtà aziendali di dimensioni comparabili a Mediobanca*

A giudizio del Consiglio di Amministrazione, MPS non presenta un *track-record* di acquisizioni di successo di operatori dalle dimensioni, dalla copertura geografica e con modelli di *business* comparabili a quelli di Mediobanca. Al contrario, a parte

l'acquisizione di Banca Antonveneta S.p.A. nel 2008 – non comparabile all'integrazione di Mediobanca per caratteristiche di *business* e specificità del contesto storico di riferimento e comunque all'origine delle gravi difficoltà incontrate successivamente da MPS – quest'ultima, come anticipato, ha realizzato principalmente operazioni societarie volte alla dismissione di partecipazioni nonché alla ristrutturazione del proprio portafoglio e dunque alla semplificazione dell'architettura del Gruppo MPS<sup>(57)</sup>. Nei tempi recenti, MPS ha dimostrato in generale una scarsa vocazione alla crescita per linee esterne e alle operazioni straordinarie, non avendo compiuto alcuna integrazione rilevante di altre realtà bancarie o finanziarie.

L'unica reale acquisizione, diversa dall'acquisizione di Banca Antonveneta S.p.A., comunque certamente priva di una rilevanza comparabile all'aggregazione tra MPS e Mediobanca, è stata quella di Biverbanca – Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli S.p.A. nel 2007, istituto operante nel Piemonte orientale, funzionale a rafforzare la presenza di MPS nel Nord Italia.

Tuttavia, nel 2012, dovendo rafforzare la propria posizione patrimoniale e rispondere alle richieste delle autorità di vigilanza europee, MPS è poi stata costretta a cedere Biverbanca – Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli S.p.A. al gruppo Cassa di Risparmio di Asti.

Si deve rilevare, infine, che nel settore bancario le operazioni di acquisizione e/o aggregazione “ostili”, quale l'Offerta di MPS, presentano un elevato rischio di esecuzione rispetto ad altre operazioni, con impatti per gli *stakeholder* incerti e non preventivabili. Invero, la gestione del processo di integrazione successivo all'acquisizione (c.d. *post-merger integration*) e la sua puntuale e preventiva pianificazione rappresentano elementi cruciali per il successo di qualsiasi operazione straordinaria, in particolar modo in un settore complesso e vitale per il sostegno dell'economia quale quello bancario.

## **2.5. MPS risulta esposta a significativi rischi di *governance* e legali**

### *2.5.1. La presenza degli stessi azionisti in MPS, Mediobanca e Assicurazioni Generali nell'ambito di un'offerta esclusivamente in azioni, configura una potenziale disomogeneità negli interessi rispetto al resto della compagine azionaria*

L'Offerta è caratterizzata dalla presenza di rilevanti intrecci azionari di Delfin S.à r.l. (“Delfin”) e Francesco Gaetano Caltagirone (“Caltagirone” e insieme a Delfin, i “Soci Rilevanti”), come di seguito indicati:

- sulla base delle informazioni pubbliche disponibili alla Data del Comunicato dell'Emittente, in MPS, in cui Delfin è il primo azionista privato con il 9,866% del

---

<sup>(57)</sup> Si segnala che di recente, come indicato nel Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2025 di MPS, in data 13 giugno 2024 il Consiglio di Amministrazione di MPS ha approvato un accordo di esclusiva con un fondo di private equity per la cessione della controllata Monte Paschi Banque S.A., il cui perfezionamento è atteso entro la fine del 2025.

- relativo capitale sociale, mentre Caltagirone detiene il 9,963% del relativo capitale sociale,
- sulla base del Libro Soci di Mediobanca, in Mediobanca, in cui Delfin detiene il 19,490% del relativo capitale sociale e Caltagirone il 9,853% del relativo capitale sociale,
  - sulla base delle informazioni pubbliche disponibili alla Data del Comunicato dell’Emittente, in Assicurazioni Generali, in cui Delfin detiene circa il 10% del relativo capitale sociale, Caltagirone circa il 7% del relativo capitale sociale, e Mediobanca circa il 13,020% del relativo capitale sociale.

Si noti che la presenza degli stessi azionisti in MPS, Mediobanca e Assicurazioni Generali nell’ambito di un’offerta esclusivamente in azioni, configurerebbe un potenziale disallineamento degli interessi di tali Azionisti rispetto a quelli del resto della compagine azionaria.

Difatti, tali Azionisti, in ragione degli intrecci azionari sopra rappresentati, potrebbero avere un proprio interesse al successo dell’Offerta di MPS potenzialmente indipendente ed ulteriore rispetto all’interesse di tutti gli altri Azionisti di Mediobanca alla massimizzazione del valore del proprio pacchetto azionario in Mediobanca. Conseguentemente e in ragione di questo conflitto di interessi è possibile che tali azionisti aderiscano all’Offerta anche laddove tale operazione non rappresenti, in sé considerata, la migliore opportunità di valorizzazione di Mediobanca e dunque della propria partecipazione nella medesima. Tra le altre cose, essendo azionisti sia di MPS sia di Mediobanca, Delfin e Caltagirone aderendo all’Offerta quali Azionisti di Mediobanca avrebbero la possibilità di compensare l’effetto diluitivo della propria partecipazione causato dall’Aumento di Capitale al Servizio dell’Offerta.

Inoltre, si consideri che, nel caso di un eventuale incremento del corrispettivo per cassa da parte di MPS, al di là dei dubbi e delle incertezze sulla sostenibilità finanziaria per MPS di tale decisione, gli Azionisti Delfin e Caltagirone sarebbero in grado, aderendo all’Offerta, di beneficiare della componente per cassa del Corrispettivo e di compensare così la riduzione di valore delle azioni da essi detenute in MPS che si determinerebbe a causa dell’esborso monetario.

Pertanto, la valenza segnaletica dell’eventuale intenzione di tali Azionisti di Mediobanca di aderire all’Offerta, a giudizio del Consiglio di Amministrazione dovrebbe essere valutata con particolare attenzione e cautela da tutti gli Azionisti di Mediobanca.

\* \* \* \*

Ulteriore profilo di rilevante criticità dell’Offerta concerne l’assetto proprietario del gruppo che risulterebbe all’esito dell’operazione.

Il Documento di Esenzione (*cfr.* il Paragrafo 4.5) non fornisce alcuna proiezione sulla composizione dell’azionariato di MPS nell’ipotesi in cui le adesioni all’Offerta siano inferiori al 66,67% del capitale sociale di Mediobanca. In particolare, resta indeterminato nel Documento di Offerta e nel Documento di Esenzione il ruolo che potranno assumere,

in qualità di azionisti di MPS, Delfin e Caltagirone, i quali aderendo all'Offerta potrebbero incrementare significativamente le proprie partecipazioni in MPS.

Tale carenza informativa è particolarmente rilevante alla luce della disciplina europea e nazionale in materia di assetti proprietari e di trasparenza al mercato.

Invero, ai sensi della disciplina in materia di assetti proprietari, la possibilità che soci rilevanti, già strategici nell'attuale assetto proprietario di Mediobanca, raggiungano in MPS partecipazioni implica la necessità di ottenere una preventiva autorizzazione da parte della Banca Centrale Europea, ai sensi degli artt. 19 e ss. del TUB e degli artt. 22 e ss. della direttiva 2013/36/UE.

Il Documento di Offerta, tuttavia, non chiarisce se tale evenienza sia stata considerata, né se siano state avviate le necessarie interlocuzioni con le Autorità di Vigilanza o siano state presentate le relative istanze.

Se Delfin e Caltagirone, già coesistenti nell'azionariato di Mediobanca, all'esito dell'OPS integrassero una fattispecie di *"controllo di concerto"*, quest'ultima richiederebbe una preventiva autorizzazione della Banca centrale europea, ai sensi dell'art. 22-*bis* del TUB e della Parte I, Capo IV, delle disposizioni di vigilanza in materia di assetti proprietari del 26 luglio 2022.

La mancanza di ogni visibilità su tutti questi profili costituisce un *deficit* informativo rilevante e rafforza l'incertezza circa l'effettivo assetto di vigilanza e di *governance* del gruppo che risulterebbe dall'operazione.

Ne deriva, per l'oblato, una condizione di oggettiva incertezza circa l'identità e la natura dell'azionariato risultante dall'operazione, che incide in modo grave e sostanziale sulla possibilità di formulare una scelta consapevole e informata.

È opportuno sottolineare che, ove all'esito dell'Offerta MPS venisse a detenere una partecipazione almeno pari al 66,67% delle azioni di Mediobanca (obiettivo dichiarato), le partecipazioni di Delfin e Caltagirone supererebbero in aggregato il 30% in MPS post-Offerta e, comunque, si troverebbero a oltrepassare la soglia del 10% anche se individualmente considerate. Il peso delle due posizioni partecipative sarebbe ancora maggiore in uno scenario di adesioni all'Offerta inferiori alla soglia del 66,67% e sarebbe massimo nell'ipotesi in cui MPS, secondo quanto previsto dal Documento di Offerta (*cfr.* Avvertenza A.1.1), esercitasse la facoltà di rinunciare alla Condizione Soglia al raggiungimento di una partecipazione pari al 35% dei diritti di voto di Mediobanca (di cui Delfin e Caltagirone detengono nel complesso già oltre il 29,7%).

Si riporta di seguito, in via esemplificativa, una tabella che illustra la struttura dell'azionariato di MPS post-Offerta – tenuto delle partecipazioni rilevanti in MPS – in diversi scenari di adesione all'Offerta da parte degli Azionisti di Mediobanca <sup>(58)</sup>:

---

<sup>(58)</sup> Le partecipazioni al capitale sociale di MPS post-Offerta riportate nella tabella sono state calcolate considerando le partecipazioni (i) nel capitale sociale di MPS come risultanti da

	Scenario di adesione all'Offerta (% del capitale sociale)			
<b>Azionisti</b>	<b>35%</b>	<b>50% + 1 azione</b>	<b>66,67%</b>	<b>100%</b>
Delfin	26,8%	23,1%	20,1%	15,9%
Caltagirone	16,7%	14,4%	12,5%	9,9%
Banco BPM	5,7%	4,9%	4,2%	3,4%
MEF	7,4%	6,4%	5,5%	4,4%
Altri azionisti	43,4%	51,2%	57,6%	66,5%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Ove le necessarie autorizzazioni regolamentari non fossero ottenute dai Soci Rilevanti prima del completamento dell'Offerta, il titolo Mediobanca potrebbe registrare un andamento al ribasso nella circostanza in cui tali azionisti siano tenuti a cedere sul mercato le azioni eccedenti le soglie regolamentari.

#### 2.5.2. *Procedimenti giudiziari pendenti e accantonamenti dichiarati da MPS*

Sulla base del resoconto intermedio di gestione pubblicato da MPS al 31 marzo 2025, il Gruppo MPS risulta ancora coinvolto a vario titolo in procedimenti giudiziari (civili, penali e amministrativi), nonché soggetto a richieste stragiudiziali derivanti dallo svolgimento della propria attività ed esposto a rischi connessi a garanzie contrattuali per un *petitum* complessivo pari a circa Euro 3,5 miliardi.

In particolare, tale *petitum* è suddiviso come di seguito indicato:

- procedimenti giudiziari con un *petitum* complessivo, ove quantificato, di Euro 3.165,1 milioni; all'interno di tale classe, si individuano vertenze legali con un *petitum* complessivo, ove quantificato, di Euro 3.091,4 milioni, di cui circa Euro 1.581,9 milioni quale *petitum* attinente alle vertenze classificate a rischio di soccombenza “probabile” e circa Euro 1.509,5 milioni quale *petitum* attribuito alle vertenze classificate a rischio di soccombenza “possibile”;
- richieste stragiudiziali con un *petitum* complessivo, ove quantificato, di Euro 55,9 milioni, di cui circa Euro 42,0 milioni classificate a rischio di soccombenza “probabile” e circa Euro 13,9 milioni a rischio di soccombenza “possibile”; e
- rischi connessi a garanzie contrattuali con un *petitum* complessivo, ove quantificato, di Euro 271,3 milioni, di cui Euro 63,5 milioni classificati a rischio di

---

informazioni pubbliche disponibili alla Data del Comunicato dell'Emittente, e (ii) nel capitale sociale di Mediobanca come risultanti dal Libro Soci di quest'ultima.

soccombenza “probabile” e circa Euro 207,8 milioni a rischio di soccombenza “possibile”.

Al 31 marzo 2025, le rettifiche e gli accantonamenti al riguardo ammontavano a circa Euro 500 milioni, corrispondenti a un *petitum* netto di circa Euro 3 miliardi – pari a circa il 35% del *Common Equity Tier 1* della banca alla medesima data – di cui circa la metà riconducibile a vertenze classificate da MPS come a rischio di soccombenza “probabile”.

Si noti che, come naturale in caso di procedimenti giudiziari pendenti, non si può escludere che eventuali risultanze istruttorie e processuali significativamente difformi da tali stime possano – anche alla luce dell’evoluzione giurisprudenziale – comportare la necessità di una revisione *in peius* delle stesse da parte di MPS, evidenziando l’insufficienza di tali accantonamenti. Pertanto, nonostante la progressiva diminuzione del *petitum* complessivo nel corso degli anni, la suddetta esposizione al rischio di contenziosi legali continua a rappresentare un elemento di vulnerabilità strutturale per la stabilità patrimoniale di MPS.

Nonostante la mancanza nel Documento di Esenzione di uno specifico fattore di rischio sul contenzioso legale, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca esprime forte preoccupazione per il numero molto elevato dei contenziosi in essere e dell’ammontare del *petitum*. I dati relativi al contenzioso di MPS assumono ancor più rilevanza se confrontati con quelli di Mediobanca che, al 31 marzo 2025, riporta circa 16 vertenze pendenti, per un *petitum* complessivo di Euro 71 milioni, più spese e interessi e accantonamenti a fondi rischi per Euro 46 milioni.

#### *2.5.3. Procedimenti penali pendenti*

Il Documento di Offerta e gli altri documenti pubblicati da MPS in relazione all’Offerta, non fanno alcuna menzione della pendenza di un processo penale riguardante possibili falsità nei bilanci di MPS da parte degli esponenti aziendali negli esercizi 2015 e 2016. In data 6 giugno 2025, il giudice dell’udienza preliminare (GUP) presso il Tribunale di Milano, ha disposto il rinvio a giudizio nei confronti di numerosi manager di MPS, tra cui l’ex Presidente e l’ex Amministratore Delegato di MPS (sigg. Profumo e Viola) per falsità nel bilancio del 2015 e nel rapporto semestrale del 2016, nonché per il reato di manipolazione del mercato (articolo 185 del TUF) e falso in prospetto (articolo n 173-*bis* del TUF).

L’accusa dovrebbe riguardare in particolare irregolarità nel trattamento contabile dei c.d. “crediti deteriorati” (i “NPLs”), presumibilmente perpetrata per ottenere la c.d. “ricapitalizzazione precauzionale” mediante aiuti di Stato del 2017, come sembra emergere anche dai rapporti e relazioni tecniche depositate nel contesto del procedimento penale n. 33714/2016 R.G.N.R. (a cura degli esperti Bellavia-Ferradini e Chiaruttini-Minetto) da cui si desume che (i) i bilanci di MPS dal 2012 al 2017 erano non conformi a causa della mancata svalutazione dei crediti in violazione degli standard contabili applicabili (IAS 1, IAS 39); (ii) gli adeguamenti di Euro 4 miliardi registrati (postumi) nei bilanci intermedi al 30 giugno 2017 erano parte delle svalutazioni omesse sui prestiti relativi ai bilanci del 2015 per circa Euro 7 miliardi (segnalate ad MPS anche

dalla BCE); e (iii) al 31 dicembre 2016, MPS aveva un patrimonio netto inferiore a quello riportato ufficialmente nei bilanci e non avrebbe avuto, di conseguenza, i presupposti per avere accesso agli aiuti di Stato. Dal momento che gli aiuti di Stato sono stati concessi nel 2017 sulla base dei dati contabili presentati da MPS nel bilancio 2015 e nella semestrale 2016, la eventuale falsità di queste scritture mette in discussione la legittimità degli aiuti di Stato.

Nell'ambito di un'ulteriore indagine riguardante una presunta truffa ai danni dello Stato (articolo 640-bis del c.p. – proc. pen. 19923/24 R.G.N.R.) il giudice per le indagini preliminari presso il Tribunale di Milano, il 28 maggio 2024, ha osservato testualmente che *"non sembra irragionevole che le comunicazioni aziendali false possano aver fuorviato l'autorità concedente, garantendo così ingiustamente finanziamenti pubblici, in assenza delle condizioni che lo avrebbero giustificato"* e ha quindi incaricato i pubblici ministeri di accertare se le rappresentazioni fatte dagli allora dirigenti di MPS fossero accurate, veritiere e corrette.

Si ricorda che la Commissione Europea ha dichiarato legittimi gli aiuti di Stato del 2017 solo se coerenti con la BRRD (*cfr.* articolo 32), la quale consente le ricapitalizzazioni precauzionali a determinate condizioni, tra cui che gli aiuti *"devono essere limitati a istituzioni solventi"*, *"non devono essere utilizzati per compensare perdite che l'istituzione ha subito o è probabile che subisca nel prossimo futuro"* e *"devono essere di natura precauzionale e temporanea"*.

Alla luce di quanto sopra sembrerebbe che MPS si sia trovata, già a partire dal 2015, in una situazione di capitale regolamentare al di sotto dei requisiti minimi. Ciò chiarirebbe perché agli aiuti di Stato erogati con la ricapitalizzazione precauzionale del 2017 siano seguite ulteriori iniezioni di capitale pubblico, tra cui, in particolare, 1,6 miliardi di euro, attraverso la sottoscrizione di un nuovo aumento di capitale del 2022 da parte del MEF.

Dai documenti disponibili di cui ai citati procedimenti penali emergono circostanze che né la BCE, né la Commissione Europea avrebbero potuto conoscere sulla base delle informazioni allora disponibili e una situazione diversa da quella conosciuta e presa in considerazione dalle stesse BCE e Commissione Europea. Non si può, dunque, escludere l'eventualità che, come di seguito precisato, vi sia una rivalutazione da parte delle competenti Autorità delle decisioni a suo tempo assunte, con evidenti impatti sull'Offerta.

#### *2.5.4. Le indagini sulla vendita della partecipazione in MPS da parte del MEF nel novembre 2024*

Le principali testate italiane e internazionali, nel giugno 2025, hanno riportato la notizia secondo cui la Procura della Repubblica di Milano sta conducendo un'indagine penale per possibile manipolazione del mercato e ostacolo all'Autorità di vigilanza in merito alla vendita in blocco, tramite c.d. *Accelerated Book Building* ("ABB"), di una partecipazione pari al 15% di MPS, avvenuta in data 13 novembre 2024. In particolare, la stampa evidenzia diverse anomalie nella procedura di ABB con cui il MEF, tramite il suo *bookrunner* Banca Akros (una società controllata da Banco BPM), ha ceduto la

partecipazione del 15% in MPS a Delfin (3,5%), Caltagirone (3,5%), la stessa Banco BPM (5%) e Anima Holding (3%). Tali anomalie includono il fatto che (i) i quattro offerenti hanno presentato pressoché simultaneamente offerte con lo stesso identico premio (5%) rispetto al prezzo delle azioni MPS e (ii) ad altri offerenti (tra cui UniCredit, Norges e Blackrock) interessati ad acquistare azioni di MPS, Banca Akros avrebbe comunicato come il collocamento si fosse già concluso. L'eventuale illecitità degli acquisti effettuati nell'ambito del suddetto ABB, anche in violazione delle disposizioni in materia di aiuti di Stato, potrebbe avere ripercussioni sull'assetto proprietario di MPS e sull'Offerta.

### 3. Valutazioni del Consiglio di Amministrazione in merito al Corrispettivo

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

#### 3.1. Principali informazioni sul Corrispettivo contenute nel Documento di Offerta

Il Consiglio di Amministrazione prende atto che il Corrispettivo, secondo quanto indicato, fra l'altro, nella Sezione E, Paragrafo E.1, del Documento di Offerta è pari a n. 2,533 azioni dell'Offerente di nuova emissione in esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta per ogni Azione Mediobanca portata in adesione all'Offerta.

In particolare, MPS ha precisato che il Corrispettivo Pre-Aaggiustamento è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente, in data 23 gennaio 2025, sulla base di proprie analisi e considerazioni, svolte con la consulenza ed il supporto di J.P. Morgan e UBS. Si precisa che, per la determinazione del Corrispettivo Pre-Aaggiustamento, non sono state ottenute e/o utilizzate perizie elaborate da soggetti indipendenti o finalizzate alla valutazione della congruità dello stesso.

Come indicato nella Comunicazione dell'Offerente, tale Corrispettivo Pre-Aaggiustamento era pari, alla Data di Annuncio, a n. 2,300 Azioni MPS per ciascuna Azione Oggetto dell'Offerta portata in adesione all'Offerta medesima ed era stato determinato nel presupposto che, prima della Data di Pagamento:

- (i) l'Emittente e/o l'Offerente non approvasse o desse corso ad alcuna distribuzione ordinaria (ivi inclusi acconti sui dividendi) o straordinaria di dividendi prelevati da utili e/o altre riserve; e
- (ii) l'Emittente non approvasse o desse corso ad alcuna operazione sul proprio capitale sociale (ivi inclusi, a titolo esemplificativo, aumenti o riduzioni di capitale) e/o sulle Azioni Oggetto dell'Offerta (incluso, a titolo esemplificativo, accorpamento o annullamento di azioni).

Come anticipato nel Paragrafo 1.2 del Comunicato dell'Emittente, MPS ha provveduto ad aggiustare il Corrispettivo Pre-Aaggiustamento in conseguenza al pagamento del Dividendo MPS e dell'Acconto Dividendo Mediobanca.

