

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

THIS DOCUMENT IS NOT FOR RELEASE, PUBLICATION OR DISTRIBUTION IN WHOLE OR IN PART, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN OR INTO THE UNITED STATES, AUSTRALIA, CANADA OR JAPAN (OR IN ANY OTHER JURISDICTION IN WHICH SUCH RELEASE, PUBLICATION OR DISTRIBUTION WOULD BE UNLAWFUL). THE INFORMATION PROVIDED IN THIS DOCUMENT DOES NOT CONSTITUTE AN OFFER OF SECURITIES FOR SALE OR A SOLICITATION OF AN OFFER TO PURCHASE ANY SECURITIES IN THE UNITED STATES OF AMERICA, IN OTHER COUNTRIES OR IN ANY OTHER JURISDICTION IN WHICH SUCH OFFER OR SOLICITATION IS NOT AUTHORISED OR TO ANY PERSON TO WHOM IT IS UNLAWFUL TO MAKE SUCH OFFER OR SOLICITATION.

UniCredit S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile con riferimento a n. 198.477.598 azioni ordinarie di Commerzbank Aktiengesellschaft oggetto di conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio volontaria totalitaria promossa da UniCredit S.p.A. in data 16 marzo 2026 ai sensi e per gli effetti dell'articolo 10, comma 1, primo periodo, nonché degli artt. 34 e 14, comma 1, primo periodo e pubblicata ai sensi dell'art. 14, commi 2 e 3 della Legge tedesca sull'acquisizione di titoli e sulle offerte pubbliche di acquisto (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG)

9 settembre 2026

A large, stylized orange graphic at the bottom of the page, composed of two parallel diagonal lines forming a wide, shallow 'V' or chevron shape.



Milano, 9 settembre 2026

Spettabile
UniCredit S.p.A.
Piazza Gae Aulenti 3 – Torre A
20154 Milano

Relazione ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile con riferimento a n. 198.477.598 azioni ordinarie di Commerzbank Aktiengesellschaft oggetto di conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio volontaria totalitaria promossa da UniCredit S.p.A. in data 16 marzo 2026 ai sensi e per gli effetti dell'articolo 10, comma 1, primo periodo, nonché degli artt. 34 e 14, comma 1, primo periodo e pubblicata ai sensi dell'art. 14, commi 2 e 3 della Legge tedesca sull'acquisizione di titoli e sulle offerte pubbliche di acquisto (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG)

UniCredit S.p.A. ha dato incarico a PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l. *Deals & Strategy – Financial Services* (“**PwC**”) di rilasciare la relazione ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile con riferimento alla determinazione del *fair value* di n. 198.477.598 azioni ordinarie di Commerzbank Aktiengesellschaft oggetto di conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio volontaria promossa da UniCredit S.p.A. sulla totalità delle azioni ordinarie di Commerzbank Aktiengesellschaft, non direttamente detenute da UniCredit S.p.A., annunciata da quest'ultima in data 16 marzo 2026 mediante comunicato ai sensi dell'articolo 10, comma 1, primo periodo della Legge tedesca sull'acquisizione di titoli e sulle offerte pubbliche di acquisto (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – “**WpÜG**”) e promossa mediante la presentazione del documento di offerta (il “**Documento di Offerta**”) all'Autorità Federale Tedesca di Vigilanza Finanziaria (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – “**BaFin**”) ai sensi degli artt. 34 e 14, comma 1, primo periodo, e pubblicata ai sensi dell'art. 14 commi 2 e 3 della WpÜG (di seguito l’“**Incarico**”).

La struttura della presente relazione (di seguito la “**Relazione**”) è descritta nelle pagine seguenti.