Tenuto conto che la Comunicazione sull'Offerta prevede ulteriori ipotesi di aggiustamento del Corrispettivo, ferma in ogni caso la facoltà dell'Offerente di avvalersi (ovvero di rinunciare ad avvalersi) della relativa Condizione di Efficacia, ove applicabile, in relazione a detto singolo evento, il Corrispettivo potrà essere ulteriormente aggiustato al ricorrere degli altri eventi indicati nella Comunicazione sull'Offerta e sopra menzionati. Pertanto, nel caso in cui il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, in esecuzione della delega conferitagli dall'Assemblea straordinaria dell'Emittente del 28 ottobre 2024, procedesse – prima della Data di Pagamento – all'annullamento delle Azioni Proprie acquistate in esecuzione dell'autorizzazione della medesima Assemblea

ordinaria di Mediobanca del 28 ottobre 2024, e/o a eventuali operazioni di riduzione del numero di azioni di Mediobanca in circolazione e/o al pagamento del relativo saldo del dividendo 2025, si procederà ad ulteriori aggiustamenti del Corrispettivo, fatte salve in ogni caso rimodulazioni e/o modifiche del contenuto e/o della struttura dell'Offerta.

Ai fini dell'Offerta, in considerazione della natura del Corrispettivo, rappresentato da azioni ordinarie dell'Offerente di nuova emissione, offerte in scambio a fronte di azioni ordinarie dell'Emittente portate in adesione all'Offerta, il Consiglio di Amministrazione di MPS ha proceduto ad effettuare la valutazione delle azioni di Mediobanca e di MPS con l'ottica di esprimere una stima relativa dei valori delle stesse, sulla base dei dati e delle informazioni pubblicamente disponibili. Le considerazioni e le stime effettuate vanno dunque intese in termini relativi e con riferimento limitato all'Offerta. Le analisi valutative effettuate dal Consiglio di Amministrazione, per la determinazione del Rapporto di Scambio Pre-Aaggiustamento sono state effettuate in ottica comparativa e privilegiando il principio di omogeneità relativa e confrontabilità delle metodologie di valutazione applicate.

Le metodologie di valutazione e i conseguenti valori economici delle azioni di Mediobanca e di MPS sono stati individuati allo scopo di determinare il numero di azioni di MPS da emettere al servizio dell'Offerta, sulla base dell'esito della stessa. In nessun caso tali valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni del prezzo di mercato o di valore, attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in esame.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente, ai fini della determinazione del Corrispettivo Pre-Aaggiustamento, ha ritenuto di utilizzare, con pari rilevanza, i seguenti metodi valutativi:

- (i) il metodo delle Quotazioni di Borsa;
- (ii) il metodo dei multipli di mercato nella variante del prezzo di borsa di società comparabili quotate sui relativi utili prospettici; e
- (iii) la metodologia dei prezzi target evidenziati dagli analisti di ricerca.

### 3.2. Non congruità, da un punto di vista finanziario, del Corrispettivo

Il Consiglio di Amministrazione ha fatto proprio il lavoro compiuto da Centerview Partners UK LLP (“**Centerview**”), Equita SIM S.p.A. (“**Equita**”) e Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia (“**Goldman Sachs**” e, congiuntamente con Centerview ed Equita, gli “**Advisor Finanziari**”), come descritto nei paragrafi successivi del presente Comunicato dell'Emittente, e sulla base delle assunzioni del management e con il supporto dei propri *Advisor Finanziari*, ha stimato l'intervallo di rapporto di scambio implicito, ottenuto tramite l'utilizzo delle metodologie successivamente illustrate.

In particolare, tenuto conto che:

- (i) nell'ambito delle analisi condotte ai fini della redazione delle *fairness opinion*, gli *Advisor Finanziari* hanno adottato differenti metodologie valutative,

- (ii) ogni metodologia di valutazione deve essere considerata come parte inscindibile di un processo di valutazione unico e, pertanto, l'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia deve essere letta alla luce della complementarità che si crea con gli altri criteri nell'ambito di un processo valutativo unitario,
- (iii) le analisi condotte dagli *Advisor Finanziari* sono volte a stimare il *range* del rapporto di scambio e a verificare la congruità o meno del Corrispettivo dal punto di vista finanziario,

il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, sulla base delle assunzioni del management e con il supporto dei propri *Advisor Finanziari*, ha stimato il *range* del rapporto di cambio selezionato sulla base della media aritmetica delle risultanze ottenute applicando i metodi principali adottati dagli *Advisor Finanziari*.

Si deve considerare altresì che il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ha optato per la scelta di condurre le analisi valutative considerando l'effetto delle dissinergie che si genererebbero a seguito dell'integrazione di Mediobanca e MPS, come descritte nel Paragrafo 2.3 del Comunicato dell'Emittente, anche tenuto conto che, come detto, MPS non ha dato alcuna indicazione relativa a un piano di integrazione dei due Gruppi e di *retention* delle figure chiave.

Nella stima del valore attribuibile alle dissinergie, si è inoltre considerato l'effetto dell'utilizzo accelerato delle DTA della nuova entità combinata – assumendo che l'Offerente venga a detenere integralmente il capitale sociale di Mediobanca (la “**Nuova Entità Combinata**”) – rispetto all'utilizzo delle DTA di MPS su base *stand-alone*.

Si segnala, inoltre, che le risultanze delle analisi condotte tengono conto, con riferimento a Mediobanca, del valore positivo legato all'attesa plusvalenza futura derivante dalla cessione di proprietà immobiliari possedute dalla stessa nel Principato di Monaco, come comunicato al mercato in data 27 giugno 2025.

Sulla base di quanto precede, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ha stimato il seguente *range* per il rapporto di scambio:

Metodologia	Valore minimo implicito del rapporto di scambio	Valore massimo implicito del rapporto di scambio
Dividend Discount Model	3,56x	3,93x
Present Value of Future Share Price	3,51x	3,99x
Multipli di mercato	3,46x	3,82x
<b><i>Range</i> individuato</b>	<b>3,51x</b>	<b>3,91x</b>
<b>Media</b>	<b>3,71x</b>	

Il Corrispettivo (pari a 2,533x) risulta quindi a sconto del 32% rispetto alla media del rapporto di scambio individuato dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, pari a 3,71x.

### **3.3. *Fairness opinion* degli Advisor Finanziari**

#### **3.3.1. *Conferimento degli incarichi agli Advisor Finanziari***

Al fine di poter valutare con maggiore compiutezza il Corrispettivo da un punto di vista finanziario, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ha conferito separatamente a Centerview, a Equita e a Goldman Sachs l'incarico di *advisor* finanziari dell'Emittente in relazione all'Offerta con lo scopo di fornire elementi, dati e riferimenti finanziari utili a supporto delle proprie valutazioni.

Gli *Advisor Finanziari* hanno svolto le proprie analisi in maniera autonoma e indipendente e hanno reso, a beneficio del Consiglio di Amministrazione, le proprie *fairness opinion* in data 10-11 luglio 2025.

Copia delle suddette *fairness opinion* (che includono le assunzioni su cui le stesse si basano, le procedure adottate, gli scenari esaminati e le limitazioni alle analisi svolte in relazione a tali pareri), alle quali si rinvia per maggiori informazioni, sono allegate al Comunicato dell'Emittente *sub Allegato 1,Allegato 2 e Allegato 3*.

#### **3.3.2. *Metodologie di valutazione utilizzate dagli Advisor Finanziari***

Ai fini della redazione delle *fairness opinion* - e conformemente alle prassi ordinarie applicate dalle primarie banche di investimento italiane ed internazionali nel rilascio di analoghe *fairness opinion* e nello svolgimento di analoghe valutazioni - gli *Advisor Finanziari* hanno utilizzato dati, informazioni e documenti forniti da Mediobanca e/o di pubblico dominio, svolgendo una serie di analisi finanziarie basate sull'applicazione di metodologie valutative comunemente accettate dalla migliore prassi valutativa per il settore finanziario, al fine di stimare il *range* di rapporto di scambio e determinare o meno l'eventuale congruità del Corrispettivo da un punto di vista finanziario.

Il processo di redazione di una *fairness opinion* è un processo analitico complesso, che comporta la selezione delle metodologie di analisi finanziaria più adeguate al caso e, dunque, all'applicazione di queste ultime alle circostanze concrete. Nessuna delle metodologie di valutazione indicate di seguito deve pertanto essere considerata individualmente, ma ogni metodologia di valutazione deve essere considerata come parte inscindibile di un processo di valutazione unico e, pertanto, l'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia dovrà essere letta alla luce della complementarità che si crea con gli altri criteri nell'ambito di un processo valutativo unitario.

Si segnala che il Corrispettivo offerto da MPS non è costituito da denaro, ma è costituito da un rapporto di scambio tra le Azioni Mediobanca e le azioni MPS di nuova emissione. Per questa ragione, la valutazione del Corrispettivo è stata svolta facendo riferimento a

intervalli del valore implicito del rapporto di scambio determinati sulla base delle stime di *range* di valori economici per ciascuna tra Mediobanca, MPS e/o la Nuova Entità Combinata ottenute applicando le metodologie valutative di seguito descritte.

Le stime su cui si fondano le analisi effettuate dagli *Advisor Finanziari* e i *range* di rapporto di scambio ottenuti tramite l'applicazione delle varie metodologie utilizzate non sono necessariamente indicativi di valori o risultati attuali né futuri, che potrebbero discostarsi anche significativamente nella realtà da quelli sottesi a tali analisi. Ogni analisi relativa al valore di aziende o strumenti finanziari non costituisce pertanto (né intende costituire) stime dei prezzi a cui tali aziende e strumenti finanziari possono essere compravenduti sul mercato.

Sebbene l'esposizione che segue non costituisca una descrizione esaustiva di tutte le analisi effettuate e dei fattori presi in considerazione dagli *Advisor Finanziari* ai fini della stesura delle *fairness opinion*, nel caso di specie, sono state considerate come maggiormente rilevanti le seguenti metodologie valutative:

- a) *Dividend Discount Model*, nella variante *Excess Capital – Metodologia principale*;
- b) *Present Value of Future Share Price – Metodologia principale*;
- c) Multipli di mercato – Metodologia principale
- d) Analisi di regressione (P/TBV vs RoTE) – *Metodologia di controllo*; e
- e) Analisi delle quotazioni di borsa – *Metodologia di controllo*.

Si precisa altresì che ciascun *Advisor Finanziario* ha utilizzato singolarmente soltanto alcune – e non la totalità – delle metodologie valutative sopra descritte. Per ulteriori dettagli circa le metodologie applicate da ciascun *Advisor Finanziario* si fa rimando ai contenuti delle rispettive *fairness opinion*.

Nell'applicazione delle metodologie valutative sopra riportate, ove rilevante, sono stati utilizzati come riferimento i seguenti dati prospettici elaborati dal *management* di Mediobanca:

- (i) quanto a Mediobanca, i dati prospettici inclusi nelle proiezioni 2025–2028, così come approvate dal Consiglio di Amministrazione in data 26 giugno 2025, comunicate al mercato in data 27 giugno 2025, e i dati prospettici relativi alla posizione di capitale di Mediobanca;
- (ii) quanto a MPS, i dati prospettici sulla base dei report pubblicati da analisti di ricerca (c.d. *consensus*);
- (iii) quanto alla Nuova Entità Combinata, i dati prospettici basati sulla somma dei dati relativi a Mediobanca e MPS di cui ai punti (i) e (ii), adeguati per tenere conto delle sinergie e dissinergie e delle DTA, e i dati prospettici relativi alla posizione di capitale della Nuova Entità Combinata.

Si segnala che, nell'ambito della valutazione di MPS e/o della Nuova Entità Combinata è stato tenuto in considerazione il beneficio legato alla presenza sia di DTA attualmente iscritte, sia di DTA non iscritte nel bilancio di MPS.

Inoltre, come già riportato nel Paragrafo 3.2. del Comunicato dell'Emittente, il processo valutativo ha tenuto conto di ulteriori componenti di valore non riflessi nelle stime prospettiche delle singole realtà utilizzate ai fini dell'applicazione delle metodologie valutative:

- con riferimento a Mediobanca: il valore positivo legato alla futura plusvalenza derivante dalla cessione di proprietà immobiliari possedute dalla stessa nel Principato di Monaco, prevista tra il 2026 e il 2028, come comunicato al mercato in data 27 giugno 2025;
- con riferimento a MPS e/o la Nuova Entità Combinata: (i) il valore negativo legato alle dissinergie di ricavo e di *funding* descritte nel Paragrafo 2.3.3 del Comunicato dell'Emittente prudenzialmente considerate nel caso di Fusione; (ii) il valore positivo legato alle sinergie di costo e i relativi oneri di integrazione descritti nel Paragrafo 2.3.3 del Comunicato dell'Emittente prudenzialmente considerati nel caso di Fusione; (iii) il valore positivo legato all'accelerazione delle DTA della Nuova Entità Combinata rispetto dell'utilizzo delle DTA di MPS su base *stand-alone*, (iv) il valore positivo legato alla futura plusvalenza derivante dalla cessione di proprietà immobiliari possedute da Mediobanca nel Principato di Monaco di cui al punto sopra.

Tali componenti sono state considerate nell'applicazione di tutte le metodologie valutative.

Si riporta di seguito una descrizione, sintetica e non esaustiva, delle metodologie valutative utilizzate.

#### *Dividend Discount Model, nella variante Excess Capital*

Il metodo del *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital* ("Dividend Discount Model" o "DDM") si fonda sull'assunto che il valore economico di una società finanziaria sia pari alla somma del valore attuale dei seguenti elementi: (i) i flussi di cassa dei potenziali dividendi futuri distribuibili agli azionisti generati nell'orizzonte temporale prescelto senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere un predeterminato livello *target* di patrimonio regolamentare di lungo periodo – tali flussi prescindono quindi dalla politica dei dividendi effettivamente prevista o adottata dal *management*; e (ii) il valore di lungo periodo della società (c.d. "terminal value") calcolato quale valore attuale di una rendita perpetua stimata sulla base di (a) un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di previsione esplicita, coerente con un *pay-out ratio* (rapporto dividendo / utile netto) che rifletta una redditività a regime sostenibile, sulla base del livello di patrimonializzazione prescelto, e coerente con un tasso di crescita di lungo periodo o, in alternativa, (b) applicando il multiplo del prezzo / utile netto prospettico ("P/E") ad un utile sostenibile, dove il multiplo P/E è in linea con l'andamento storico della società.

Tali flussi di dividendi futuri sono attualizzati prendendo a riferimento, tra altri dati, un *range* appropriato di costo del capitale, calcolato mediante il c.d. "Capital Asset Pricing Model" (o CAPM).

#### Present Value of Future Share Price

Il metodo del *Present Value of Future Share Price* rappresenta il valore attuale illustrativo del prezzo futuro e dei dividendi futuri per azione ed è basato su proiezioni finanziarie delle rispettive entità oggetto di valutazione per un definito orizzonte temporale. Il prezzo futuro per azione è stimato applicando un *range* di multipli del prezzo / utile netto prospettico ("P/E") ad un utile futuro, dove il *range* di multipli P/E è in linea con l'andamento storico della società. Tale valore futuro ed i futuri dividendi sono attualizzati prendendo a riferimento un costo del capitale appropriato calcolato mediante il CAPM.

#### Metodologia dei multipli di mercato

In base alla metodologia dei multipli di mercato (*market multiples method*), il valore economico di una società può essere stimato sulla base delle indicazioni fornite dal mercato borsistico avendo riguardo a un campione di società quotate.

In particolare, la metodologia dei multipli di mercato si basa sulla determinazione di multipli calcolati come il rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie del campione selezionato di società quotate. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni ed aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

Ai fini dell'Offerta e sulla base delle caratteristiche proprie di Mediobanca e di MPS e della prassi di mercato, è stato selezionato il multiplo del prezzo / utile netto prospettico ("P/E").

#### Analisi di regressione (P/TBV vs RoTE)

In base alla metodologia dell'analisi di regressione, il valore economico di una società può essere stimato sulla base della correlazione, ove statisticamente significativa, tra le quotazioni di borsa di società ritenute comparabili e grandezze di natura economica, patrimoniale, finanziaria o legate all'operativa delle società stesse.

In particolare, sulla base delle caratteristiche proprie di Mediobanca e di MPS e della prassi di mercato, è stata utilizzata la regressione statistica tra i multipli del prezzo / patrimonio netto tangibile di campioni selezionati di società quotate ritenute comparabili ed i rispettivi livelli di redditività prospettica espressi dal rendimento sul patrimonio netto tangibile (RoTE).

In particolare, l'analisi di regressione è stata applicata ponendo in relazione il multiplo P/TBV con il RoTE ricorrente atteso dalle rispettive entità con riferimento agli esercizi 2026, 2027 e 2028.

La metodologia è stata applicata sulla base di un campione di banche quotate comparabili italiane ed europee attualmente non interessate da possibili operazioni straordinarie.

#### Analisi delle quotazioni di borsa

Il metodo delle quotazioni di borsa esprime il valore del capitale della società oggetto di analisi sulla base della capitalizzazione dei propri titoli negoziati su mercati azionari regolamentati. Le quotazioni di borsa, infatti, sintetizzano la percezione del mercato rispetto al valore ad esse attribuibile sulla base delle informazioni conosciute dagli investitori in un determinato momento.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente dei titoli della società oggetto di valutazione.

I presupposti per l'adeguata applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa sono i seguenti:

- a) mercati efficienti, in riferimento alla sistematica e tempestiva considerazione nei prezzi di tutte le informazioni pubblicamente disponibili;
- b) ampio flottante, in riferimento alla quota del capitale sociale negoziato sui mercati;
- c) liquidità significativa, in riferimento al volume degli scambi giornalieri aventi ad oggetto i titoli delle società oggetto di valutazione.

Per la determinazione del *range* di rapporti di scambio, si è ritenuto opportuno utilizzare le medie dei prezzi di Borsa ufficiali delle azioni ordinarie, ponderati per i rispettivi volumi scambiati a diversi orizzonti temporali e, antecedenti il 23 gennaio 2025 (incluso), ultimo giorno di negoziazione delle azioni antecedente alla Data di Annuncio. Come per le altre metodologie utilizzate, anche nell'analisi delle Quotazioni di Borsa, si è tenuto conto delle ulteriori componenti di creazione/distruzione di valore indicate in precedenza.

\*\*\*\*\*

Per ulteriori dettagli circa le metodologie applicate dagli *Advisor Finanziari* si fa rimando ai contenuti delle rispettive *fairness opinion*, allegate al Comunicato dell'Emittente *sub Allegato 1, Allegato 2 e Allegato 3*.

#### 3.3.3. Sintesi delle analisi svolte dagli Advisor Finanziari

##### *(i) Centerview*

Ai sensi dell'art. 39, comma 1, lettera (d) del Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso di Centerview quale Advisor Finanziario dell'Emittente, il quale ha emesso la propria *fairness opinion* in data 10 luglio 2025 (qui acclusa *sub Allegato 1*). Secondo la *fairness opinion* resa da Centerview, a tale data e sulla base dei

fattori e delle assunzioni ivi specificati, il Corrispettivo offerto agli Azionisti di Mediobanca ai sensi del Comunicato sull'Offerta e del Documento di Offerta non può essere ritenuto congruo per tali azionisti da un punto di vista finanziario.

Ferme le assunzioni e le limitazioni (da ritenersi qui integralmente riprodotte) contenute nella suddetta *fairness opinion*, si precisa che Centerview ha fornito il proprio parere esclusivamente per finalità di assistenza al Consiglio di Amministrazione in relazione e al fine della sua valutazione del Corrispettivo da un punto di vista finanziario e che tale parere non è reso per la valutazione complessiva dell'Offerta demandata al Consiglio di Amministrazione dal TUF; tale *fairness opinion* non costituisce, inoltre, una raccomandazione su come un detentore di Azioni Mediobanca dovrebbe agire in merito all'Offerta (o se tale detentore di Azioni Mediobanca dovrebbe portare in adesione o meno le proprie Azioni Mediobanca all'Offerta), né una raccomandazione di alcun altro tipo.

Si precisa che il Corrispettivo offerto da MPS non è in denaro, ma è rappresentato da un rapporto di scambio tra Azioni Mediobanca e Azioni MPS e per tale motivo la congruità dello stesso deve essere valutata in termini di rapporto relativo tra la valutazione di Mediobanca e quella di MPS.

I *range* di valutazione individuati sono stati formulati al solo scopo di determinare un rapporto di scambio e incorporano anche l'impatto di alcuni effetti legati all'operazione, tra cui le sinergie e le dissinergie di costo/ricavo, di finanziamento, fiscali e operative e quindi non sono rappresentativi di valori assoluti delle azioni Mediobanca e MPS e vanno dunque intesi esclusivamente in termini relativi, cioè riferibili al valore di una banca rispetto all'altra.

Nel rinviare alla *fairness opinion* di Centerview (allegata sub Allegato 1) per gli elementi di ulteriore dettaglio, si evidenzia che le analisi finanziarie condotte da Centerview hanno portato a stimare gli intervalli del valore del rapporto di scambio di seguito riassunti:

Metodologia	Valore minimo implicito del rapporto di scambio	Valore massimo implicito del rapporto di scambio
Dividend Discount Model	3,69x	4,08x
Multipli di mercato	3,46x	3,82x

Per entrambe le metodologie, gli intervalli del valore del rapporto di scambio individuati sono basati sul rapporto di scambio necessario ad ottenere una struttura di azionariato *pro-forma* del gruppo risultante assumendo che l'Offerente venga a detenere integralmente il capitale sociale di Mediobanca e che tenga conto del valore attribuito a Mediobanca su base *stand-alone* rispetto al valore complessivo del gruppo risultante in caso di completamento dell'Offerta nei termini proposti.

## *(ii) Equita*

Ai sensi dell'art. 39, comma 1, lettera (d) del Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso di Equita quale *advisor* finanziario dell'Emittente, il quale ha emesso la propria *fairness opinion* in data 11 luglio 2025 (qui acclusa *sub* Allegato 2). Secondo la *fairness opinion* resa da Equita, a tale data e sulla base dei fattori e delle assunzioni ivi specificati, il Corrispettivo offerto agli Azionisti di Mediobanca ai sensi del Comunicato sull'Offerta e del Documento di Offerta non può essere ritenuto congruo per tali azionisti da un punto di vista finanziario.

Ferme le assunzioni e le limitazioni (da ritenersi qui integralmente riprodotte) contenute nella *fairness opinion*, si precisa che Equita ha fornito il proprio parere esclusivamente per finalità di assistenza al Consiglio di Amministrazione in relazione e al fine della sua valutazione del Corrispettivo da un punto di vista finanziario e che tale parere non è reso per la valutazione complessiva dell'Offerta demandata al Consiglio di Amministrazione dal TUF; tale *fairness opinion* non costituisce, inoltre, una raccomandazione su come un detentore di Azioni Mediobanca dovrebbe agire in merito all'Offerta (o se tale detentore di Azioni Mediobanca dovrebbe portare in adesione o meno le proprie Azioni Mediobanca all'Offerta), né una raccomandazione di alcun altro tipo.

Si precisa che il Corrispettivo offerto da MPS non è in denaro, ma è rappresentato da un rapporto di scambio tra Azioni Mediobanca e Azioni MPS e per tale motivo la congruità dello stesso deve essere valutata in termini di rapporto relativo tra la valutazione di Mediobanca e quella di MPS.

I range di valutazione individuati sono stati formulati al solo scopo di determinare un rapporto di scambio e quindi non sono rappresentativi di valori assoluti delle azioni Mediobanca e MPS e vanno dunque intesi esclusivamente in termini relativi, cioè riferibili al valore di una banca rispetto all'altra. Si segnala che la determinazione del rapporto di scambio incorpora anche l'impatto di alcuni effetti legati all'operazione, tra cui le sinergie e le dissinergie di costo/ricavo, di finanziamento, fiscali e operative.

Nel rinviare alla *fairness opinion* di Equita (allegata *sub* Allegato 2) per gli elementi di ulteriore dettaglio, si evidenzia che le analisi finanziarie condotte da Equita hanno portato a stimare gli intervalli del valore del rapporto di scambio di seguito riassunti:

Metodologia	Valore minimo implicito del rapporto di scambio	Valore massimo implicito del rapporto di scambio
Dividend Discount Model – Metodo Principale	3,43x	3,86x
Analisi di regressione (P/TBV vs RoTE) – Metodo di Controllo	3,26x	4,09x
Analisi delle quotazioni di borsa – Metodo di Controllo	3,38x	4,13x

### *(iii) Goldman Sachs*

Ai sensi dell'art. 39, comma 1, lettera (d) del Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso di Goldman Sachs quale *Advisor Finanziario* dell'Emittente, il quale ha emesso la propria *fairness opinion* in data 11 luglio 2025 (qui acclusa *sub Allegato 3*). Secondo la *fairness opinion* resa da Goldman Sachs, a tale data e sulla base dei fattori e delle assunzioni ivi specificati, il Corrispettivo offerto agli Azionisti di Mediobanca ai sensi del Comunicato sull'Offerta e del Documento di Offerta non può essere ritenuto congruo per tali azionisti da un punto di vista finanziario.

Ferme le assunzioni e le limitazioni (da ritenersi qui integralmente riprodotte) contenute nella *fairness opinion*, si precisa che Goldman Sachs ha fornito il proprio parere esclusivamente per finalità di assistenza al Consiglio di Amministrazione in relazione e al fine della sua valutazione del Corrispettivo da un punto di vista finanziario e che tale parere non è reso per la valutazione complessiva dell'Offerta demandata al Consiglio di Amministrazione dal TUF; tale *fairness opinion* non costituisce, inoltre, una raccomandazione su come un detentore di Azioni Mediobanca dovrebbe agire in merito all'Offerta (o se tale detentore di Azioni Mediobanca dovrebbe portare in adesione o meno le proprie Azioni Mediobanca all'Offerta), né una raccomandazione di alcun altro tipo.

Nel rinviare alla *fairness opinion* di Goldman Sachs (allegata *sub Allegato 3*) per gli elementi di ulteriore dettaglio, si evidenzia che le analisi finanziarie condotte da Goldman Sachs hanno portato a stimare gli intervalli del valore del rapporto di scambio di seguito riassunti:

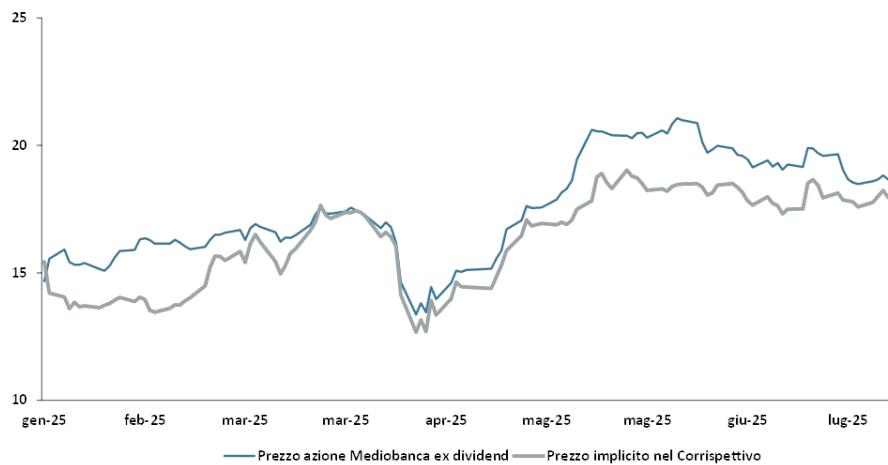
Metodologia	Valore minimo implicito del rapporto di scambio	Valore massimo implicito del rapporto di scambio
Dividend Discount Model	3,56x	3,85x
Present Value of Future Share Price	3,51x	3,99x

Per entrambe le metodologie, gli intervalli del valore del rapporto di scambio individuati sono basati sul rapporto di scambio necessario ad ottenere una struttura di azionariato *pro-forma* della Nuova Entità Combinata che tenga conto del valore attribuito a Mediobanca *stand-alone* rispetto al valore complessivo della Nuova Entità Combinata.

#### 3.4. Dalla Data di Annuncio, il Corrispettivo è rimasto sempre a sconto rispetto al prezzo dell'Azione Mediobanca

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

Il seguente grafico evidenzia l'evoluzione del prezzo ufficiale dell'Azione Mediobanca rispetto al prezzo implicito nel Corrispettivo dalla Data di Annuncio. Si segnala che lo sconto implicito nel Corrispettivo, rispetto al prezzo dell'Azione Mediobanca, si è attestato ad una media pari a circa il 7% su base *ex dividend*.



Lo sconto implicito nel Corrispettivo rispetto alla media del rapporto di scambio individuato dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, riportato nel Paragrafo 3.2 del Comunicato dell'Emittente, è pari al 32%. Si segnala inoltre che, alla Data del Comunicato dell'Emittente, lo sconto implicito nel Corrispettivo rispetto al prezzo dell'Azione Mediobanca è pari al 3,9%.

### 3.5. Conclusioni

In considerazione di quanto in precedenza descritto, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca:

- ritiene che il Corrispettivo non sia congruo da un punto di vista finanziario e del tutto inadeguato rispetto al valore intrinseco dell'azione Mediobanca, tenuto conto sia della prospettiva del Piano *“One Brand-One Culture”* esteso al 2028 sia dei rischi collegati all'integrazione di Mediobanca in MPS; e
- evidenzia che, alla Data del Comunicato dell'Emittente, il Corrispettivo non riconosce alcun premio agli Azionisti di Mediobanca ed è a sconto rispetto al prezzo dell'azione Mediobanca nonché, dunque, del tutto disallineato rispetto a quanto mediamente offerto in operazioni comparabili.

## 4. Valutazioni del Consiglio di Amministrazione in merito alle Condizioni di Efficacia

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

Le Condizioni di Efficacia sono numerose e hanno un oggetto in alcuni casi molto ampio e generico tale da attribuire all'Offerente una significativa discrezionalità nel decidere se considerarle come avvocate e se quindi dar corso, o meno, all'Offerta. Inoltre, secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, tali condizioni sono rinunciabili o modificabili, in tutto o in parte, da parte dell'Offerente.

Le condizioni di efficacia dell'Offerta sono qui riportate e commentate nel medesimo ordine di esposizione seguito dal Documento di Offerta.

#### **4.1. Condizione Autorizzazioni Preventive**

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerta si perfezionerà a condizione che, *inter alia*, “*le Autorizzazioni Preventive ottenute non vengano revocate e/o modificate per prevedere prescrizioni, condizioni o limitazioni non presenti alla Data del Documento di Offerta*”.

MPS ha altresì precisato, nella Sezione A, Paragrafo A.1.2 del Documento di Offerta, che “*l'Offerente ha ottenuto, prima della Data del Documento di Offerta, tutte le autorizzazioni richieste della normativa di settore in relazione all'Offerta*” e che “*prima della Data del Documento di Offerta, l'Offerente ha altresì provveduto ad effettuare le seguenti ulteriori comunicazioni preventive*”.

Nel formulare la Condizione Autorizzazione Preventive, MPS non esclude il rischio che le Autorizzazioni Preventive già ottenute possano essere “*revocate e/o modificate per prevedere prescrizioni, condizioni o limitazioni non presenti alla Data del Documento di Offerta*”.

Ebbene, tale fattore di rischio – il quale non è stato in alcun modo evidenziato, illustrato o circostanziato da MPS né nel Documento di Offerta né nel Documento di Esenzione, derivandone un grave *vulnus* informativo in danno agli Azionisti di Mediobanca – costituisce un elemento di incertezza per gli Azionisti di Mediobanca di estrema rilevanza. In particolare, considerato che l'adesione all'Offerta – fatti salvi casi particolari (come il lancio di un'offerta pubblica concorrente) – è irrevocabile, l'Azionista di Mediobanca che dovesse apportare le proprie Azioni Mediobanca all'Offerta prima di una eventuale decisione da parte delle competenti autorità che hanno concesso le Autorizzazioni Preventive non potrebbe più disporre delle proprie azioni fino alla sua conclusione e rimarrebbe esposto a rilevanti incertezze, aventi ad oggetto, tra l'altro, (i) la revoca di una o più delle Autorizzazioni Preventive o la modifica di una o più delle stesse con l'introduzione di prescrizioni, condizioni o limitazioni, (ii) la decisione di MPS di rinunciare o meno alla Condizione Autorizzazioni Preventive a fronte di tali misure, (iii) in caso rinuncia e di perfezionamento dell'Offerta, la capacità di MPS di dare attuazione e di rispettare le prescrizioni della suddetta autorità, e, infine, (iv) gli effetti che le misure imposte potrebbero determinare sui programmi futuri di MPS come rappresentati e dichiarati agli Azionisti di Mediobanca nel Documento di Offerta.

#### 4.2. Condizione Soglia e Condizione Soglia Minima

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerta si perfezionerà a condizione che, *inter alia*, “*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”)*”.

MPS ha altresì precisato nel Documento di Offerta che “*L'Offerente tuttavia si riserva di rinunciare alla presente 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”).

La previsione di una doppia soglia – l'una fissata al 66,67% (quale *quorum* idoneo a consentire di controllare l'Assemblea straordinaria), l'altra fissata invece al ben più basso livello del 35% – denota opacità in ordine alle reali finalità dell'Offerta. Infatti, mentre la soglia del 66,67% segnala la volontà di una piena integrazione tra le due realtà, la seconda soglia, quella davvero irrinunciabile, del 35% segnala la volontà di perfezionare l'operazione a qualunque costo, anche dinanzi ai rischi di dissinergie e di distruzione di valore che sono stati evidenziati nelle Sezioni precedenti del presente Comunicato dell'Emittente.

Nella Sezione A, Paragrafo A.1.4 del Documento di Offerta, si precisa che MPS “*ritiene che – sulla base della conformazione dell'azionariato dell'Emittente alla Data del Documento di Offerta e delle percentuali di partecipazione finora registrate alle assemblee ordinarie di Mediobanca – l'acquisto di una partecipazione compresa tra il 35% e il 50% del capitale sociale votante di Mediobanca sia idonea a consentire all'Offerente di ottenere il controllo di fatto dell'Emittente, esercitando un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria di Mediobanca e incidendo sul generale indirizzo della gestione*”.

Nonostante la capacità di MPS di esercitare un effettivo controllo su Mediobanca costituisca un elemento qualificante dell'operazione proposta da MPS (con riflessi che incidono sulla realizzabilità stessa dell'integrazione industriale tra le due banche), MPS non ha illustrato (fatta eccezione per quanto sopra riportato) le analisi e le valutazioni che dovrebbero sorreggere e giustificare le proprie conclusioni, che paiono, invece, quantomeno aleatorie e incerte.

Allo stato, non esistono elementi fattuali per cui MPS sarà in grado di esercitare il controllo (anche di fatto), né MPS ha fornito nel Documento di Offerta alcuna informazione, valutazione o considerazione al riguardo.

Qualora MPS venisse a detenere una partecipazione almeno pari alla Condizione Soglia Minima, MPS dovrebbe confrontarsi con un ampio flottante rappresentato da azionisti "esterni" (pari a circa il 65% del capitale sociale). In proposito, si tenga conto che, in base allo storico delle partecipazioni assembleari di Mediobanca, nell'assemblea ordinaria dell'ottobre 2023 chiamata a rinnovare il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, il tasso di partecipazione è stato pari al 76,323% del capitale sociale. In un simile contesto, la soglia minima del 35% non consentirebbe a MPS di esercitare alcun controllo di fatto su Mediobanca. A tal riguardo, come indicato nel Paragrafo C.2 del Documento di Offerta, la Banca Centrale Europea non ha escluso che MPS ceda la partecipazione minoritaria eventualmente acquisita in Mediobanca ad esito dell'Offerta: "[...] *nell'eventualità in cui l'Offerta registri un tasso di adesione inferiore al 50%, è previsto che l'Offerente fornisca a BCE entro tre mesi dalla data di conclusione dell'Operazione: [...] in assenza di controllo di fatto, un piano approvato dal Consiglio di Amministrazione che indichi l'approccio strategico alla partecipazione di Mediobanca acquisita, i criteri per il mantenimento o la cessione di tale partecipazione unitamente ai relativi obiettivi, tempistiche e principali snodi operativi [...]*".

Se poi, all'esito dell'Offerta, MPS raggiungesse la soglia del 35% del capitale sociale di Mediobanca pressoché grazie all'adesione di Delfin e Caltagirone, ciò determinerebbe uno scenario nel quale all'Offerta avrebbe aderito soltanto una porzione minima del restante azionariato di Mediobanca. In tale ipotesi, verrebbero scaricati sugli Azionisti di Mediobanca – diversi da Delfin e Caltagirone – rappresentanti il 65% del capitale sociale di Mediobanca la maggioranza dei rischi e degli oneri connessi a una combinazione non concordata, innaturale e fortemente distruttiva di valore. Di fronte ad un'operazione priva di razionale strategico, industriale e finanziario, il sostegno all'Offerta dichiarato pubblicamente da taluni soci di Mediobanca – i quali sono anche soci di MPS e di Assicurazioni Generali (cfr. il Paragrafo 2.3.5 del Comunicato dell'Emittente) – evidenzierebbe la sussistenza di un interesse al successo dell'Offerta di MPS potenzialmente indipendente ed ulteriore rispetto all'interesse della maggioranza degli altri Azionisti di Mediobanca alla massimizzazione del valore del proprio pacchetto azionario in Mediobanca.

A maggior ragione, evidentemente, la soglia minima irrinunciabile del 35% di adesioni sarebbe inidonea ad attribuire a MPS il potere di approvare le delibere di competenza dell'assemblea straordinaria, inclusa, in particolare, la Fusione con Mediobanca.

Si segnala, inoltre, che ove MPS decidesse di rinunciare alla Condizione Soglia e venisse a detenere ad esito dell'Offerta una partecipazione che gli consentisse di esercitare soltanto il controllo di fatto e non il controllo di diritto di Mediobanca, MPS non sarebbe comunque in grado:

- (i) di realizzare tutte le sinergie stimate nei tempi e con le modalità previsti in uno scenario in cui il livello delle adesione all'Offerta consenta a MPS di esercitare un controllo di fatto su Mediobanca. Si segnala al riguardo che, nella Sezione A, Paragrafo A.1.4 del Documento di Offerta, MPS ha precisato che *"le sinergie di costo e funding, l'ampliamento delle fonti di ricavo e le relative sinergie, ed i vantaggi derivanti dalla complementarità dei modelli di business di MPS 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. In particolare, con riguardo alle tempistiche massime e possibili variazioni, si segnala che le sinergie, l'ampliamento delle fonti di ricavo nonché i benefici e gli obiettivi strategici dell'Offerta sarebbero comunque realizzabili negli importi previsti a regime, seppur in un orizzonte temporale più esteso di circa 12-18 mesi, con almeno il raggiungimento di circa il 50% delle sinergie attese nei tre anni successivi al perfezionamento dell'Offerta e prevedendone la piena attuazione nella prima parte del 2030"*; e
- (ii) di beneficiare dell'accelerazione nell'utilizzo delle DTA. Si segnala al riguardo che, nella Sezione A, Paragrafo A.1.4 del Documento di Offerta, MPS ha precisato che *"la richiamata accelerazione nell'utilizzo delle DTA deve intendersi subordinata all'acquisizione da parte dell'Offerente di una partecipazione superiore al 50% nel capitale di Mediobanca" e che "nel caso in cui all'esito dell'Offerta e dell'eventuale rinuncia alla Condizione Soglia, l'Offerente venga a detenere una partecipazione pari o inferiore al 50% del capitale di Mediobanca, quest'ultima, pur nell'ipotesi di controllo di fatto, non potrà essere inclusa nel consolidato fiscale nazionale di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.; in tale circostanza, MPS potrà continuare ad utilizzare le perdite fiscali consolidate pregresse in compensazione dei redditi imponibili prodotti dalle società attualmente aderenti al consolidato fiscale nazionale e, sia l'iscrizione nell'attivo patrimoniale di Euro 1,3 miliardi di DTA (attualmente fuori bilancio), sia i benefici derivanti dall'utilizzo delle DTA saranno comunque conseguiti, ancorché in un arco temporale più lungo. Nello specifico, il conseguimento dei benefici attesi terminerebbe nel 2036 con un utilizzo annuo medio delle DTA pari a circa Euro 0,3 miliardi, grazie anche all'aumento atteso della base imponibile connesso alla realizzazione delle sinergie generate dall'Operazione"*.

Quanto sopra comporterebbe evidentemente un notevole riflesso negativo, tra l'altro, sui risultati futuri di MPS e quindi, indirettamente, per gli Azionisti di Mediobanca che avessero aderto all'Offerta, anche considerata la rilevanza attribuita da MPS all'accelerazione nell'utilizzo delle DTA nella prospettiva industriale e strategica dell'Offerta.

#### 4.3. Condizione Atti Rilevanti

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerta si perfezionerà a condizione che, *inter alia*, “*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”)*”.

Si evidenzia, inoltre, quanto precisato da MPS nella Sezione A, Paragrafo A.1.5 del Documento di Offerta: “*Con riferimento ad atti e/o operazioni rilevanti (o all'omissione di atti e/o operazioni rilevanti) che si considerano compresi nella Condizione Atti Rilevanti, si indicano in via generale e a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, aumenti di capitale (anche ove realizzati in esecuzione delle deleghe conferite al consiglio di amministrazione ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile), riduzioni di capitale, distribuzioni di riserve, pagamenti di dividendi straordinari (i.e., quelli eccedenti l'utile risultante dall'ultimo bilancio di esercizio approvato al momento della distribuzione), utilizzi di fondi propri, acquisti o atti dispositivi di azioni proprie a qualunque fine, fusioni, scissioni, trasformazioni, modifiche statutarie in genere, annullamento o accorpamento di azioni, cessioni, acquisizioni, conferimenti, esercizio di diritti d'acquisto, o trasferimenti, anche a titolo temporaneo, di asset, di partecipazioni (o di relativi diritti patrimoniali o partecipativi), di contratti di fornitura di servizi, di contratti commerciali o di distribuzione di prodotti bancari, finanziari o assicurativi, di aziende o rami d'azienda (incluse, a titolo esemplificativo, quelle operanti nel settore assicurativo), emissioni obbligazionarie o assunzioni di debito e, in generale, gli atti e/o operazioni che non costituiscono l'ordinario esercizio dell'attività di impresa di Mediobanca così come correntemente svolta*”.

A tal riguardo, si noti altresì, come precisato da MPS nella Sezione A, Paragrafo A.1.5 del Documento di Offerta, che “*le suddette esemplificazioni sono fornite a titolo meramente*

*illustrativo e non esaustivo e si basano sulle informazioni pubblicamente disponibili in relazione all'Emittente e/o al Gruppo Mediobanca alla Data del Documento di Offerta".*

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

MPS pone come oggetto della Condizione Atti Rilevanti atti od operazioni che il Gruppo Mediobanca può compiere sulla base di legittime scelte di gestione. Infatti, MPS si è riservata la facoltà di non perfezionare l'Offerta non solo per il caso di atti od operazioni da cui possa derivare un significativo impatto negativo sulla situazione patrimoniale o economico-finanziaria di Mediobanca e del Gruppo Mediobanca, ma anche in relazione ad altre circostanze definite in maniera generica, quali sono gli atti od operazioni che limitino la libera operatività delle filiali e delle reti nel collocamento di prodotti alla clientela oppure che siano comunque incoerenti con l'Offerta e con le motivazioni industriali e commerciali sottostanti. È sufficiente considerare che sarebbe la stessa MPS a giudicare quali scelte gestionali di Mediobanca siano coerenti con i piani che sempre la stessa MPS si è data per l'operazione.