PricewaterhouseCoopers Business Services Srl

Società a responsabilità limitata a socio unico

Sede legale: **Milano** 20145 Piazza Tre Torri 2 Tel. 02 725091 Cap. Soc. Euro 100.000,00 i.v. - C.F. e P.IVA e Reg. Imprese Milano Monza Brianza Lodi 06234620968 – Altri Uffici: **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 080 5640311 Fax 080 5640349 - **Bologna** 40124 Via Luigi Carlo Farini 12 Tel. 051 6186211 - **Bolzano** 39100 Via Alessandro Volta 13A Tel. 0471 066650 - **Brescia** 25121 Viale Duca d'Aosta 28 Tel. 030 3697501 - **Cagliari** 09125 Viale Diaz 29 Tel. 070 6848774 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 055 2482811 Fax 055 2482899 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 010 29041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 081 36181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049 873431 Fax 049 8734399 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091 6256313 Fax 091 7829221 | 90139 Via Roma 457 Tel. 091 6752111 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521 275911 Fax 0521 781844 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Troilo 8 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06 6920731 - **Rubano** 35030 Via Belle Putte 36 - **Torino** 10122 Via Santa Maria 11 Tel. 011 5773211 Fax 011 5773299 - **Trento** 38121 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461 237004 Fax 0461 239077 | 38121 Via Adalberto Libera 13 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422 315711 Fax 0422 315798 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 040 3480781 Fax 040 364737 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 045 8263001

Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento della PricewaterhouseCoopers Italia Srl

www.pwc.com/it

INDICE

1.	INTRODUZIONE	5
1.1.	OGGETTO DELLA RELAZIONE E TERMINI DELL'INCARICO	5
1.2.	DESCRIZIONE DI SINTESI DEI TERMINI E DEI RAZIONALI DELL'OFFERTA	7
1.3.	DATA DI RIFERIMENTO	8
1.4.	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	8
1.5.	IPOTESI E LIMITAZIONI	10
1.6.	LAVORO SVOLTO	11
1.7.	RESTRIZIONI ALL'USO DELLA PRESENTE RELAZIONE	12
1.8.	PRINCIPALI DIFFICOLTÀ INCONTRATE IN SEDE DI ANALISI DEL <i>FAIR VALUE</i> DELLE AZIONI IN ADESIONE ..	12
2.	DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO	13
2.1.	IDENTIFICAZIONE DELLA SOCIETÀ CONFERITARIA	13
2.2.	OGGETTO DEL CONFERIMENTO	13
3.	COMMERZBANK	13
3.1.	PROFILO DI COMMERZBANK	13
3.2.	SITUAZIONE PATRIMONIALE ED ECONOMICA DI COMMERZBANK AL 30 GIUGNO 2026	14
3.3.	BUSINESS PLAN DI COMMERZBANK	18
4.	LA STIMA DEL <i>FAIR VALUE</i> DELLE AZIONI IN ADESIONE	20
4.1.	PREMESSA	20
4.2.	SCELTA DELLE METODICHE DELLA VALUTAZIONE	21
4.3.	IL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA	22
4.4.	IL METODO DELL'ANALISI DI REGRESSIONE	23
4.5.	IL METODO DEL <i>DIVIDEND DISCOUNT MODEL</i> NELLA VARIANTE <i>EXCESS CAPITAL</i>	24
4.6.	IL METODO DELLE QUOTAZIONI DI BORSA	26
4.7.	IL METODO DEI <i>TARGET PRICE</i> DEGLI ANALISTI	26
5.	CONCLUSIONI	27

1. INTRODUZIONE

1.1. Oggetto della Relazione e termini dell'Incarico

In data 16 marzo 2026, UniCredit S.p.A. (**"UniCredit"**, **"UC"** o l'**"Offerente"**) ha comunicato, ai sensi dell'articolo 10, comma 1, primo periodo della Legge tedesca sull'acquisizione di titoli e sulle offerte pubbliche di acquisto (WpÜG), di aver assunto, in pari data, la decisione di promuovere un'offerta pubblica di scambio volontaria, mediante la presentazione all'Autorità Federale Tedesca di Vigilanza Finanziaria (BaFin) del documento di offerta predisposto ai sensi e per gli effetti degli artt. 34 e 14, comma 1, primo periodo, e pubblicata ai sensi dell'art. 14, commi 2 e 3 della WpÜG (l'**"Offerta"**), avente ad oggetto la totalità delle n. 825.641.690 azioni ordinarie, non direttamente detenute da UniCredit, di Commerzbank Aktiengesellschaft (l'**"Emittente"** o **"Commerzbank"**) quotate sul mercato regolamentato della Borsa di Francoforte (Frankfurter Wertpapierbörse – **"FSE"**)(il **"Comunicato"**).