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

Si evidenzia, da ultimo, che, sempre nella Sezione A, Paragrafo A.1.5 del Documento di Offerta, MPS ha precisato quanto segue: *"Con riguardo all'Offerta Mediobanca-Banca Generali, allo stato, l'Offerente prende atto del quadro informativo disponibile (di cui alla Comunicazione 102 Mediobanca e al recente comunicato stampa del 15 giugno 2025, in cui è stato reso noto il rinvio al 25 settembre 2025 dell'assemblea inizialmente convocata per il giorno 16 giugno 2025 per la relativa autorizzazione ai sensi dell'articolo 104 del TUF) e, nonostante l'incertezza determinatasi dagli effetti del rinvio dell'assemblea stessa, sulla base di tale quadro informativo, non ritiene che, alla Data del Documento di Offerta, si siano già verificati gli eventi dedotti nella "Condizione Atti Rilevanti" e nella "Condizione Misure Difensive. In questo contesto che sconta numerosi elementi di incertezza, ove eventualmente si arricchisca il quadro informativo - come, peraltro, indicato dall'Emittente stesso - l'Offerente si riserva di analizzare qualsiasi sviluppo della vicenda e/o qualunque informazione che si renderà o verrà resa disponibile dai soggetti coinvolti nell'Offerta Mediobanca-Banca Generali in grado di produrre effetti, sulle Condizioni di Efficacia suddette".*

Ulteriormente, nella Sezione A, Paragrafo A.17 del Documento di Offerta, MPS ha rappresentato che *"poiché alla Data del Documento di Offerta non sono stati resi noti al mercato tutti i termini dell'Offerta Mediobanca-Banca Generali, anche alla luce del rinvio dell'assemblea ordinaria di Mediobanca ai sensi dell'articolo 104 del TUF, l'Offerente si*

*riserva di valutare più compiutamente l'Offerta Mediobanca-Banca Generali alla luce di tutte le informazioni rilevanti che si renderanno di volta in volta disponibili. Si nota, altresì, che mentre l'Offerta Mediobanca-Banca Generali sembrerebbe in potenza coerente con il razionale strategico dell'Offerta, le informazioni al momento disponibili all'Offerente non sono tali da permettere un'analisi compiuta essendo la stessa assemblea di Mediobanca stata rinviata nell'assunto dell'incompletezza del quadro informativo".*

Pertanto, pare evidente che, sebbene ad oggi MPS ritenga che la promozione dell'Offerta su Banca Generali non abbia prodotto nessuno degli eventi dedotti nella Condizione Atti Rilevanti e nella Condizione Misure Difensive, tuttavia non si può escludere, che in un momento successivo, sulla base di ulteriori sviluppi dell'Offerta su Banca Generali, MPS possa considerare non soddisfatte una o entrambe le suddette Condizioni di Efficacia. Ciò rappresenta un notevole elemento di incertezza per gli Azionisti di Mediobanca – i quali, dopo aver eventualmente portato le proprie Azioni Mediobanca perdendo il diritto di disporre di tali azioni fino alla conclusione dell'Offerta (fatta salva l'ipotesi di offerte concorrenti) – potrebbero vedere l'Offerta decadere per effetto della mancata realizzazione delle suddette Condizioni di Efficacia.

#### **4.4. Condizione Misure Difensive**

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerta si perfezionerà a condizione che, *inter alia*, “*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*”.

A tal riguardo si osserva che:

- (i) in data 28 aprile 2025 Mediobanca ha comunicato la propria intenzione di promuovere l'Offerta su Banca Generali, convocando, in ragione della pendenza dell'Offerta di MPS, l'Assemblea ordinaria degli Azionisti di Mediobanca per il 16 giugno 2025 al fine di autorizzare il compimento di tale operazione ai sensi dell'art. 104 del TUF;
- (ii) in data 15 giugno 2025 il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ha deliberato di rinviare al 25 settembre 2025 la data dell'Assemblea ordinaria degli Azionisti di Mediobanca, originariamente convocata per il 16 giugno 2025 ai sensi dell'art. 104 TUF per l'autorizzazione al compimento dell'Offerta su Banca Generali. Ciò, come comunicato al mercato nella medesima data del 15 giugno 2025, in ragione, tra l'altro, dell'esigenza di tener conto delle disponibilità e delle

tempistiche di Assicurazioni Generali per compiere le proprie valutazioni sull'Offerta su Banca Generali, in quanto in data 12 giugno 2025 Assicurazioni Generali ha comunicato per la prima volta di aver avviato un processo di analisi della proposta avanzata da Mediobanca e delle sue implicazioni commerciali, economiche e di valore.

Considerato che il periodo di adesione dell'Offerta di MPS, come indicato nel Documento di Offerta, terminerà in data 8 settembre 2025 e che l'assemblea degli Azionisti di Mediobanca è stata rinviata al 25 settembre 2025, non si può escludere che l'Offerta su Banca Generali possa essere oggetto di autorizzazione assembleare ai sensi dell'art. 104 del TUF prima della conclusione dell'Offerta di MPS complessivamente intesa, e cioè tenuto conto anche dell'eventuale riapertura dei termini ai sensi dell'art. 40-*bis* del Regolamento Emittenti e delle eventuali procedure per (i) l'adempimento dell'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108 comma 2 del TUF e (ii) l'esercizio del diritto di acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF e il contestuale adempimento dell'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1 del TUF (come rappresentato nella Sezione F del Documento di Offerta).

Al riguardo, come parimenti osservato con riferimento alla Condizioni Atti Rilevanti, sebbene ad oggi – sulla base di quanto rappresentato nella Sezione A, Paragrafo A.1.5 del Documento di Offerta – MPS ritenga che la promozione dell'Offerta su Banca Generali non abbia prodotto nessuno degli eventi dedotti nella Condizione Atti Rilevanti e nella Condizione Misure Difensive, tuttavia non si può escludere, che in un momento successivo, sulla base di ulteriori sviluppi dell'Offerta su Banca Generali, MPS possa considerare non soddisfatte una o entrambe le suddette Condizioni di Efficacia. Come già evidenziato, ciò rappresenta un notevole elemento di incertezza per gli Azionisti di Mediobanca, da tenere in adeguata considerazione ai fini della decisione se aderire o meno all'Offerta di MPS.

#### 4.5. Condizione MAE

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerta si perfezionerà a condizione che, *inter alia*, “*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 MPS (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"). Resta inteso che la presente Condizione MAE comprende, tra gli altri, anche tutti gli eventi elencati ai punti (x) e (y) di cui sopra che si dovessero verificare nei mercati dove operano l'Emittente, l'Offerente o le rispettive società controllate e/o collegate in conseguenza di, o in connessione con, crisi politiche internazionali attualmente in corso, e/o l'imposizione di dazi commerciali che, sebbene di pubblico dominio alla data del presente 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".*

Così come la Condizione Atti Rilevanti, anche la Condizione MAE risulta particolarmente ampia e generica nella sua formulazione, difetta di parametri o elementi oggettivi tali da comprendere quando potrebbe non dar corso all'Offerta e consente pertanto a MPS, ancora una volta, massima discrezionalità permettendogli di non completare l'Offerta sulla base di valutazioni autonome.

In particolare, si rileva che il perimetro della Condizione MAE include, tra l'altro, tutti gli eventi che si potrebbero verificare nei mercati dove operano Mediobanca, MPS o le rispettive società controllate e/o collegate in conseguenza di, o in connessione con (a) le crisi politiche internazionali attualmente in corso e (b) l'imposizione di dazi commerciali. Si tratta dunque di elementi e circostanze che, come noto, sono in corso alla Data del Comunicato dell'Emittente, e la cui portata e conseguenze restano fuori da ogni possibile capacità previsionale.

Da quanto precede ne derivano significativi livelli di incertezza legati al possibile aggravamento della situazione geopolitica e commerciale a livello internazionale e globale, che si traducono in un'incertezza a carico degli Azionisti di Mediobanca rispetto all'effettivo perfezionamento dell'Offerta.

## **5. Effetti dell'eventuale successo dell'Offerta sui livelli occupazionali di Mediobanca e sulla localizzazione dei siti operativi**

Come indicato alla Sezione G, Paragrafo G.2.2.1 del Documento di Offerta, "Alla Data del Documento di Offerta, 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. Pertanto, non si prevede che l'Offerta abbia conseguenze negative dirette sul complessivo organico del Gruppo Mediobanca quanto a condizioni di lavoro o di impiego. Tenuto conto della complementarietà (e non sovrapposizione) dei business di MPS e Mediobanca, alla Data del Documento di Offerta, è ragionevole ritenere che in caso di perfezionamento dell'Offerta non vi saranno impatti sul capitale umano e sui siti operativi esistenti di MPS e Mediobanca".

Il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca prende atto delle dichiarazioni rese da MPS, non essendo tuttavia nelle condizioni, alla luce delle informazioni messe a

disposizione nel Documento di Offerta, di poter effettuare una propria autonoma e compiuta valutazione sul futuro impatto dell'Offerta sui livelli di occupazione e sulle filiali in considerazione del carattere frammentario e contradditorio dell'informativa resa da MPS, nonché del livello di dettaglio estremamente ridotto della stessa. In particolare, MPS non si è premurata in alcun modo di illustrare come le significative sinergie di costo attese sul fronte delle spese amministrative e l'ottimizzazione mirata delle funzioni in sovrapposizione si coniughino con la dichiarata assenza di impatti dell'Offerta sul capitale umano e sui siti operativi esistenti di MPS e Mediobanca. In particolare, nella Sezione G, Paragrafo G.2.2.2 del Documento di Offerta, MPS ha dichiarato che *"L'Operazione genererà nel contempo significative sinergie di costo sul fronte delle spese amministrative e consentirà un'ottimizzazione mirata delle funzioni in sovrapposizione. A questo si aggiungeranno le economie derivanti dalla razionalizzazione del piano investimenti combined delle due banche, così da evitare le duplicazioni di investimenti nelle aree oggetto della combinazione. I risparmi attesi ammontano a circa Euro 0,3 miliardi per anno. A titolo di esempio, le leve includono:*

- *la centralizzazione degli approvvigionamenti dei grandi fornitori ed estensione della best practice in termini di cost governance;*
- *l'ottimizzazione degli investimenti IT e della trasformazione digitale per le aree comuni, ad esempio per la piattaforma di consumer finance di MPS;*
- *l'ottimizzazione delle attività di supporto di wealth management sia per il Private Banking che per l'Asset Gathering;*
- *lo sviluppo combinato della piattaforma per aziende Corporate nonché l'ottimizzazione delle fabbriche prodotto (e.g., MBFACTA e MPS Factoring);*
- *l'ottimizzazione delle duplicazioni delle funzioni centrali, sia in termini operativi che di risorse.*”.

Per quanto riguarda l'impatto dell'operazione sui livelli occupazionali, si rimanda al Paragrafo 2.3.3 del Comunicato dell'Emittente in merito alle “dissinergie di ricavo”.

L'elevata professionalità del capitale umano del Gruppo Mediobanca è il pilastro fondante per il conseguimento degli obiettivi del Piano 2025-2025 “One Brand- One Culture” con uno sviluppo positivo in tutti i segmenti di operatività, facendo leva sui tratti distintivi del relativo Gruppo: approccio responsabile al *business*, forza del *brand*, focalizzazione e posizionamento distintivo in attività a elevata specializzazione e marginalità, ampia dotazione di capitale e continui investimenti in talenti, nonché innovazione e distribuzione.

La complessità e diversificazione del modello di *business* del Gruppo Mediobanca richiede competenze specializzate non sovrapponibili a quelle di una banca commerciale. La mancanza di omogeneità delle linee di *business* tra Mediobanca e MPS limiterà i potenziali risparmi in alcune aree, con la necessità di mantenere e preservare risorse altamente qualificate a supporto delle attività di Mediobanca.

L'operazione proposta da MPS comporterebbe quindi rilevanti dissinergie industriali e strategiche nelle divisioni di *Wealth Management* e *Corporate & Investment Banking* con inevitabili conseguenze sulla *retention* e futura attrazione di figure chiave (*bankers* e consulenti finanziari). L'eccellenza del capitale umano del marchio "Mediobanca" è un elemento rilevante per il successo del *business model* CIB e WM; pertanto, l'eventuale uscita del personale chiave e di talenti in crescita avrebbe un impatto significativo sulla generazione di ricavi.

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

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, non è stato rilasciato il parere dei rappresentanti dei lavoratori del Gruppo Mediobanca che, ove rilasciato, sarà messo a disposizione del pubblico nel rispetto delle applicabili disposizioni legislative e regolamentari <sup>(59)</sup>.

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

## 6. Aggiornamento delle informazioni a disposizione del pubblico e comunicazione dei fatti di rilievo ai sensi dell'art. 39 del Regolamento Emittenti

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

Il Consiglio di Amministrazione ha approvato in data 8 maggio 2025 il Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2025. Il Comunicato Stampa al 31 marzo 2025 è a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Mediobanca e sul sito internet di Mediobanca. Non vi sono fatti di rilievo successivi all'approvazione di tale Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2025, fatto salvo l'aggiornamento del Piano "2023-2026 "One Brand-One Culture", come comunicato al mercato in data 27 giugno 2025.

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

Non vi sono informazioni ulteriori sull'andamento recente e sulle prospettive di Mediobanca rispetto a quanto riportato nel Resoconto Intermedio di Gestione consolidato al 31 marzo 2025, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 8 maggio 2025, a cui si fa rinvio, fermo restando l'aggiornamento del Piano "2023-2026 "One Brand-One Culture", come comunicato al mercato in data 27 giugno 2025.

---

<sup>59</sup> Alla Data del Comunicato dell'Emittente, i rappresentati dei lavoratori del Gruppo Mediobanca hanno pubblicato, rispettivamente in data 8 luglio 2025 e 9 luglio 2025, due comunicati stampa congiunti (si riporta, per pronto riferimento, uno dei link in cui i comunicati sono a disposizione: <https://uilcalombardia.it/UILCA-Gruppo-Mediobanca-la-nostra-linea-e-chiara/>).

## 7. Indicazione in merito alla partecipazione dei membri del Consiglio di Amministrazione alle trattative per la definizione dell'operazione

Nessun membro del Consiglio di Amministrazione ha partecipato a qualunque titolo alle trattative per la definizione dell'operazione nel contesto della quale è stata promossa l'Offerta.

## 8. Conclusioni del Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione, all'esito delle valutazioni condotte, dopo attenta analisi della documentazione indicata nel successivo Paragrafo 9.3, e anche tenuto conto di quanto espresso dagli *Advisor Finanziari* nelle proprie *fairness opinion*, ritiene che il Corrispettivo non sia congruo da un punto di vista finanziario (per maggiori informazioni si rinvia alla Sezione 3 del Comunicato dell'Emittente), in quanto la valorizzazione di Mediobanca da parte di MPS non ne riconosce il reale valore, le prospettive di crescita su base *stand-alone* nonché quelle derivanti dall'Offerta su BG, e non è coerente con la natura e le finalità dell'Offerta, volta a determinare (i) una significativa inversione della prospettiva strategica di Mediobanca con la conseguente distruzione del valore insito in Mediobanca stessa, e (ii) un'asserita realizzazione di sinergie nonostante la ridotta sovrapposizione geografica e di linee di *business* tra le due banche, nonché la notevole diversità in termini di segmenti di clientela serviti. A giudizio del Consiglio di Amministrazione, la valorizzazione di Mediobanca da parte di MPS penalizza sensibilmente gli Azionisti di Mediobanca rispetto agli azionisti di MPS.

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

(i) Come illustrato alla Sezione 2, Paragrafo 2.1 del presente Comunicato dell'Emittente, Mediobanca è una banca con proprie peculiari caratteristiche e con rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i suoi azionisti, nonché una storia di eccellenza, crescita e valore e un *track-record* di successo.

- Mediobanca è una banca con proprie peculiari caratteristiche e con rilevanti prospettive di crescita e creazione di valore per i suoi azionisti, in quanto:
  - presenta un modello di *business* focalizzato su attività altamente specializzate e redditizie, che sono cresciute anche in situazioni di mercato avverse;
  - è fortemente presente in tre principali aree di *business* – ossia *Wealth Management*, *Corporate & Investment Banking*, e *Consumer Finance* – trainate da tendenze strutturali positive a lungo termine;
  - sulla base del Piano “*One Brand-One Culture*”, esteso al 2028, prevede un'ulteriore solida crescita di ricavi, utili e redditività, puntando a

- conseguire i migliori rendimenti di settore, associati a un significativo aumento della remunerazione degli azionisti;
- Mediobanca ha una storia di eccellenza, crescita e valore che:
    - si contraddistingue storicamente per elevati tassi di crescita determinati dall'eccellente posizionamento di mercato che la stessa ha raggiunto e che ha reso Mediobanca un *player* unico nel panorama italiano;
    - negli ultimi 10 anni, ha raddoppiato il totale degli *asset* gestiti (TFA), i ricavi e il RoTE, distribuendo agli Azionisti di Mediobanca oltre Euro 6 miliardi tra dividendi e piani di riacquisto azioni proprie con successivo annullamento;
  - Mediobanca ha maturato un significativo *track-record* di successo in quanto:
    - ha storicamente raggiunto risultati superiori al *consensus* di mercato;
    - ha registrato negli ultimi 10 anni circa un incremento di valore significativo superiore al 233% in termini di rendimento totale per gli azionisti, rispetto a un incremento di valore di circa il 144% in termini di rendimento totale per gli azionisti registrato dall'indice di borsa delle banche italiane nel medesimo periodo;
    - il *management* di Mediobanca vanta una consolidata esperienza nella realizzazione di operazioni straordinarie, completate senza aumenti di capitale a carico degli azionisti;
- (ii) Come illustrato alla Sezione 2, Paragrafo 2.2 del presente Comunicato dell'Emittente, l'Offerta prevede un Corrispettivo interamente costituito da Azioni MPS, richiedendo quindi un'attenta valutazione delle caratteristiche e dei fattori di rischio dell'Offerente.
- MPS è stata oggetto di numerose ricapitalizzazioni e interventi di sostegno pubblico a testimonianza della fragilità reddituale e patrimoniale:
    - i numerosi interventi di ricapitalizzazione avvenuti negli ultimi venti anni hanno superato complessivamente gli Euro 25 miliardi e testimoniano la storica fragilità della posizione patrimoniale e reddituale di MPS;
    - in un contesto di fragilità patrimoniale, non si può escludere che l'eventuale combinazione con Mediobanca determini ulteriori impatti negativi sul capitale di MPS;
  - Il modello di *business* di MPS presenta rilevanti criticità in quanto:
    - MPS ha subito l'erosione di quote di mercato nelle attività di *core business* e ha dovuto vendere le fabbriche prodotto;
    - la redditività di MPS risulta fortemente dipendente dal *net interest income* e dalle DTA;

- il merito creditizio di MPS risulta significativamente inferiore rispetto alla media di sistema;
- il *consensus* di mercato prevede una redditività ricorrente tra le più basse tra le principali banche italiane;
- Il profilo patrimoniale di MPS presenta elementi critici ed incertezze:
  - nonostante gli sforzi compiuti negli ultimi anni, la qualità degli attivi costituisce ancora un elemento di notevole criticità per MPS;
  - il patrimonio di vigilanza di MPS risulta connotato da significative debolezze.
- (iii) Come illustrato alla Sezione 2, Paragrafo 2.3 del presente Comunicato dell'Emittente, l'Offerta manca di razionale industriale, strategico e finanziario e distruggerebbe valore per gli Azionisti di Mediobanca.
  - L'Offerta non presenta vantaggi sotto il profilo industriale e strategico, bensì porta ad un forte indebolimento del modello di *business* di Mediobanca:
    - l'Offerta risulta priva di un reale razionale industriale in quanto rappresenta un'operazione promossa da un istituto di credito di medie dimensioni con un modello di *business* incentrato su attività di banca commerciale non coniugabile con servizi finanziari diversificati e sofisticati caratteristici di Mediobanca;
    - l'aggregazione tra MPS e Mediobanca darebbe vita ad un conglomerato finanziario indifferenziato e privo di un posizionamento distintivo nelle attuali attività di *core business* di Mediobanca;
    - l'aggregazione con il Gruppo MPS determinerebbe una forte diluizione del modello di *business* di Mediobanca focalizzato su segmenti di attività specializzate e redditizie;
  - L'aggregazione tra MPS e Mediobanca presenta rilevanti criticità sotto il profilo finanziario:
    - l'Offerta produrrebbe un forte pregiudizio al profilo reddituale di Mediobanca, nonché una diluizione dei ritorni di Mediobanca visto il differenziale di RoTE previsto tra le due banche;
    - l'Offerta determinerebbe una distruzione di valore a causa delle rilevanti dissinergie che genererebbe, oltre al fatto che le fragilità reddituali e patrimoniali di MPS confluirebbero in Mediobanca;
    - l'Offerta determinerebbe un impatto negativo sul profilo di rischio di Mediobanca in ragione della presenza nel bilancio di MPS di una quantità significativamente superiore di attivi rischiosi rispetto a Mediobanca;
    - l'Offerta determinerebbe un rischio di declassamento del merito creditizio di Mediobanca come evidenziato dalle agenzie di *rating*;

- L'aggregazione tra MPS e Mediobanca genererebbe dissinergie e attriti tra i modelli di business:
    - la prospettata aggregazione tra MPS e Mediobanca introduce una serie di elementi di complessità che non sono stati adeguatamente considerati da MPS nell'elaborazione delle stime delle sinergie;
    - le sinergie stimate da MPS risultano del tutto ottimistiche e poco realistiche alla luce delle caratteristiche delle più rilevanti aggregazioni nel settore bancario avvenute in Italia in passato o tuttora in corso;
    - il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ha stimato complessive dissinergie (di ricavo, di costo e di *funding*), a livello di utile *ante imposte*, per un totale di Euro 460 milioni in caso di Fusione e di Euro 665 milioni in assenza di Fusione;
  - L'Offerta è caratterizzata dall'assenza di sostegno da parte degli *stakeholder* istituzionali:
    - le principali agenzie di *rating* e numerosi analisti di mercato hanno espresso perplessità circa la sostenibilità industriale dell'operazione, sottolineando l'elevato rischio di esecuzione, la limitata visibilità sulle sinergie effettivamente realizzabili e la possibilità di impatti negativi sulla stabilità e sulla reputazione delle entità coinvolte;
    - la maggioranza degli analisti che hanno pubblicato i propri *report* nelle settimane successive all'annuncio dell'Offerta ha riportato commenti negativi con riferimento a tale operazione (inclusi analisti di Morgan Stanley, Jefferies, Autonomous e Citibank);
  - Mediobanca ritiene che l'integrazione con Banca Generali, dando vita a un leader nel settore del *Wealth Management* italiano ed europeo, sia nell'interesse di tutti gli Azionisti di Mediobanca e sarebbe preclusa dall'aggregazione tra Mediobanca e MPS:
    - grazie all'integrazione con Banca Generali, nascerebbe un gruppo unico per modello di business: a basso assorbimento di capitale, con una limitata esposizione ai tassi di interesse ed al rischio di credito, un mix di utili attraente, distintivo per brand e qualità del capitale umano;
    - il razionale strategico ed industriale dell'Offerta su Banca Generali è basato sull'assunto che Mediobanca resti un'entità autonoma focalizzata su business altamente specializzati e redditizi, pertanto nella prospettiva degli Azionisti di Mediobanca, l'Offerta su Banca Generali è da considerarsi, da un punto di vista industriale e strategico, come operazione alternativa all'Offerta di MPS.
- (iv) Come illustrato alla Sezione 2, Paragrafo 2.4 del presente Comunicato dell'Emittente, la combinazione tra MPS e Mediobanca e il conseguente

raggiungimento degli obiettivi strategici dell'Offerta risultano soggetti a significativi rischi ed elementi di incertezza.

- MPS non ha ancora presentato un piano industriale dell'entità risultante dalla potenziale Fusione:
  - MPS non ha, in particolare, chiarito se intende realizzare la Fusione, né le relative modalità e tempistiche;
  - MPS prevede che il piano industriale della nuova entità risultante dall'integrazione di Mediobanca nel Gruppo MPS sarà approvato solo dopo il completamento dell'Offerta (secondo una tempistica ancora da definire);
  - Gli Azionisti di Mediobanca si trovano quindi a dover valutare l'Offerta in assenza di un piano consolidato su cui possano fondare le proprie valutazioni e la propria decisione se aderire, divenendo azionisti di MPS;
- Sussistono incertezze relative all'integrazione tra Mediobanca e MPS e alla realizzazione delle conseguenti sinergie:
  - a differenza di quanto si riscontra nella prassi più recente, la Fusione tra Mediobanca e MPS non è inquadrata come un obiettivo dell'operazione per favorire la piena integrazione delle due entità;
  - ciò denota l'assenza del razionale industriale e strategico dell'Offerta, evidenziando una carenza informativa significativa sugli scenari futuri di Mediobanca a svantaggio dei suoi Azionisti;
  - sussistono forti incertezze sulla capacità di MPS di approvare qualsiasi delibera nell'Assemblea degli Azionisti di Mediobanca in sede straordinaria (specie la Fusione) nell'ipotesi in cui l'Offerente venisse a detenere, a esito dell'Offerta, una partecipazione inferiore al 50% del capitale sociale di Mediobanca;
  - MPS stessa ha rappresentato che potrebbero verificarsi eventi relativi alla struttura societaria di Mediobanca, al di fuori del controllo dell'Offerente, potenzialmente atti a ritardare il conseguimento delle sinergie stimate, nonché ad avere un impatto negativo sui risultati e sulle *performance* del Gruppo MPS post-operazione.
- MPS non ha un *track-record* di acquisizioni ed integrazioni di realtà aziendali di dimensioni comparabili a Mediobanca
  - MPS non presenta un *track-record* di acquisizioni di successo di operatori dalle dimensioni, dalla copertura geografica e con modelli di business comparabili a quelli di Mediobanca;
  - nel settore bancario le operazioni di acquisizione e/o aggregazione "ostili", quale l'Offerta di MPS, presentano un elevato rischio di

esecuzione rispetto ad altre operazioni, con impatti per gli *stakeholder* incerti e non preventivabili.

(v) Come illustrato alla Sezione 2, Paragrafo 2.5 del presente Comunicato dell'Emittente, il Gruppo MPS risulta esposto a rilevanti rischi di *governance* e legali:

- la presenza degli stessi azionisti – ossia Delfin e Caltagirone – in MPS, Mediobanca e Assicurazioni Generali nell'ambito di un'offerta esclusivamente in azioni, configura una disomogeneità negli interessi rispetto al resto della compagine azionaria;
- Delfin e Caltagirone potrebbero avere un interesse al successo dell'Offerta di MPS potenzialmente indipendente ed ulteriore rispetto all'interesse di tutti gli altri Azionisti di Mediobanca alla massimizzazione del valore del proprio pacchetto azionario in Mediobanca;
- la valenza segnaletica dell'eventuale intenzione di tali Azionisti di Mediobanca di aderire all'Offerta, a giudizio del Consiglio di Amministrazione dovrebbe essere pertanto valutata con particolare cautela dagli Azionisti di Mediobanca;
- i soci di Mediobanca che aderendo all'Offerta dovessero acquisire una partecipazione qualificata in MPS (superiore al 10% o che comunque permetta di esercitare il controllo o l'influenza notevole) dovrebbero ottenere la preventiva autorizzazione della BCE e sulla base delle informazioni pubbliche ad oggi disponibili (incluso il Documento di Offerta che nulla menziona al riguardo) non risulta che tali autorizzazioni siano state al momento richieste o concesse;
- MPS presenta al 31 marzo 2025 un *petitum* netto di circa Euro 3 miliardi di cui circa la metà riconducibile a vertenze classificate da MPS come a rischio di soccombenza “probabile”.
- Il giudice dell'udienza preliminare (GUP presso il Tribunale di Milano) ha emesso il 6 giugno 2025 un decreto che dispone il rinvio a giudizio nei confronti di numerosi manager di MPS, tra cui l'ex Presidente e l'ex Amministratore Delegato di MPS (sigg. Profumo e Viola) per falsità nel bilancio del 2015 e nel rapporto semestrale del 2016, nonché per il reato di manipolazione del mercato (articolo 185 del TUF) e falso in prospetto (articolo n 173-*bis* del TUF).
- La Procura della Repubblica di Milano sta conducendo un'indagine penale per possibile manipolazione del mercato e ostacolo all'Autorità di vigilanza in merito alla vendita in blocco, tramite c.d. *Accelerated Book Building* (“ABB”), di una partecipazione pari al 15% di MPS, avvenuta in data 13 novembre 2024.

(vi) **Come illustrato alla Sezione 3 del presente Comunicato dell'Emittente, il Consiglio di Amministrazione ritiene l'Offerta non conveniente e il Corrispettivo non congruo.**

- Il Corrispettivo non è congruo da un punto di vista finanziario.
- Il Corrispettivo è interamente in azioni di MPS, la cui *performance* e la cui valutazione rispetto alle Azioni Mediobanca devono essere attentamente considerate, posto che gli Azionisti di Mediobanca resterebbero fortemente esposti all'incertezza in ordine all'effettivo raggiungimento degli obiettivi strategici di MPS, tenuto conto delle criticità sotto molteplici profili di assoluta rilevanza aziendale che hanno storicamente caratterizzato e caratterizzano tutt'ora MPS.

Da ultimo, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca precisa che all'attuale Rapporto di Scambio, nell'ipotesi in cui MPS venisse a detenere l'intero capitale sociale di Mediobanca ad esito dell'Offerta, la realtà combinata sarebbe rappresentata per il 62% dagli attuali Azionisti di Mediobanca e dal 38% dagli attuali azionisti di MPS. Ne conseguirebbe lo scenario paradossale in cui gli attuali Azionisti di Mediobanca verrebbero a detenere la maggioranza del capitale sociale di MPS post Offerta, nonostante l'Offerente abbia dichiarato, nel Documento di Offerta, l'intenzione di voler acquisire il controllo (anche di fatto) di Mediobanca.

L'operazione ha pertanto l'inevitabile effetto di far gravare sugli Azionisti di Mediobanca (i) la maggioranza dei rischi ed oneri di una combinazione non concordata, carente sul piano informativo innaturale e fortemente distruttiva di valore, nonché (ii) il costo di un'operazione non nell'interesse degli azionisti di Mediobanca in quanto distruttiva di valore e, quindi, più rischiosa rispetto ai risultati conseguibili in base al Piano "2023-2026 *"One Brand-One Culture"*", successivamente aggiornato con l'estensione fino al 2028 come comunicato al mercato in data 27 giugno 2025 nonché tale da precludere la prospettata aggregazione tra Mediobanca e Banca Generali.

Di fronte ad un'operazione priva di razionale strategico, industriale e finanziario, il sostegno all'Offerta dichiarato pubblicamente da taluni soci di Mediobanca – i quali sono anche soci di MPS e di Assicurazioni Generali – evidenzia la sussistenza di un interesse al successo dell'Offerta di MPS potenzialmente indipendente ed ulteriore rispetto all'interesse di tutti gli altri Azionisti di Mediobanca alla massimizzazione del valore del proprio pacchetto azionario in Mediobanca.

In ragione di tutto quanto illustrato in precedenza e considerando, in particolar modo, le valutazioni formulate in merito alla non congruità, da un punto di vista finanziario, del Corrispettivo e agli ulteriori profili di attenzione sull'Offerta, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, nel corso dell'adunanza dell'11 luglio 2025, ha infine deliberato di non portare in adesione all'Offerta le Azioni Proprie di Mediobanca (pari, alla data del presente Comunicato dell'Emittente, a complessive n. 26.914.597 azioni proprie, corrispondenti a circa il 3,2% del capitale sociale).

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

## 9. Descrizione della riunione del Consiglio di Amministrazione che ha approvato il Comunicato dell'Emittente

### 9.1. Partecipanti alla riunione del Consiglio di Amministrazione

Alla riunione del Consiglio di Amministrazione dell'11 luglio 2025, nella quale è stata esaminata l'Offerta e approvato il presente Comunicato dell'Emittente ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-*bis*, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti, ha partecipato, la totalità dei Consiglieri, nelle persone di:

Nome e Cognome	Carica
Renato Pagliaro	Presidente del Consiglio di Amministrazione (non esecutivo)
Sabrina Pucci (*)	Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione (non esecutivo e indipendente)
Vittorio Pignatti Morano (*)	Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione (non esecutivo e indipendente)
Alberto Nagel	Amministratore Delegato
Francesco Saverio Vinci	Amministratore esecutivo e Direttore Generale
Mana Abedi (*)	Amministratore Indipendente
Virginie Banet (*)	Amministratore Indipendente
Laura Cioli (*)	Amministratore Indipendente
Angela Gamba (*)	Amministratore Indipendente
Marco Giorgino (*)	Amministratore Indipendente
Valérie Hortefeux (*)	Amministratore Indipendente
Maximo Ibarra (*)	Amministratore Indipendente
Sandro Panizza (*)	Amministratore Indipendente
Laura Penna (*)	Amministratore Indipendente
Angel Vilà Boix (*)	Amministratore Indipendente

(\*) Amministratore indipendente ai sensi dell'art. 13 D.M. 169/2020, come integrato dall'art. 19 dello Statuto sociale, e degli artt. 147-*ter*, comma 4, e 148, comma 3 del TUF.

Per il Collegio Sindacale erano presenti: Matteo Mario Busso, Presidente del Collegio Sindacale, e i Sindaci Effettivi Elena Pagnoni e Ambrogio Virgilio.

#### 9.2. Specificazione di interessi propri o di terzi relativi all'Offerta

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

- il Presidente del Consiglio di Amministrazione, dott. Renato Pagliaro, in quanto titolare in proprio di n. 2.000.000 azioni di Mediobanca;
- l'Amministratore Delegato, dott. Alberto Nagel, in quanto titolare in proprio di n. 3.220.050 azioni di Mediobanca anche rivenienti da piani di incentivazione; si segnala inoltre che, nell'ambito dei piani di incentivazione di Mediobanca attualmente in essere, è previsto che al dott. Alberto Nagel vengano assegnate ulteriori azioni di Mediobanca;
- il Consigliere e Direttore Generale, dott. Francesco Saverio Vinci, in quanto titolare in proprio di n. 1.413.000 azioni Mediobanca anche rivenienti da piani di incentivazione; si segnala inoltre che, nell'ambito dei piani di incentivazione di Mediobanca attualmente in essere, è previsto che al dott. Francesco Saverio Vinci vengano assegnate ulteriori azioni di Mediobanca;
- il Consigliere Vittorio Pignatti Morano, in quanto titolare in proprio di n. 15.000 azioni Mediobanca;
- il Consigliere Angel Vilà Boix, in quanto titolare in proprio di n. 25.000 azioni Mediobanca.

Tenuto conto dell'Offerta e in attuazione di quanto previsto dai piani di incentivazione in strumenti finanziari in presenza di una modifica sostanziale dell'assetto azionario del Gruppo (*change of control*) qualificata come "ostile", il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, come da *market practice*, ha deliberato in caso di perfezionamento dell'Offerta, la cessazione anticipata del Piano di incentivazione a lungo termine 2023-2026 e del Piano di azionariato diffuso e coinvestimento 2023-2026, nonché la sostituzione con un importo in denaro delle azioni assegnate ai beneficiari di tutti i Piani di performance shares e dei Piani LTI 2019-2023 e 2023-2026 — fino a un massimo di 7,2 milioni azioni — per un impatto indicativo a conto economico di Euro 90 milioni che sarà ripartito su un arco temporale di 8 esercizi (circa 80% nei prossimi 3 esercizi). È stata inoltre disposta la modifica di alcune condizioni per l'attribuzione della remunerazione differita, nel rispetto delle previsioni regolamentari.

### 9.3. Documentazione esaminata

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

- il Comunicato sull'Offerta, con il quale MPS ha comunicato la decisione di promuovere l'Offerta ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti;
- il comunicato stampa sull'Offerta pubblicato da MPS in data 24 gennaio 2025;
- la presentazione intitolata *“Voluntary Public Exchange Offer launched by Banca Monte dei Paschi di Siena on the ordinary shares of Mediobanca”*, pubblicata da MPS in data 24 gennaio 2025;
- il documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parti correlate, redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato, pubblicato da MPS in data 30 gennaio 2025;
- il documento informativo redatto ai sensi dell'articolo 70, comma 6, del Regolamento Emittenti, pubblicato in data 2 aprile 2025;
- la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione sulla proposta al punto 1 dell'ordine del giorno della parte straordinaria dell'assemblea degli azionisti di MPS convocata per il giorno 17 aprile 2025 in unica convocazione, pubblicata da MPS in data 18 marzo 2025;
- la nota integrativa alla predetta relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione sulla proposta al punto 1 dell'ordine del giorno della parte straordinaria dell'assemblea degli azionisti di MPS convocata per il giorno 17 aprile 2025 in unica convocazione, pubblicata da MPS in data 14 aprile 2025;
- la relazione *ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b), cod. civ.* rilasciata da KPMG Corporate Finance, divisione di KPMG Advisory S.p.A. in relazione all'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta in data 14 marzo 2025, come successivamente aggiornata in data 26 giugno 2025;
- la relazione volontaria rilasciata da PricewaterhouseCoopers S.p.A. sui metodi utilizzati dagli amministratori di MPS per la determinazione del rapporto di cambio nell'ambito dell'Offerta del 18 marzo 2025;
- la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione redatta ai sensi degli artt. 2441, comma 6, cod. civ. e 70, comma 7, lett. a), del Regolamento Emittenti su termini, condizioni e motivazioni dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, pubblicata da MPS, nel contesto dell'esercizio della delega *ex art. 2443 cod. civ.* ad aumentare il capitale sociale a servizio dell'Offerta, in data 26 giugno 2025;

- la relazione della società di revisione, ex artt. 2441, comma 6, cod. civ. e 158, comma 1, del TUF, sul prezzo di emissione delle Azioni MPS da emettersi a valere sull'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, rilasciata da PricewaterhouseCoopers S.p.A. e pubblicata da MPS in data 26 giugno 2025;
- il verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione di MPS, in data 26 giugno 2025, nel corso della quale quest'ultimo ha esercitato la delega *ex art. 2443 cod. civ.* ad aumentare il capitale sociale a servizio dell'Offerta;
- il Documento di Offerta, come approvato dalla Consob in data 2 luglio 2025 e pubblicato in data 3 luglio 2025;
- il Documento di Esenzione, pubblicato in data 3 luglio 2025;
- la *fairness opinion* resa in data 10 luglio 2025 da Centerview;
- la *fairness opinion* resa in data 11 luglio 2025 da Equita;
- la *fairness opinion* resa in data 11 luglio 2025 da Goldman Sachs;
- gli eventuali ulteriori documenti sull'Offerta pubblicati di volta in volta da MPS.

#### **9.4. Esito della riunione del Consiglio di Amministrazione**

Ad esito dell'adunanza consiliare dell'11 luglio 2025, il Consiglio di Amministrazione ha approvato il presente Comunicato dell'Emittente a maggioranza dei presenti, con il voto contrario dell'Amministratore Sandro Panizza e l'astensione del Vice Presidente Sabrina Pucci

In particolare, l'Amministratore Sandro Panizza ha espresso il proprio voto contrario ritenendo:

- che MPS sia una banca solida e profittevole;
- di non condividere la stima delle dissinergie elaborata dal *management* sulla base delle quali gli *advisors* hanno fondato le proprie *fairness opinion*;
- che l'operazione proposta abbia un razionale industriale e che la generazione di valore che si prospetta lasci ampi margini per coprire i rischi di esecuzione che appaiono limitati eventualmente a una minore percentuale di realizzazione delle sinergie di ricavi a quanto prospettato dall'offerente.

Il Vice Presidente Sabrina Pucci ha espresso la propria astensione ritenendo:

- che il Comunicato dell'Emittente difetti di alcuni elementi necessari per assicurare trasparenza e completezza di informazione;
- che sarebbe stata necessaria un'illustrazione più puntuale e non solo qualitativa delle dissinergie che hanno un effetto rilevante sulle valutazioni effettuate;

- di non condividere la prospettazione dell'Offerta e dell'Offerta su Banca Generali in termini tra di loro alternativi, ritenendo le medesime operazioni potenzialmente sovrapponibili;
- che l'informatica sulle modifiche dei piani di incentivazione sia eccessivamente sintetica;
- che MPS non sia ad oggi una banca caratterizzata da significative fragilità patrimoniali.

Il Consiglio di Amministrazione ha attribuito al Presidente e all'Amministratore Delegato, anche in via disgiunta tra loro e con il supporto delle strutture di Mediobanca, i più ampi e/o opportuni poteri per: (i) procedere alla pubblicazione del Comunicato dell'Emittente e, se del caso, apportare allo stesso le modifiche e le integrazioni che venissero richieste da CONSOB o da ogni altra Autorità competente, ovvero per effettuare gli aggiornamenti che, ai sensi dell'articolo 39, comma 4, del Regolamento Emittenti, si rendessero necessari in ragione della variazione delle informazioni esposte nel Comunicato dell'Emittente ovvero qualsivoglia modifica di natura non sostanziale che si rendesse opportuna; (ii) in generale, dare esecuzione alle delibere adottate dal Consiglio di Amministrazione nel corso della medesima riunione, ivi incluso porre in essere qualsiasi atto e adempimento richiesto ai sensi della normativa di legge e di regolamento applicabile.

## 10. Dati ed elementi utili per l'apprezzamento dell'Offerta

Per una completa e analitica conoscenza di tutti i termini e le Condizioni dell'Offerta si rinvia al contenuto del Documento di Offerta e al Documento di Esenzione, resi disponibili da MPS sul proprio sito *internet* ([www.gruppomps.it](http://www.gruppomps.it)). In particolare, si segnalano:

- i seguenti Paragrafi del Documento di Offerta:
  - Sezione A - “*Avvertenze*”;
  - Sezione B, Paragrafo B.1 - “*L'Offerente*”;
  - Sezione C - “*Categorie e quantitativi di strumenti finanziari oggetto dell'Offerta*”;
  - Sezione D - “*Strumenti finanziari dell'Emittente o aventi come sottostante detti strumenti posseduti dall'Offerente, anche a mezzo di società fiduciarie o per interposta persona*”;
  - Sezione E - “*Corrispettivo unitario per gli strumenti finanziari e sua giustificazione*”;
  - Sezione F - “*Modalità e termini di adesione all'Offerta, date e modalità di pagamento del Corrispettivo e di restituzione dei titoli oggetto dell'Offerta*”;

- Sezione G - “*Modalità di finanziamento, garanzie di esatto adempimento e programmi futuri dell’Offerente*”;
- Sezione H - “*Eventuali accordi e operazioni tra l’Offerente, i soggetti che agiscono di concerto con esso e l’Emittente o gli azionisti rilevanti o i componenti degli organi di amministrazione e controllo del medesimo Emittente*”.
- i seguenti Paragrafi del Documento di Esenzione:
  - Sezione 2 - “*Informazioni sull’Offerente e sull’Emittente*”;
  - Sezione 3 - “*Descrizione dell’Operazione*”;
  - Sezione 4 - “*Titoli di capitale offerti al pubblico*”;
  - Sezione 5 - “*Impatto dell’operazione sull’Offerente*”.

\* \* \* \*

### **Allegati**

Allegato 1 - *Fairness opinion* di Centerview

Allegato 2 - *Fairness opinion* di Equita

Allegato 3 - *Fairness opinion* di Goldman Sachs

\* \* \* \*

*Il presente Comunicato dell’Emittente, unitamente a suoi allegati, è pubblicato sul sito internet di Mediobanca all’indirizzo [www.mediobanca.com](http://www.mediobanca.com) ed è stato trasmesso, contestualmente alla sua pubblicazione, all’Offerente in conformità a quanto previsto dall’art. 36, comma 4, del Regolamento Emittenti.*

**Allegato 1**

Centerview Partners UK LLP  
1 Sherwood Street  
London W1F 7BL  
United Kingdom

10th July 2025

The Board of Directors  
Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A.  
Piazzetta Enrico Cuccia, 1  
20121 Milan, Italy

The Board of Directors:

You have requested our opinion as to the adequacy, from a financial point of view, to the holders of the outstanding ordinary shares, with no nominal value (the “Mediobanca Shares”), other than as specified below, of Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A., (“Mediobanca”) of the Exchange Ratio (as defined below) provided for pursuant to the publicly announced voluntary total public exchange offer (the “Offer”) of Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (“MPS”) to acquire all outstanding Shares of Mediobanca in exchange for ordinary shares, with no nominal value, of MPS (“MPS Shares”). As more fully described in the offer document of MPS published on 3 July 2025 (the “Offer Document”), and subject to certain conditions specified in the Offer Document, the Offer contemplates, among other things, the exchange of each outstanding Mediobanca Share for 2.533 MPS Shares. In particular, following the adjustment made by MPS on 20 May 2025 due to the payment of dividends by Mediobanca and MPS, the original exchange ratio for the Offer of 2.300 MPS Shares for each Mediobanca Share has been increased to 2.533. Therefore, as of the date hereof, Mediobanca has directed us to assume, for purpose of our analyses and opinion, that the applicable exchange ratio for the Offer will be 2.533 (the “Exchange Ratio”). The terms and conditions of the Offer are more fully set forth in the Offer Document and certain related documents.

We have acted as financial advisor to the Board of Directors of Mediobanca in connection with the Offer. We will receive a fee for our services in connection with the Offer, a portion of which is payable upon the rendering of this opinion and a substantial portion of which is variable and contingent upon various different outcomes in respect of the Offer. As part of our current engagement, we are acting as financial advisor to Mediobanca in connection with the possible acquisition of Banca Generali S.p.A. and will receive fees for such services, payable upon the consummation of such acquisition. In addition, Mediobanca has agreed to reimburse certain of our expenses arising, and indemnify us against certain liabilities that may arise, out of our engagement.

We are a securities firm engaged directly and through affiliates and related persons in a number of investment banking, financial advisory and merchant banking activities. In the past two years, in addition to our current engagement, we have been engaged to provide financial advisory services to Mediobanca from time to time in connection with various strategic matters, for which we have not received any compensation from Mediobanca. In the past two years, we have not been engaged to provide financial advisory or other services to MPS, and we have not received any compensation from MPS during such period. We may provide investment banking and other services to or with respect to Mediobanca or MPS or

1 SHERWOOD STREET, LONDON W1F 7BL TEL: +44 (0)20 7409 9700 WWW.CENTERVIEWPARTNERS.COM

NEW YORK - LONDON - PARIS - SAN FRANCISCO - MENLO PARK

CENTERVIEW PARTNERS UK LLP IS A LIMITED LIABILITY PARTNERSHIP REGISTERED IN ENGLAND NO OC345806. REGISTERED OFFICE IS 10 NORWICH STREET, LONDON EC4A 1BD.  
CENTERVIEW PARTNERS UK LLP IS AUTHORISED AND REGULATED BY THE FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY.

their respective affiliates in the future, for which we may receive compensation. Certain (i) of our and our affiliates' directors, officers, members and employees, or family members of such persons, (ii) of our affiliates or related investment funds and (iii) investment funds or other persons in which any of the foregoing may have financial interests or with which they may co-invest, may at any time acquire, hold, sell or trade, in debt, equity and other securities or financial instruments (including derivatives, bank loans or other obligations) of, or investments in, Mediobanca, MPS, or any of their respective affiliates, or any other party that may be involved in the Offer.

In connection with this opinion, we have reviewed, among other things: (i) the Offer Document; (ii) Annual Financial Statements of Mediobanca for the years ended 31 December 2024, 2023 and 2022 and Annual Financial Statements of MPS for the years ended 31 December 2024, 2023 and 2022; (iii) the exemption document of MPS published on 3 July 2025 (the "Exemption Document"); (iv) a substantially final draft, provided to us on 10 July 2025, of the issuer statement to be approved by the Board of Directors of Mediobanca with respect to the Offer (the "Issuer Statement"); (v) certain Quarterly Financial Statements of Mediobanca and MPS; (vi) certain publicly available research analyst reports for Mediobanca and MPS; (vii) certain other communications from Mediobanca and MPS to their respective stockholders; (viii) certain internal information relating to the business, operations, earnings, cash flow, assets, liabilities and prospects of Mediobanca, including certain financial forecasts, analyses and projections relating to Mediobanca prepared by management of Mediobanca and furnished to us by Mediobanca for purposes of our analysis (the "Mediobanca Forecasts") (collectively, the "Mediobanca Internal Data"); (ix) certain publicly available information relating to the business, operations, earnings, cash flow, assets, liabilities and prospects of MPS, including certain financial forecasts, analyses and projections relating to MPS furnished to us by Mediobanca for purposes of our analysis (the "MPS Forecasts"); and (x) certain cost, funding, tax and operating synergies and dis-synergies projected by the management of Mediobanca to result from the Offer furnished to us by Mediobanca for purposes of our analysis (the "Synergies. We have participated in discussions with members of the senior management and representatives of Mediobanca regarding their assessment of the Mediobanca Internal Data (including, without limitation, the Mediobanca Forecasts), the MPS Forecasts and the Synergies, as appropriate. In addition, we reviewed publicly available financial and stock market data, including valuation multiples, for Mediobanca and MPS and compared that data with similar data for certain other companies, the securities of which are publicly traded, in lines of business that we deemed relevant. We also compared certain of the proposed financial terms of the Offer with the financial terms, to the extent publicly available, of certain other transactions that we deemed relevant and conducted such other financial studies and analyses and took into account such other information as we deemed appropriate.

We have assumed, without independent verification or any responsibility therefor, the accuracy and completeness of the financial, legal, regulatory, tax, accounting and other information publicly available or supplied to, discussed with, or otherwise reviewed by us for purposes of this opinion and have, with your consent, relied upon such information as being complete and accurate. In that regard, we have assumed, at your direction, that the Mediobanca Internal Data (including, without limitation, Mediobanca Forecasts) and the Synergies have been reasonably prepared on bases reflecting the best currently available estimates and judgments of the management of Mediobanca as to the matters covered thereby and that the MPS Forecasts that you have instructed us to use in connection with this opinion are

appropriate for such use and are reasonable estimates of the future financial performance of MPS, and we have relied, at your direction, on the Mediobanca Internal Data (including, without limitation, the Mediobanca Forecasts), the MPS Forecasts and the Synergies for purposes of our analysis and this opinion. We express no view or opinion as to the Mediobanca Internal Data (including, without limitation, the Mediobanca Forecasts), the MPS Forecasts or the assumptions on which they are based. In addition, at your direction, we have not made any independent evaluation or appraisal of any of the assets or liabilities (contingent, derivative, off-balance-sheet or otherwise) of Mediobanca or MPS, nor have we been furnished with any such evaluation or appraisal, and we have not been asked to conduct, and did not conduct, a physical inspection of the properties or assets of Mediobanca or MPS. As you are aware, we have not had access to the management of MPS or any internal financial forecasts or other internal information and data relating to MPS prepared by the management of MPS. We have assumed, at your direction, that, if consummated, the Offer (i) will result in MPS acquiring 100% of the Mediobanca Shares and (ii) will otherwise be consummated in accordance with its terms and in compliance with all applicable laws, documents and other requirements, without waiver, modification or amendment of any material term, condition or agreement, and that, in the course of obtaining the necessary governmental, regulatory or third party approvals, consents, releases, waivers and agreements for the Offer or otherwise, there has been or will be no delay, limitation, restriction, condition or other action, including any divestiture or other requirements, amendments or modifications, that would have an adverse effect on Mediobanca on a standalone basis or MPS on a standalone basis or that otherwise would be material to our analyses or this opinion. We also have assumed that the final Issuer Statement will not vary materially from the draft reviewed by us. We are not expressing any view or opinion as to the actual value of MPS Shares if and when issued pursuant the Offer or the prices at which Mediobanca Shares, MPS Shares or any other securities of Mediobanca or MPS may trade or otherwise be transferable at any time. We have not evaluated and do not express any opinion as to the solvency or fair value of Mediobanca or MPS, or the ability of Mediobanca or MPS to pay their respective obligations when they come due, or as to the impact of the Offer on such matters, under any laws relating to bankruptcy, insolvency or similar matters. We are not legal, regulatory, tax or accounting advisors, and we express no opinion as to any legal, regulatory, tax or accounting matters.

We express no view as to, and our opinion does not address, the underlying business decision of Mediobanca with respect to the Offer, the relative merits of the Offer as compared to any alternative business strategies or transactions that might be available to Mediobanca or in which Mediobanca might engage

This opinion is limited to and addresses only the adequacy, from a financial point of view, as of the date hereof, to the holders of the Mediobanca Shares of the Exchange Ratio provided for pursuant to the Offer. We have not been asked to, nor do we express any view on, and our opinion does not address, any other term or aspect of the Offer, including, without limitation, the structure or form of the Offer, any subsequent merger or delisting of Mediobanca or any agreement, arrangement or understanding to be entered into in connection with, related to or contemplated by the Offer or otherwise or any other agreements or arrangements contemplated by the Offer or entered into in connection with or otherwise contemplated by the Offer, including, without limitation, the fairness of the Offer or any other term or aspect of the Offer to, or any consideration to be received in connection therewith by, or the impact of the Offer on, the holders of any other class of securities, creditors or other constituencies of

Mediobanca or any other party. In addition, we express no view or opinion as to the fairness (financial or otherwise) of the amount, nature or any other aspect of any compensation to be paid or payable to any of the officers, directors or employees of Mediobanca or any party, or class of such persons in connection with the Offer, whether relative to the Exchange Ratio provided for pursuant to the Offer or otherwise. Our opinion is necessarily based on financial, economic, monetary, currency, market and other conditions and circumstances as in effect on, and the information made available to us as of, the date hereof, and we do not have any obligation or responsibility to update, revise or reaffirm this opinion based on circumstances, developments or events occurring after the date hereof. We express no view or opinion as to what the value of MPS Shares actually will be when issued pursuant to the Offer or the prices at which the Mediobanca Shares or MPS Shares will trade or otherwise be transferable at any time, including following the consummation of the Offer. Our opinion does not constitute a recommendation to any stockholder as to whether such stockholder should exchange Mediobanca Shares pursuant to the Offer or how any stockholder should act with respect to the Offer or any other matter.

Our financial advisory services and the opinion expressed herein are provided solely for the information and assistance of the Board of Directors of Mediobanca (in their capacity as directors and not in any other capacity) in its evaluation of the Offer and may not be relied upon by any other person or used for any purpose whatsoever except with our prior written consent. The issuance of this opinion was approved by the Centerview Partners Fairness Opinion Committee.

Based upon and subject to the foregoing, including the various assumptions made, procedures followed, matters considered, and qualifications and limitations set forth herein, we are of the opinion, as of the date hereof, that the Exchange Ratio provided for pursuant to the Offer is inadequate, from a financial point of view, to the holders of Mediobanca Shares (other than, as applicable, MPS and its affiliates).

Very truly yours,

CENTerview PARTNERS UK LLP

A handwritten signature in blue ink that reads "Centerview Partners UK LLP". The signature is fluid and cursive, with "Centerview" and "Partners" stacked vertically, and "UK LLP" to the right.

## Appendix

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

The proposed Exchange Ratio has been assessed by comparing the implied equity values for Mediobanca on a standalone basis with the implied equity values for Mediobanca if the Offer is consummated in accordance with the proposed terms, assuming the pro forma ownership in the combined entity implied by the offered Exchange Ratio. The pro forma implied equity value of the combined group under each valuation methodology described below has been estimated by calculating the sum of:

- i) The implied equity values for each of Mediobanca and MPS on a standalone basis, each assessed using the same methodology; and
- ii) The net present value of the Synergies.

The resulting exchange ratios reflect the point below which Mediobanca shareholders' share of the combined group valuation would be lower than the implied equity value of Mediobanca on a standalone basis, under each methodology. Reference ranges for these exchange ratios been derived by varying this point upwards and downwards by 5%.

For the purposes of our financial analyses, we have taken into consideration, among others, the below methodologies and criteria.

*Dividend Discount Model ("DDM").* In performing an illustrative dividend discount model analysis for Mediobanca and MPS, we derived a range of illustrative implied equity value per share references for Mediobanca and MPS based on the estimated present value as of 30 June 2025 of the sum of Mediobanca and MPS's respective future cash flows expected to be distributable as dividends or buybacks based on the Mediobanca Forecasts and MPS Forecasts, and terminal values of Mediobanca and MPS calculated using the Gordon growth model.

*Trading multiples.* In performing an illustrative trading multiples analysis for Mediobanca and MPS, we derived a range of implied equity value per share references for Mediobanca and MPS by applying the average estimated Price/Earnings multiple derived of selected publicly traded peers of each of Mediobanca's business lines deemed relevant for Mediobanca and of selected publicly traded Italian retail banks deemed relevant for MPS

respectively in our professional judgment, based on publicly available research analyst estimates, public filings and other publicly available information, to corresponding estimated net earnings of Mediobanca and MPS based on the Mediobanca Forecasts and the MPS Forecasts.

Based on the methodologies summarized above, our financial analysis derived the below implied exchange ratio reference ranges:

<b><u>Methodology</u></b>	<b><i>Minimum implied exchange ratio</i></b>	<b><i>Maximum implied exchange ratio</i></b>
DDM	3.69x	4.08x
Trading multiples	3.46x	3.82x

**Allegato 2**

Spettabile

**MEDIOBANCA - Banca di Credito Finanziario Società per Azioni**

Piazzetta Enrico Cuccia, 1

20121, Milano

*Alla cortese attenzione del Consiglio di Amministrazione*

Milano, 11 luglio 2025

**Oggetto: Parere relativo alla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo riconosciuto da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. in relazione all'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa sulle azioni ordinarie di MEDIOBANCA - Banca di Credito Finanziario S.p.A.**

Egregi Signori,

in data 24 gennaio 2025, Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (“**MPS**” o “**Offerente**”) ha comunicato - ai sensi e per gli effetti dell’art. 102, comma 1, del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato (“**TUF**”), e dell’art. 37 del regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato (“**Regolamento Emittenti**”) (“**Comunicazione 102**”) - la decisione di promuovere un’offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF (“**Offerta**” o “**OPS**”), avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie di MEDIOBANCA – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (“**Emittente**” o “**Mediobanca**”) ammesse alla negoziazione su Euronext Milan, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (“**Borsa Italiana**”).

In data 13 febbraio 2025, l’Offerente ha depositato presso la Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (“**Consob**”) il documento di offerta relativo all’OPS (“**Documento di Offerta**”), ai sensi dell’art. 102, comma 3 del TUF e dell’articolo 37-ter del Regolamento Emittenti.

In data 2 luglio 2025, Consob ha approvato il Documento di Offerta ai sensi dell’art. 102, comma 4 del TUF.

L’Offerta ha ad oggetto complessive massime (i) n. 833.279.689 azioni ordinarie rappresentanti il 100% del capitale sociale e delle azioni ordinarie dell’Emittente (ivi incluse le azioni proprie detenute dall’Emittente stesso) (“**Azioni Mediobanca**” o “**Azioni dell’Emittente**”) e (ii) n. 16.178.862 azioni ordinarie dell’Emittente (“**Azioni Aggiuntive**”) che Mediobanca potrebbe emettere prima del perfezionamento dell’Offerta a favore dei beneficiari di taluni piani di incentivazione del personale. Pertanto, alla data del Documento di Offerta, l’Offerta – assumendo l’emissione di tutte le Azioni Aggiuntive – ha ad oggetto massime n. 849.458.551 azioni ordinarie dell’Emittente (“**Azioni Mediobanca oggetto dell’Offerta**” o “**Azioni dell’Emittente oggetto dell’Offerta**”)

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l’efficacia dell’Offerta è condizionata, tra l’altro, al fatto che l’Offerente venga a detenere, all’esito della stessa, una partecipazione pari ad almeno il 66,67% dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee dell’Emittente. Tale condizione potrà essere rinunciata dall’Offerente e la soglia minima potrà essere ridotta al 35,0% (tale soglia non rinunciabile).

Per ciascuna Azione Mediobanca oggetto dell’Offerta portata in adesione, MPS ha offerto un corrispettivo unitario, non soggetto ad aggiustamenti, pari a n. 2.533 azioni MPS (“**Corrispettivo**”). Nella Comunicazione

102, il corrispettivo indicato era pari a n. 2,3 azioni MPS per ciascuna azione Mediobanca; lo stesso è stato successivamente modificato dall'Offerente, coerentemente a quanto già previsto, per tener conto del pagamento dei dividendi da parte di Mediobanca e di MPS occorso tra la data di annuncio dell'Offerta e la data di approvazione del Documento di Offerta da parte di Consob.

A seguito della promozione dell'Offerta, ai sensi dell'Articolo 103 del TUF, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca è tenuto a diffondere un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'Offerta e la propria valutazione della stessa (**“Comunicato dell'Emittente”**). A tal fine, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ha conferito a Equita SIM S.p.A. (**“Equita”**) un incarico (**“Incarico”**) finalizzato, tra l'altro, alla predisposizione di una relazione di congruità, da un punto di vista finanziario, del Corrispettivo (**“Fairness Opinion”** o **“Relazione”**).

Nella presente Relazione sono sintetizzati gli obiettivi, le ipotesi e le limitazioni dell'Incarico, la descrizione dei criteri metodologici adottati da un punto di vista valutativo, le modalità di applicazione di tali metodologie e vengono presentate le conclusioni raggiunte da Equita.

### **Paragrafo 1 - Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento dell'Incarico e nella predisposizione della presente Relazione, Equita ha fatto riferimento ai seguenti documenti e informazioni forniti e validati da Mediobanca:

- dati economici e patrimoniali prospettici 2025-2028 relativi a Mediobanca (esclusa la futura plusvalenza sulla cessione di proprietà immobiliari nel Principato di Monaco), così come approvati dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca in data 26 giugno 2025 (**“Dati Prospettici Mediobanca”**);
- stima della futura plusvalenza per Mediobanca derivante dalla cessione di proprietà immobiliari possedute dalla banca nel Principato di Monaco, prevista tra il 2026 e il 2028 e pari a complessivi Euro 408 milioni netto tasse, come approvata dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca in data 26 giugno 2025 (**“Plusvalenza RE”**);
- stima delle dissinergie economico/finanziarie che si genererebbero, a giudizio di Mediobanca, a seguito del perfezionamento dell'Offerta e dei relativi oneri di integrazione, così come riportata nel Comunicato dell'Emittente (rispettivamente **“Dissinergie”** e **“Oneri di Integrazione”**);
- stima dei dati economici e patrimoniali prospettici 2025-2028 relativi a MPS, desunti dai report pubblicati recentemente dagli analisti di ricerca (c.d. consensus) e raccolti da Mediobanca (**“Dati Prospettici MPS”**);
- stima dell'evoluzione e relativo utilizzo delle DTA (Deferred Tax Asset) di MPS, sia su base stand-alone, sia a seguito del perfezionamento dell'Offerta;
- con riferimento a Mediobanca: numero di azioni in circolazione, numero di azioni proprie e numero di azioni di possibile emissione a servizio del long term incentive plan (**“LTIP”**) e potenziali impatti derivanti dalla modifica delle modalità di riconoscimento dell'LTIP (da azioni a pagamento in denaro);
- livello di capitalizzazione patrimoniale sostenibile da considerarsi a fini valutativi, a giudizio di Mediobanca, in termini di CET1 ratio target per Mediobanca e MPS;
- bozza del Comunicato dell'Emittente, oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca in data 11 luglio 2025.

Inoltre, Equita ha utilizzato dati e informazioni pubblicamente disponibili e/o raccolti attraverso Euronext Milan, FactSet, Bloomberg e Mergermarket, tra cui:

- bilanci di esercizio e consolidati di Mediobanca e MPS relativi all'esercizio 2024;
- resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2025 di Mediobanca;
- resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2025 di MPS;
- Comunicazione 102;

- Documento di Offerta;
- comunicati stampa relativi all'Offerta;
- prezzi di mercato delle azioni Mediobanca, MPS e altri operatori.

#### **Paragrafo 2 - Ipotesi e limitazioni delle analisi valutative alla base della Relazione**

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte nella Relazione devono essere interpretati nell'ambito delle seguenti ipotesi e limitazioni:

- l'Icarico è da intendersi conferito da Mediobanca su base volontaria e con esclusivo riferimento alle finalità esposte in premessa; le conclusioni delle analisi di Equita hanno natura consultiva e non vincolante;
- la Relazione, elaborata ad uso interno ed esclusivo di Mediobanca, è soggetta ai termini e alle condizioni dell'Icarico e, pertanto, nessun altro soggetto, diverso da Mediobanca, potrà fare affidamento sulla Relazione ed ogni giudizio di terzi relativo alla valutazione dell'Offerta, rimarrà di loro esclusiva competenza e responsabilità;
- la Relazione non potrà essere pubblicata o divulgata, in tutto o in parte, a terzi o utilizzata per scopi diversi da quelli indicati nella Relazione stessa, fatto salvo il caso in cui la pubblicazione o divulgazione sia espressamente richiesta dalle competenti Autorità di Vigilanza, ovvero quando ciò si renda necessario per ottemperare ad espressi obblighi di legge, regolamentari o a provvedimenti amministrativi o giudiziari. Qualsiasi diverso utilizzo dovrà essere preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto da Equita. Equita non assume nessuna responsabilità, diretta e/o indiretta, per danni che possano derivare da un utilizzo improprio e/o da un utilizzo da parte di soggetti diversi da Mediobanca delle informazioni contenute nella Relazione. Equita, tuttavia, autorizza sin d'ora il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca ad includere la Relazione nella documentazione societaria prevista dalla legge e dai regolamenti applicabili in relazione all'Offerta;
- la Relazione non esprime alcun giudizio o valutazione in merito all'interesse degli azionisti Mediobanca di aderire all'Offerta, avendo ad oggetto soltanto un parere di congruità, da un punto di vista finanziario, del Corrispettivo, senza valutare alcun altro aspetto o implicazione dell'Offerta, ivi compresa qualsiasi problematica di natura legale, fiscale, regolamentare, industriale o contabile. Conseguentemente, ogni giudizio o considerazione sulla struttura dell'Offerta, sulle modalità di pagamento del Corrispettivo e sull'Offerta nel suo complesso, resta di esclusiva competenza del Consiglio di Amministrazione e/o dei competenti organi di Mediobanca. Equita non assume alcuna responsabilità, né ha fornito alcuna consulenza, con riferimento a qualsiasi tematica di natura legale, fiscale, regolamentare, industriale e/o contabile;
- la Relazione non costituisce una valutazione rappresentativa dell'impairment test di Mediobanca o MPS;
- le conclusioni esposte nella Relazione sono basate sul complesso delle indicazioni e valutazioni in essa contenute, pertanto nessuna parte della Relazione potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dalla Relazione nella sua interezza;
- i valori economici di Mediobanca e MPS, risultanti dalle analisi svolte da Equita, basati, come da prassi, su criteri di valutazione omogenei, sono stati individuati al solo scopo di identificare intervalli di valori utili ai fini dell'Icarico ed in nessun caso le valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni del valore assoluto di Mediobanca e MPS e/o del prezzo o del valore di Mediobanca e MPS, attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in esame;
- nulla di quanto è rappresentato nella presente Relazione può o potrà essere ritenuto garanzia dei risultati futuri di Mediobanca e MPS;

- Equita non ha avuto accesso ad alcuna data room e non ha eseguito alcuna due diligence (poiché non faceva parte del proprio Incarico) di natura fiscale, finanziaria, commerciale, industriale, legale, previdenziale, ambientale o strategica;
- le analisi valutative e le conclusioni sono state sviluppate includendo il Valore DTA MPS e il Valore Plusvalenza RE, come infra definiti, tenendo inoltre conto, sulla base delle considerazioni industriali dell'Offerta da parte di Mediobanca, delle Dissinergie e degli Oneri di Integrazione, nonché della possibile accelerazione nell'utilizzo delle DTA da parte di MPS a seguito del perfezionamento dell'Offerta;
- la situazione patrimoniale di riferimento ai fini valutativi nell'ambito dell'Icarico è quella del 31 marzo 2025, sia per Mediobanca che per MPS;
- ai fini delle valutazioni, Equita ha assunto che, nel periodo intercorrente tra il 31 marzo 2025 e la data della presente Relazione, non si siano verificati eventi o fatti tali da modificare in modo significativo il profilo patrimoniale, economico e finanziario di Mediobanca e MPS;
- nell'esecuzione dell'Icarico, Equita ha fatto completo affidamento sulla completezza, accuratezza e veridicità della documentazione e dei dati forniti da Mediobanca, sia storici che prospettici e dei dati pubblicamente disponibili; pertanto, pur avendo svolto l'Icarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, Equita non ha proceduto ad alcuna verifica autonoma ed indipendente sull'attendibilità di tali informazioni, né a verificare la validità delle assunzioni in base alle quali sono state elaborate le informazioni prospettiche acquisite e, di conseguenza, non assume alcuna responsabilità né fornisce alcuna garanzia in merito alle informazioni contenute e/o riflesse nella Relazione;
- Equita ha utilizzato i Dati Prospettici Mediobanca e i Dati Prospettici MPS, rispettivamente approvati dal CdA di Mediobanca ed elaborati recentemente dagli analisti finanziari che seguono MPS, nel presupposto che tali dati rappresentino le migliori stime e valutazioni oggi prefigurabili sull'evoluzione prospettica del business di ciascuna realtà. Tuttavia, le stime e le proiezioni utilizzate nello svolgimento dell'Icarico derivano da fonti diverse e presentano, per loro natura, ineliminabili profili di incertezza inevitabilmente riflessi nelle conclusioni della Relazione, basate tra l'altro sull'ipotesi che tali stime e proiezioni possano effettivamente realizzarsi. Con riferimento ai Dati Prospettici MPS, Mediobanca ha rappresentato ad Equita che tali stime rappresentano una base ragionevole su cui valutare la performance economico-finanziaria di MPS. Su indicazione di Mediobanca, Equita ha quindi utilizzato i Dati Prospettici MPS per la conduzione delle proprie analisi valutative e al fine della predisposizione della Relazione;
- inoltre, i dati previsionali presentano per loro natura elementi di incertezza e soggettività dipendenti dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni. Equita non assume alcuna responsabilità in relazione a tali stime e proiezioni, né in relazione alle fonti di provenienza delle medesime;
- Equita ha fatto affidamento sul fatto che ogni documento e dato predisposto, pubblicato e/o fornito da Mediobanca e MPS rifletta con accuratezza, veridicità e completezza eventuali fattori di rischio, tra cui quelli derivanti da diritti di terzi, contenziosi in corso o potenziali, ispezioni da parte di Autorità e che non vi siano fatti o atti precedenti o successivi alla data di riferimento ultima di detta documentazione contabile, che possano far sorgere diritti di terzi, contenziosi o altre conseguenze che abbiano un effetto negativo rilevante sulla situazione economica e/o finanziaria e/o patrimoniale di Mediobanca e MPS;
- le Dissinergie e gli Oneri di Integrazione considerati nella Relazione sono basati sullo scenario di fusione societaria tra Mediobanca e MPS a seguito del completamento dell'Offerta, che, a giudizio di Mediobanca, risultano rispettivamente pari ad un importo negativo annuale pari a Euro 460 milioni lordo tasse a regime e un importo negativo una-tantum pari a Euro 275 milioni lordo tasse. Le analisi incluse nella Relazione considerano inoltre l'ulteriore beneficio legato all'accelerazione dell'utilizzo delle DTA di MPS nella nuova entità combinata rispetto a quanto possibile su base stand-alone. Si sottolinea che, come evidenziato nel Comunicato dell'Emittente, in caso di mancata fusione l'ammontare delle Dissinergie sarebbe, a giudizio di Mediobanca, superiore e nel caso in cui MPS

detenesse una partecipazione inferiore al 50% del capitale sociale di Mediobanca, come anche indicato nel Documento d'Offerta, Mediobanca non potrà essere inclusa nel consolidato fiscale di MPS e quest'ultima non beneficierebbe quindi del valore legato all'accelerazione dell'utilizzo delle DTA MPS;

- le risultanze valutative sono dipendenti dai parametri valutativi utilizzati (costo del capitale (Ke), tasso di crescita di lungo termine (g) e CET1 ratio target) che per loro natura presentano dei profili di soggettività e arbitrarietà;
- la Regressione (come infra definita) risulta influenzata dall'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, tra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, estremamente dipendente dalla confrontabilità del campione. Benché il campione preso a riferimento sia composto da soggetti operanti nel settore bancario, l'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto ogni profilo introduce dei possibili elementi di aleatorietà;
- le Quotazioni di Borsa (come infra definite) non permettono di cogliere appieno il valore legato ai Dati Prospettici Mediobanca, in quanto comunicati al mercato successivamente alla data di rilevamento delle Quotazioni di Borsa;
- le considerazioni contenute nella Relazione sono riferite alle condizioni di mercato, regolamentari ed economiche esistenti applicabili al contesto dell'Offerta e valutabili sino alla data di redazione della stessa. Ogni evoluzione successiva che dovesse verificarsi in merito alle suddette condizioni, ancorché possa impattare significativamente sulle stime valutative, non comporterà a carico di Equita alcun obbligo di aggiornare, rivedere o riaffermare la Relazione. In particolare, si sottolinea come l'attuale contesto di mercato risulti in costante evoluzione e, pertanto, si potrebbero verificare potenziali cambiamenti che potrebbero essere rilevanti e impattare sui risultati di Mediobanca e MPS e, pertanto, sulle analisi valutative e sulle conclusioni contenute nella Relazione;
- Equita non è a conoscenza e, pertanto, non ha valutato l'impatto di eventi che si potrebbero verificare, di natura normativa e regolamentare, anche riguardanti lo specifico settore in cui operano Mediobanca e MPS o situazioni specifiche delle stesse, che comportino modifiche significative nelle informazioni economiche e patrimoniali poste alla base della Relazione. Pertanto, qualora si verificassero i fatti sopra menzionati che comportassero modifiche di rilievo delle informazioni economiche e patrimoniali e/o degli aspetti e delle modalità di realizzazione dell'Operazione, verrebbero meno alcuni presupposti del giudizio espresso da Equita e, pertanto, anche le conclusioni raggiunte nella Relazione.

### **Paragrafo 3 - Individuazione delle metodologie di valutazione**

#### Premesse

Ai fini della predisposizione della Relazione, Equita ha elaborato assunzioni ed utilizzato le metodologie di valutazione ritenute necessarie e appropriate per gli scopi della Relazione stessa.

Equita ha proceduto quindi a stimare il valore economico attribuibile all'azione Mediobanca e all'azione MPS al fine di determinare un intervallo di rapporto di concambio tra le stesse (n° azioni MPS per 1 azione Mediobanca) (**"Rapporto di Concambio Stimato"**).

Si segnala che, con riferimento alle valutazioni di MPS e Mediobanca, sono stati anche considerati e valorizzati i seguenti elementi:

- il beneficio, a livello di capitale regolamentare, legato all'utilizzo delle DTA iscritte in bilancio di MPS e all'iscrizione e successivo utilizzo delle DTA attualmente fuori bilancio (**"Valore DTA MPS"**);
- l'ulteriore beneficio legato all'accelerazione dell'utilizzo delle DTA di MPS nella nuova entità combinata rispetto a quanto possibile su base stand-alone (**"Valore Accelerazione DTA MPS"**);
- il valore legato alle Dissinergie e agli Oneri di Integrazione basati sullo scenario di fusione societaria tra Mediobanca e MPS a seguito del completamento dell'Offerta, che, a giudizio di Mediobanca,

come riportato nel Comunicato dell'Emittente, sono stimati rispettivamente pari ad un importo negativo annuale pari a Euro 460 milioni lordo tasse a regime e ad un importo negativo una-tantum pari a Euro 275 milioni lordo tasse (“**Valore Dissinergie**”).

- il valore attuale legato alla Plusvalenza RE (“**Valore Plusvalenza RE**”).

#### Metodologie adottate per la valutazione di Mediobanca e MPS

Coerentemente con le finalità della Relazione ed in linea con quanto previsto dalla miglior prassi valutativa a livello nazionale ed internazionale con riferimento al settore bancario, nella determinazione della congruità, da un punto di vista finanziario, del Corrispettivo, Equita ha fatto riferimento (avuto riguardo alla tipologia di attività, al mercato di riferimento e alle caratteristiche specifiche di Mediobanca e MPS) alle seguenti metodologie valutative:

- metodo dei flussi di dividendi attualizzati (“**Dividend Discount Model**” o “**DDM**”), quale metodologia principale;
- analisi di regressione (“**Regressione**”), quale metodologia di controllo;
- analisi delle quotazioni di borsa (“**Quotazioni di Borsa**”), quale metodologia di controllo.

#### **Paragrafo 4 - Descrizione e applicazione delle metodologie di valutazione adottate**

##### Dividend Discount Model – Metodologia principale

Il DDM determina il valore economico di una società finanziaria in funzione del flusso di dividendi che si stima essa sia in grado di generare in chiave prospettica. Nella fattispecie, il metodo utilizzato è il DDM nella variante “Excess Capital”, in base al quale il valore economico di una società finanziaria è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di previsione e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione target ( $D_i$ );
- valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di previsione esplicita, coerente con un payout ratio (rapporto dividendo / utile netto) che riflette una redditività a regime sostenibile, sulla base del livello di patrimonializzazione prescelto (“**Terminal Value**” o “**TV**”).

Il valore economico di una società finanziaria, secondo il metodo DDM nella variante Excess Capital, è quindi stimato attraverso l'applicazione della seguente formula:

$$W = \left[ \sum_{t=1}^n \frac{D_i}{(1+Ke)^t} + \frac{TV}{(1+Ke)^n} \right]$$

Dove:

- $W$  = valore economico della società finanziaria oggetto di valutazione;
- $TV$  = valore residuo pari al valore attuale della rendita perpetua del dividendo sostenibile dopo il periodo di previsione esplicita;
- $D_i$  = flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nell'anno  $t$  del periodo di previsione analitica;
- $n$  = numero di anni di previsione analitica dei flussi di dividendo;
- $Ke$  = tasso di sconto, pari al costo del capitale (cost of equity) della società finanziaria.

Nell'applicazione del DDM sono identificabili le seguenti fasi:

- A. previsione analitica dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili su un orizzonte temporale identificato;
- B. determinazione del tasso di sconto  $Ke$  e del tasso di crescita  $g$ ;
- C. calcolo del valore attuale dei flussi di dividendo nell'orizzonte di previsione analitica e calcolo sintetico del Terminal Value.

Ai fini della presente Relazione, è stato ipotizzato quale intervallo temporale per la determinazione analitica dei flussi di dividendo nel periodo 2025-2028, oltre al quale il valore economico è stato calcolato sinteticamente tramite il Terminal Value.

La stima dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nel periodo 2025-2028 è stata effettuata nell'ipotesi che Mediobanca e MPS mantengano un determinato livello di patrimonializzazione target, identificato nel rapporto tra Common Equity Tier 1 e le attività di rischio ponderate ("Capital Ratio Target"). Ai fini valutativi è stato considerato il Capital Ratio Target stimato per le due entità da Mediobanca.

Il tasso di sconto dei flussi di dividendo corrisponde al rendimento che gli investitori qualificati richiederebbero per investimenti alternativi con profilo di rischio comparabile (costo del capitale).

Coerentemente con la prassi valutativa, il costo del capitale è stato calcolato utilizzando, separatamente per ciascuna banca, il modello del Capital Asset Pricing.

Il Terminal Value è stato calcolato utilizzando la formula della "Rendita Perpetua", capitalizzando la stima di flusso distribuibile dell'ultimo anno di previsione esplicita ad un tasso di attualizzazione ( $Ke$ ), corretto per un coefficiente di crescita di lungo periodo (tasso  $g$ ), come evidenziato dalla seguente formula:

$$TV = \frac{D_{t+1} \times (1+g)}{(Ke - g)}$$

#### Regressione – Metodologia di controllo

L'utilizzo della metodologia della Regressione consente di stimare il valore di una società sulla base della correlazione esistente, ove statisticamente significativa, tra le quotazioni di Borsa di società ritenute comparabili e grandezze di natura economica, patrimoniale, finanziaria o legate all'operatività delle società stesse.

Nel caso di specie, sulla base delle caratteristiche proprie del settore bancario, di Mediobanca e MPS e della best practice di mercato, si è deciso di privilegiare la correlazione tra i dati relativi al rapporto esistente tra la capitalizzazione di Borsa e il patrimonio netto tangibile (espresso dal rapporto P/TBV) e la redditività attesa espressa dal Return on Tangible Equity (RoTE – calcolato come rapporto tra l'utile netto prospettico e il patrimonio netto tangibile). Dall'analisi di tali valori è possibile desumere il multiplo P/TBV giustificato dalla redditività prospettica della società oggetto di valutazione.

Al fine di garantire un elevato grado di significatività della regressione statistica, è stato fatto riferimento ad un campione di banche quotate italiane ed europee non coinvolte in operazioni straordinarie annunciate o in corso.

#### Quotazioni di Borsa – Metodologia di controllo

Il metodo delle Quotazioni di Borsa esprime il valore economico della società oggetto di analisi sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati su mercati azionari regolamentati. Le Quotazioni di Borsa, infatti, sintetizzano la percezione del mercato rispetto al valore ad esse attribuibile sulla base delle informazioni conosciute dagli investitori in un determinato momento.

La suddetta metodologia si definisce un criterio diretto, in quanto fa riferimento ai prezzi espressi dal mercato borsistico, indicativi del valore di mercato del capitale economico di un'azienda.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente dei titoli della società oggetto di valutazione.

I presupposti per l'adeguata applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa sono i seguenti:

- mercati efficienti, in riferimento alla sistematica e tempestiva considerazione nei prezzi di tutte le informazioni pubblicamente disponibili;
- ampio flottante, in riferimento alla quota del capitale sociale negoziato sui mercati;
- liquidità significativa, in riferimento al volume degli scambi giornalieri aventi ad oggetto i titoli delle società oggetto di valutazione.

Ai fini dell'Incarico, si è ritenuto opportuno utilizzare le medie dei prezzi di mercato ufficiali delle azioni ordinarie di Mediobanca e MPS, ponderati per i rispettivi volumi scambiati a diversi orizzonti temporali e, in particolare, a 1 giorno, 1 mese e 3 mesi antecedenti il 23 gennaio 2025 (incluso), ultimo giorno di negoziazione delle azioni ordinarie prima della promozione dell'Offerta.

Si evidenzia che tale metodologia non permette di cogliere appieno il valore legato ai Dati Prospettici Mediobanca, in quanto comunicati al mercato successivamente alla data di rilevamento delle Quotazioni di Borsa.

#### **Paragrafo 5 - Esiti dell'applicazione delle metodologie di valutazione adottate**

La seguente tabella illustra le risultanze dell'intervallo individuato da Equita relativamente al Rapporto di Concambio Stimato a seguito dell'applicazione di ciascuna metodologia valutativa descritta in precedenza.

Metodologia	Rapporto di Concambio Stimato minimo	Rapporto di Concambio Stimato massimo
<b>Dividend Discount Model (metodologia principale)</b>	<b>3,43x</b>	<b>3,86x</b>
Regressione (P/TBV vs RoTE) (metodologia di controllo)	3,26x	4,09x
Quotazioni di Borsa (metodologia di controllo)	3,38x	4,13x

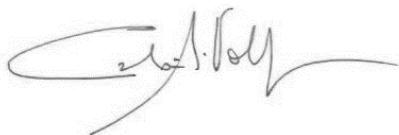
#### **Paragrafo 6 - Sintesi delle valutazioni e conclusioni**

In considerazione di quanto detto in premessa, dei dati e delle informazioni ricevute, sulla cui elaborazione si basa la Relazione, delle analisi ed elaborazioni svolte, nonché delle finalità per le quali l'Incarico è stato conferito e delle considerazioni, ipotesi e limitazioni evidenziate, Equita ritiene che, nel contesto dell'Offerta, il Corrispettivo offerto da MPS non possa essere ritenuto congruo da un punto di vista finanziario per l'azionista Mediobanca.

\* \* \* \* \*

Né Equita, né alcuno dei suoi amministratori, dirigenti, funzionari, impiegati o consulenti potrà essere ritenuto responsabile per danni diretti e/o indiretti che possano essere sofferti da terzi che si sono basati sulle dichiarazioni fatte od omesse nella Relazione. Ogni responsabilità derivante direttamente o indirettamente dall'uso della Relazione è espressamente esclusa. Né la ricezione della Relazione, né alcuna informazione qui contenuta o successivamente comunicata con riferimento all'Icarico può essere intesa come consulenza d'investimento da parte di Equita. La Relazione è stata elaborata ad uso esclusivo di Mediobanca ai termini dell'Icarico.

Ricordiamo che Equita ha fornito in passato ed intende fornire a Mediobanca servizi nell'ambito dell'investment banking e di altre aree di attività per le quali Equita ha ricevuto e potrebbe ricevere ricavi e commissioni secondo termini usuali.



( Simone Riviera )

( Carlo Andrea Volpe )

Co-Direttore Generale  
Equita SIM S.p.A.

Co-Responsabile Investment Banking  
Responsabile Advisory  
Equita SIM S.p.A.

**Allegato 3**



**PERSONAL AND CONFIDENTIAL**

July 11, 2025

Board of Directors  
Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A.  
Piazzetta Enrico Cuccia, 1  
20121 Milano

Ladies and Gentlemen:

You have requested our opinion as to the adequacy, from a financial point of view, to the holders (other than the Offeror (as defined below) and any of its affiliates) of the outstanding ordinary shares, with no par value (the "Shares"), of Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. (the "Company") of the 2,533 ordinary shares, with no par value, of the Offeror (the "Offeror Shares"), proposed to be paid for each Share accepted (the "Exchange Ratio") in the Exchange Offer (as defined below). The terms of the voluntary exchange offer (the "Exchange Offer") contained in the exchange offer document approved by the *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* ("CONSOB") and published by Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (the "Offeror") on July 3, 2025 (the "Exchange Offer Document"), and the exemption document from the obligation to issue a prospectus in connection with the Exchange Offer, published by the Offeror on July 3, 2025 (the "Exemption Document" and, together with the Exchange Offer Document, the "Offer Documents"), provide for a voluntary exchange offer for all of the Shares (including any treasury shares held by the Company and any Shares to be issued by the Company in connection with the existing incentive plans until the end of the Exchange Offer) pursuant to which, subject to the satisfaction or waiver of certain conditions set forth in the Exchange Offer Document, the Offeror will issue and pay Offeror Shares comprising the Exchange Ratio for each Share accepted.

Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia and its affiliates (collectively, "Goldman Sachs") are engaged in advisory, underwriting, lending and financing, principal investing, sales and trading, research, investment management and other financial and non-financial activities and services for various persons and entities. Goldman Sachs and its employees, and funds or other entities they manage or in which they invest or have other economic interests or with

Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia, located at Via Santa Margherita no. 14, Milano (MI), 20121, registered with the Italian bank register (Albo delle Banche) under the number 8081, CAB: 0, ABI: 3658 and with the companies' register of Milano, Monza, Brianza, Lodi under C.C.I.A. and C.F. 92206840925, P.IVA/VAT 10677910969, is a branch of Goldman Sachs Bank Europe SE.

Goldman Sachs Bank Europe SE (Societas Europaea) is a credit institution incorporated in Germany, having its registered office at Marienurm, Taunusanlage 9-10, 60329 Frankfurt am Main, Germany, registered in the commercial register at the local court (Amtsgericht) of Frankfurt am Main, Germany, under the number HRB 114190 with share capital of € 314,182,700.00 and, within the Single Supervisory Mechanism, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respect by the German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, "BaFin") and Deutsche Bundesbank. Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia is, to the relevant applicable extent, also subject to local supervision by the Bank of Italy (Banca d'Italia) and the Italian Companies and Exchange Commission (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, "Consob").



which they co-invest, may at any time purchase, sell, hold or vote long or short positions and investments in securities, derivatives, loans, commodities, currencies, credit default swaps and other financial instruments of the Company, the Offeror and any of their respective affiliates and third parties, including the Italian Ministry of Economy and Finance (*Ministero dell'Economia e delle Finanze*), a significant shareholder of the Offeror (the "Significant Shareholder") or any of their respective affiliates, or any currency or commodity that may be involved in the Exchange Offer. We have acted as financial advisor to the Company in connection with its consideration of the Exchange Offer and other matters pursuant to our engagement by the Company. We expect to receive fees for our services in connection with our engagement, including advisory fees that will be payable whether or not the Exchange Offer is consummated. The Company has agreed to reimburse certain of our expenses arising, and indemnify us against certain liabilities that may arise, out of our engagement. We have provided certain financial advisory and/or underwriting services to the Offeror and/or its affiliates from time to time for which Goldman Sachs Investment Banking has received, and may receive, compensation, including having acted as bookrunner with respect to the Offeror's public offering of its 3.625% Senior Preferred Unsecured Bond due 2030 in November 2024. We may have also provided certain financial advisory and/or underwriting services to the Government of Italy and/or its agencies and instrumentalities, including the Significant Shareholder, and their respective affiliates from time to time for which Goldman Sachs Investment Banking may receive compensation. We may also in the future provide financial advisory and/or underwriting services to the Company, the Government of Italy, and/or its agencies and instrumentalities, including the Significant Shareholder, the Offeror, and their respective affiliates for which Goldman Sachs Investment Banking may receive compensation.

In connection with this opinion, we have reviewed, among other things, the notice issued by the Offeror pursuant to Article 102 of Legislative Decree 58/1998 and Article 37 of CONSOB Regulation 11971/1999 of its intention to launch the Exchange Offer on the Shares published on January 24, 2025 (the "Offeror Statement"); the Offer Documents; a draft of the statement to be published by the Company pursuant to Article 103 of Legislative Decree 58/1998, in the form approved by the Board of Directors of the Company on the date of this opinion (the "Issuer Statement"); annual reports to shareholders of the Company for the fiscal years ended June 30, 2024, June 30, 2023, June 30, 2022, June 30, 2021 and June 30, 2020; annual reports to shareholders of the Offeror for the fiscal years ended December 31, 2024, December 31, 2023, December 31, 2022, December 31, 2021 and December 31, 2020; certain quarterly reports of the Company and the Offeror; certain other communications from the Company and the Offeror

Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia, located at Via Santa Margherita no. 14, Milano (MI), 20121, registered with the Italian bank register (Albo delle Banche) under the number 8081, CAB: 0, ABI: 3658 and with the companies' register of Milano, Monza, Brianza, Lodi under C.C.I.A. and C.F. 92206840925, P.IVA/VAT 10677910969, is a branch of Goldman Sachs Bank Europe SE.

Goldman Sachs Bank Europe SE (Societas Europaea) is a credit institution incorporated in Germany, having its registered office at Marienurm, Taunusanlage 9-10, 60329 Frankfurt am Main, Germany, registered in the commercial register at the local court (Amtsgericht) of Frankfurt am Main, Germany, under the number HRB 114190 with share capital of € 314,182,700.00 and, within the Single Supervisory Mechanism, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respect by the German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, "BaFin") and Deutsche Bundesbank. Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia is, to the relevant applicable extent, also subject to local supervision by the Bank of Italy (Banca d'Italia) and the Italian Companies and Exchange Commission (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, "Consob").



to their respective stockholders; the revised Company business plan prepared by the management of the Company and approved by the Board of Directors of the Company on June 26, 2025 (the "Company Updated Business Plan"), as approved for our use by the Company; the 2024/2028 business plan announced by the Offeror in August 2024; certain publicly available research analyst reports for the Company; certain financial analysis and forecasts for the Offeror compiled by the management of the Company based on certain publicly available research analyst reports for the Offeror (the "Offeror Forecasts"), as approved for our use by the Company, and certain operating synergies (positive and negative) projected by the management of the Company to result from the Exchange Offer (the "Synergies"), as prepared by the management of the Company and approved for our use by the Company; certain financial analyses and forecasts related to the expected utilization by the Offeror of certain deferred tax assets of the Offeror after giving effect to the Exchange Offer (the "DTA Forecasts"), as prepared by the management of the Company and approved for our use by the Company; certain capital projections for the Company (the "Company Capital Projections") and certain capital projections for the Offeror after giving effect to the Exchange Offer (the "Combined Entity") (the "Combined Entity Capital Projections" and, together with the Company Capital Projections, the "Capital Projections"), in each case as prepared by the management of the Company and approved for our use by the Company; and certain financial analyses and forecasts for the Combined Entity compiled by the management of the Company by combining the Company Updated Business Plan and the Offeror Forecasts and adjusting the results of such combination for the effects of the Synergies and the DTA Forecasts (the "Combined Entity Forecasts"), as approved for our use by the Company. We also have held discussions with members of the senior management of the Company regarding their assessment of the strategic rationale of the Offeror for, and the potential benefits for the Offeror of, the Exchange Offer and the past and current business operations, financial condition and future prospects of the Company and the Offeror; reviewed the reported price and trading activity for the Shares and the Offeror Shares; compared certain financial and stock market information for the Company and the Offeror with similar information for certain other companies the securities of which are publicly traded; reviewed the financial terms of certain recent Italian exchange offers and business combinations; and performed such other studies and analyses, and considered such other factors, as we deemed appropriate.

For purposes of rendering this opinion, we have, with your consent, relied upon and assumed the accuracy and completeness of all of the financial, legal, regulatory, tax, accounting and other information provided to, discussed with or reviewed by, us, without assuming any responsibility for independent verification thereof. In that regard, we have assumed with your

Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia, located at Via Santa Margherita no. 14, Milano (MI), 20121, registered with the Italian bank register (Albo delle Banche) under the number 8081, CAB: 0, ABI: 3658 and with the companies' register of Milano, Monza, Brianza, Lodi under C.C.I.A. and C.F. 92206840925, P.IVA/VAT 10677910969, is a branch of Goldman Sachs Bank Europe SE.

Goldman Sachs Bank Europe SE (Societas Europaea) is a credit institution incorporated in Germany, having its registered office at Marienurm, Taunusanlage 9-10, 60329 Frankfurt am Main, Germany, registered in the commercial register at the local court (Amtsgericht) of Frankfurt am Main, Germany, under the number HRB 114190 with share capital of € 314,182,700.00 and, within the Single Supervisory Mechanism, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respect by the German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, "BaFin") and Deutsche Bundesbank. Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia is, to the relevant applicable extent, also subject to local supervision by the Bank of Italy (Banca d'Italia) and the Italian Companies and Exchange Commission (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, "Consob").



consent that the Company Updated Business Plan, the Synergies, the DTA Forecasts, the Offeror Forecasts, the Capital Projections and the Combined Entity Forecasts have been reasonably prepared and reflect the best currently available estimates and judgments of the management of the Company. In addition, we have not reviewed individual credit files nor have we made an independent evaluation or appraisal of the assets and liabilities (including any derivative or off-balance-sheet assets and liabilities) of the Company or the Offeror or any of their respective subsidiaries and we have not been furnished with any such evaluation or appraisal. We are not experts in the evaluation of loan and lease portfolios for purposes of assessing the adequacy of the allowances for losses with respect thereto and, accordingly, we have assumed that such allowances for losses are in the aggregate adequate to cover such losses. We have assumed at your instruction that, after giving effect to the Exchange Offer, the Offeror will own 100% of the outstanding Shares, and that the Exchange Offer will be consummated on the terms set forth in the Offeror Statement and the Exchange Offer Document, without the waiver or modification of any term or condition the effect of which would be in any way meaningful to our analysis. We have assumed that the Issuer Statement as published by the Company will not deviate from the draft Issuer Statement approved by the Company's Board of Directors on the date of this opinion in any way meaningful to our analysis.

In connection with rendering our opinion, we have performed certain financial analyses to calculate ranges of implied Exchange Ratio and a summary of the material financial analyses performed is presented below.

This summary does not purport to be an exhaustive description of the financial analyses undertaken by Goldman Sachs. The order of the analyses described and the results of the analyses do not reflect the relative importance or the relative weight attributed by Goldman Sachs to such analyses.

For the purposes of the following material financial analyses, the implied Exchange Ratios have been calculated so that the pro-forma ownership of all holders of Shares in the share capital of the Combined Entity shall reflect the contribution of the Company Stand Alone Equity Value (as defined below) relative to the Combined Entity Adjusted Equity Value (as defined below) (the "Relative Contribution").

The equity value of the Company before giving effect to the Exchange Offer (the "Company Stand Alone Equity Value") has been derived from the Company Updated Business Plan, and the equity value of the Combined Entity (the "Combined Entity Adjusted Equity Value") has been derived from the Combined Entity Forecasts.

Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia, located at Via Santa Margherita no. 14, Milano (MI), 20121, registered with the Italian bank register (Albo delle Banche) under the number 8081, CAB: 0, ABI: 3658 and with the companies' register of Milano, Monza, Brianza, Lodi under C.C.I.A. and C.F. 92206840925, P.IVA/VAT 10677910969, is a branch of Goldman Sachs Bank Europe SE.

Goldman Sachs Bank Europe SE (Societas Europaea) is a credit institution incorporated in Germany, having its registered office at Marienturm, Taunusanlage 9-10, 60329 Frankfurt am Main, Germany, registered in the commercial register at the local court (Amtsgericht) of Frankfurt am Main, Germany, under the number HRB 114190 with share capital of € 314,182,700.00 and, within the Single Supervisory Mechanism, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respect by the German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, "BaFin") and Deutsche Bundesbank. Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia is, to the relevant applicable extent, also subject to local supervision by the Bank of Italy (Banca d'Italia) and the Italian Companies and Exchange Commission (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, "Consob").



Ranges for the Relative Contribution have been obtained by dividing (i) the high end of the Company Stand Alone Equity Value by the high end of the Combined Entity Adjusted Equity Value and (ii) the low end of the Company Stand Alone Equity Value by the low end of the Combined Entity Adjusted Equity Value.

For the purposes of our analyses, we have taken into consideration:

*Dividend Discount Model (“DDM”).* We performed an illustrative dividend discount model analysis of the Company and the Combined Entity to derive a range of equity values using:

- Ranges of discount rates (10.4% to 11.7% for the Company; 11.9% to 13.2% for the Combined Entity), reflecting an estimate of the Company's and the Combined Entity's cost of equity calculated using the Capital Asset Pricing Model (“CAPM”), applied to i) future dividends (resulting from distribution of excess capital above the minimum required CET1 ratio), as set forth in the Company Updated Business Plan adjusted for the Company Capital Projections (for the Company) and the Combined Entity Forecasts adjusted for the Combined Entity Capital Projections (for the Combined Entity), and ii) the terminal value (as described below);
- Terminal value at the end of 2027 derived by applying a range of price/earnings (“P/E”) multiples (8.0x to 10.5x for the Company; 7.0x to 9.3x for the Combined Entity) applied to next twelve months, to estimated 2028 net income, as set forth in the Company Updated Business Plan adjusted for the Company Capital Projections (for the Company) and the Combined Entity Forecasts adjusted for the Combined Entity Capital Projections (for the Combined Entity).

*Present Value of Future Share Price Analysis.* We performed an analysis of the illustrative present value of the future price and dividends per Share using the Company Updated Business Plan (for the Company) and the Combined Entity Forecasts (for the Combined Entity) and based on:

- Forecasted earnings per Share and dividends per Share for the years 2026 through 2028;

Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia, located at Via Santa Margherita no. 14, Milano (MI), 20121, registered with the Italian bank register (Albo delle Banche) under the number 8081, CAB: 0, ABI: 3658 and with the companies' register of Milano, Monza, Brianza, Lodi under C.C.I.A. and C.F. 92206840925, P.IVA/VAT 10677910969, is a branch of Goldman Sachs Bank Europe SE.

Goldman Sachs Bank Europe SE (Societas Europaea) is a credit institution incorporated in Germany, having its registered office at Marienurm, Taunusanlage 9-10, 60329 Frankfurt am Main, Germany, registered in the commercial register at the local court (Amtsgericht) of Frankfurt am Main, Germany, under the number HRB 114190 with share capital of € 314,182,700.00 and, within the Single Supervisory Mechanism, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respect by the German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, “BaFin”) and Deutsche Bundesbank. Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia is, to the relevant applicable extent, also subject to local supervision by the Bank of Italy (Banca d'Italia) and the Italian Companies and Exchange Commission (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, “Consob”).



- A range of price to earnings multiples (8.0x to 10.5x for the Company; 7.0x to 9.3x for the Combined Entity) applied to next twelve months earnings per Share as of the relevant dates;
- A discount rate of 11.1% for the Company and 12.6% for the Combined Entity, reflecting an estimate of the Company's cost of equity and the Combined Entity's cost of equity calculated using the CAPM.

The table below presents the results of the analyses summarized above:

<b>Methodology</b>	<b>Minimum implied Exchange Ratio</b>	<b>Maximum implied Exchange Ratio</b>
<i>Dividend Discount Model</i>	3.56x	3.85x
<i>Present Value of Future Share Price</i>	3.51x	3.99x

Our opinion does not address the relative merits of the Exchange Offer as compared to any strategic alternatives that may be available to the Company; nor does it address any legal, regulatory, tax or accounting matters. This opinion addresses only the adequacy from a financial point of view, as of the date hereof, to the holders of the Shares (other than the Offeror and any of its affiliates), as of the date hereof, of the Exchange Ratio proposed to be paid to such holders of the Shares pursuant to the Exchange Offer Document. We do not express any view on, and our opinion does not address, the fairness, from a financial point of view, of the Exchange Ratio or any other term or aspect of the Exchange Offer; nor as to the adequacy or fairness of any other term or aspect of the Exchange Offer or any term or aspect of any other agreement or instrument contemplated by the Offer Documents or entered into or amended in connection with the Exchange Offer, or any consideration that may be paid in connection therewith; nor as to the adequacy or fairness of the Exchange Ratio or any term or aspect of Exchange Offer to, or any consideration received in connection therewith by, the Offeror and any of its affiliates, the holders of any class of securities other than the Shares, creditors, or other constituencies of the Company; nor as to the compliance of the Exchange Offer with Italian voluntary tender and exchange offer regulations; nor as to any term or aspect of any merger or other transaction in connection with the delisting of the Company following the Exchange Offer, if any; nor as to the adequacy or fairness of the amount or nature of any compensation to be paid or payable to any of the officers, directors or employees of the Company, or class of such persons, in connection with the Exchange Offer, whether relative

Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia, located at Via Santa Margherita no. 14, Milano (MI), 20121, registered with the Italian bank register (Albo delle Banche) under the number 8081, CAB: 0, ABI: 3658 and with the companies' register of Milano, Monza, Brianza, Lodi under C.C.I.A. and C.F. 92206840925, P.IVA/VAT 10677910969, is a branch of Goldman Sachs Bank Europe SE.

Goldman Sachs Bank Europe SE (Societas Europaea) is a credit institution incorporated in Germany, having its registered office at Marienurm, Taunusanlage 9-10, 60329 Frankfurt am Main, Germany, registered in the commercial register at the local court (Amtsgericht) of Frankfurt am Main, Germany, under the number HRB 114190 with share capital of € 314,182,700.00 and, within the Single Supervisory Mechanism, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respect by the German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, "BaFin") and Deutsche Bundesbank. Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia is, to the relevant applicable extent, also subject to local supervision by the Bank of Italy (Banca d'Italia) and the Italian Companies and Exchange Commission (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, "Consob").



to the Exchange Ratio pursuant to the Exchange Offer Document or otherwise. We are not expressing any opinion as to the prices at which Shares or the Offeror Shares will trade at any time, or as to the potential effects of volatility in the credit, financial and stock markets on the Company or the Offeror or the Exchange Offer. Our opinion is necessarily based on economic, monetary, market and other conditions as in effect on, and the information made available to us as of, the date hereof and we assume no responsibility for updating, revising or reaffirming this opinion based on circumstances, developments or events occurring after the date hereof. Our advisory services and the opinion expressed herein are provided for the information and assistance of the Board of Directors of the Company in connection with its consideration of the Exchange Offer and such opinion does not constitute a recommendation as to whether or not any holder of Shares should tender such Shares in connection with the Exchange Offer or any other matter. This opinion has been approved by a fairness committee of Goldman Sachs.

Based upon and subject to the foregoing, it is our opinion that, as of the date hereof, the Exchange Ratio proposed to be paid to the holders (other than the Offeror and any of its affiliates) of the Shares pursuant to the Offer Documents is inadequate from a financial point of view to such holders.

Very truly yours,

GOLDMAN SACHS BANK EUROPE SE, SUCCURSALE ITALIA

Luciano Bandolin

Managing Director

Graziano Gemma

Managing Director

Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia, located at Via Santa Margherita no. 14, Milano (MI), 20121, registered with the Italian bank register (Albo delle Banche) under the number 8081, CAB: 0, ABI: 3658 and with the companies' register of Milano, Monza, Brianza, Lodi under C.C.I.A. and C.F. 92206840925, P.IVA/VAT 10677910969, is a branch of Goldman Sachs Bank Europe SE.

Goldman Sachs Bank Europe SE (Societas Europaea) is a credit institution incorporated in Germany, having its registered office at Marienturm, Taunusanlage 9-10, 60329 Frankfurt am Main, Germany, registered in the commercial register at the local court (Amtsgericht) of Frankfurt am Main, Germany, under the number HRB 114190 with share capital of € 314,182,700.00 and, within the Single Supervisory Mechanism, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respect by the German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, "BaFin") and Deutsche Bundesbank. Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia is, to the relevant applicable extent, also subject to local supervision by the Bank of Italy (Banca d'Italia) and the Italian Companies and Exchange Commission (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, "Consob").

*IL PRESENTE DOCUMENTO NON DEVE ESSERE DIVULGATO, PUBBLICATO O DISTRIBUITO, IN TUTTO O IN PARTE, DIRETTAMENTE O INDIRETTAMENTE, IN CANADA, IN GIAPPONE E IN AUSTRALIA O IN QUALSIASI ALTRO PAESE IN CUI CIÒ COSTITUISCA UNA VIOLAZIONE DELLA DISCIPLINA APPLICABILE. IL PRESENTE DOCUMENTO NON COSTITUISCE NÉ POTRÀ ESSERE INTERPRETATO QUALE OFFERTA DI ACQUISTO E/O SCAMBIO, NÉ QUALE SOLLECITAZIONE DI OFFERTE PER VENDERE, SOTTOSCRIVERE, SCAMBIARE O ALTRIMENTI DISPORRE DI, STRUMENTI FINANZIARI.*

*Questo documento è accessibile nel o dal Regno Unito: (i) da persone che hanno esperienza professionale in materia di investimenti che rientrano nell'articolo 19(5) del Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (l'"Order") o (ii) da società con patrimonio netto elevato e da altre persone alle quali il presente documento può essere legittimamente trasmesso, in quanto rientranti nell'articolo 49(2) commi da (a) a (d) dell'Order (congiuntamente, i "Soggetti Rilevanti"). Qualsiasi altro soggetto al di fuori dei Soggetti Rilevanti non dovrebbe agire in ragione di, o fare affidamento su, i contenuti del presente documento.*

*Copia, integrale o anche solo parziale, del presente documento non è, e non dovrà essere, inviata, trasmessa o distribuita, direttamente o indirettamente, in Australia, Canada e Giappone nonché in qualsiasi altro Paese in cui un'offerta non sia consentita in assenza di autorizzazione da parte delle competenti autorità o di altri adempimenti (tali Paesi, inclusi Australia, Canada e Giappone, collettivamente, i "Paesi Esclusi"). Chiunque riceva i suddetti documenti non dovrà distribuirli, inviarli o spedirli (né a mezzo di posta né attraverso alcun altro mezzo o strumento di comunicazione o commercio) nei Paesi Esclusi.*

#### **AVVISO IMPORTANTE**

*Le informazioni contenute nel Comunicato dell'Emissore non costituiscono in alcun modo, né possono essere intese come, una raccomandazione ad aderire o a non aderire all'Offerta, né sostituiscono il giudizio di ciascun destinatario in relazione all'Offerta medesima. La convenienza economica dell'adesione all'Offerta dovrà essere valutata da ciascun destinatario.*

*Le informazioni, le stime e le previsioni contenute nel presente documento non sono state verificate in modo indipendente. Le stesse sono ottenute da o basate su fonti che riteniamo affidabili ma Mediobanca non rilascia alcuna dichiarazione (espressa o implicita) o garanzia sulla loro completezza, tempestività o accuratezza. Nulla di quanto contenuto in questo documento costituisce una consulenza finanziaria, legale, fiscale o di altro tipo, né qualsiasi investimento o altra decisione dovrebbe basarsi esclusivamente su questo documento. Le proiezioni economiche e finanziarie per il periodo 2025-2028 sono state elaborate su base stand-alone e non tengono conto degli effetti dell'acquisizione di Banca Generali, annunciata in data 28 aprile 2025 e il cui perfezionamento è previsto entro la fine dell'anno. Il presente documento contiene dichiarazioni previsionali: tali dichiarazioni si basano sulle attuali convinzioni e aspettative di Mediobanca e sono soggette a rischi e incertezze significativi. Tali rischi e*

*incertezze, molti dei quali prescindono dal controllo di Mediobanca, potrebbero determinare risultati effettivi di Mediobanca sostanzialmente diversi da quelli indicati nelle dichiarazioni previsionali. Si segnala inoltre che i dati contenuti nel presente documento, incluse le informazioni finanziarie, sono stati oggetto di arrotondamenti. Di conseguenza, in alcuni casi, la somma o la variazione percentuale dei numeri contenuti nel presente documento potrebbe non corrispondere esattamente alla cifra totale indicata.*

*Inoltre, le proiezioni riportate non riflettono l'impatto di eventi esterni o imprevedibili al momento della redazione del Piano 2025-2028 "One Brand-One Culture", inclusi eventuali effetti negativi derivanti dall'offerta pubblica di scambio lanciata su Mediobanca da MPS, operazione che non ha alcuna logica industriale, non crea valore per gli azionisti di Mediobanca e rischia di compromettere la strategia di crescita redditizia e sostenibile di Mediobanca. Nel caso in cui l'acquisizione di Banca Generali venisse completata, il Gruppo Mediobanca preparerà un piano per l'entità combinata, che rifletterà la nuova configurazione e gli obiettivi consolidati del perimetro risultante.*

*In nessun caso Mediobanca o le sue affiliate e i relativi, amministratori, sindaci, rappresentanti, direttori, funzionari, dipendenti e consulenti avranno alcuna responsabilità (in negligenza o altro) per qualsiasi perdita o danno derivante da qualsiasi uso di questo documento o dei suoi contenuti o altrimenti derivante dal documento o dalla presentazione di cui sopra. Mediobanca non si assume alcun obbligo di aggiornare pubblicamente e/o di rivedere previsioni e stime a seguito della disponibilità di nuove informazioni, di eventi futuri o di altro, fatta salva l'osservanza delle leggi applicabili. Tutte le previsioni e le stime successive, scritte e orali, attribuibili a Mediobanca o a persone che agiscono per conto della stessa sono espressamente qualificate, nella loro interezza, da queste dichiarazioni cautelative.*