L'Offerta aveva ad oggetto massime n. 825.641.690 azioni ordinarie (le **"Azioni"**), ossia la totalità delle azioni che compongono il capitale sociale di Commerzbank, ivi incluse le azioni proprie detenute, direttamente o indirettamente, dall'Emittente (le **"Azioni Proprie"**), ad esclusione delle azioni detenute dall'Offerente (le **"Azioni di UC"**), pari alla data del 16 marzo 2026 a n. 301.854.505. Al termine del periodo di adesione, inclusivo del periodo addizionale di adesione ai sensi dell'art. 16 della WpÜG, avvenuto in data 3 luglio 2026, risultavano portate in adesione all'Offerta n. 198.477.598 azioni ordinarie di Commerzbank (le **"Azioni in Adesione"**), pari al 17,603% della totalità delle azioni ordinarie emesse dall'Emittente, vale a dire n. 1.127.496.195 azioni. Alla data del 20 agosto 2026 le azioni proprie detenute da Commerzbank, pari n. 46.649.100, risultano cancellate, pertanto, il capitale sociale di Commerzbank è costituito da n. 1.080.847.095 azioni ordinarie prive del valore nominale. Di conseguenza, le Azioni in Adesione rappresentano il 18,36% della totalità delle azioni ordinarie emesse.

Sulla base del Documento di Offerta per ciascuna azione dell'Emittente portata in adesione all'Offerta, UniCredit ha offerto un corrispettivo unitario pari a 0,485 azioni ordinarie dell'Offerente di nuova emissione (il **"Corrispettivo"**), non soggetto ad aggiustamenti per riflettere l'andamento dei mercati o le fluttuazioni del valore di mercato delle azioni Commerzbank o delle azioni UniCredit. Resta tuttavia fermo l'obbligo di Legge di eventualmente aumentare il corrispettivo ai sensi delle norme sul c.d. "miglior prezzo" previste dalla WpÜG (art. 31, paragrafi 4, 5 e 6), in particolare qualora: (i) UniCredit e/o qualsiasi soggetto che agisca di concerto con essa o le controllate di tali soggetti acquisiscano, o si impegnino ad acquisire, azioni Commerzbank al di fuori dell'Offerta in qualsiasi momento tra la pubblicazione del Documento di Offerta e la pubblicazione del risultato iniziale dell'Offerta, e nel farlo pagasse o si impegnasse a pagare un corrispettivo superiore al Corrispettivo offerto; (ii) UniCredit e/o qualsiasi soggetto che agisca di concerto con essa o le sue controllate, acquisisca o si impegni ad acquisire azioni Commerzbank nell'ambito di operazioni fuori mercato entro un anno dalla pubblicazione del risultato iniziale dell'Offerta e il corrispettivo pagato sia superiore al Corrispettivo offerto. Pertanto, per ogni n. 1.000 azioni ordinarie dell'Emittente portate in adesione all'Offerta saranno corrisposte n. 485 azioni ordinarie dell'Offerente di nuova emissione a titolo di Corrispettivo.

In tale contesto, in data 2 aprile 2026, il Consiglio di Amministrazione di UniCredit ha deliberato di sottoporre all'Assemblea Straordinaria dei soci dell'Offerente, convocata per il 4 maggio 2026, la proposta di attribuire al Consiglio di Amministrazione la facoltà, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile (la **"Delega"**), di aumentare il capitale sociale, entro il 31 dicembre 2027, in via scindibile e in una o più *tranches*, da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie di Commerzbank portate in adesione all'Offerta (il **"Conferimento"**), con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile (l'**"Aumento di Capitale"**).

Conseguentemente, in data 4 maggio 2026 l'Assemblea Straordinaria dei soci di UniCredit ha approvato il conferimento della Delega al Consiglio di Amministrazione. In particolare, la delibera di attribuzione della Delega prevede che l'Aumento di Capitale possa essere deliberato dal Consiglio di Amministrazione entro il 31 dicembre 2027, in via scindibile e in una o più *tranches*, per un importo nominale massimo di Euro 6.704.080.000, oltre sovrapprezzo, mediante emissione di un numero massimo di 470.000.000 azioni ordinarie UniCredit, con godimento regolare e aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo del Codice Civile, da liberarsi mediante il Conferimento.

La Delega prevede l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo del Codice Civile, in quanto le azioni ordinarie di UniCredit di nuova emissione da assegnare in scambio sono riservate agli aderenti all'Offerta e saranno sottoscritte e liberate mediante conferimento in natura a favore di UniCredit delle azioni ordinarie di Commerzbank portate in adesione all'Offerta.

Il numero di azioni ordinarie UniCredit di nuova emissione, da emettere in sede di esercizio della Delega, è determinato sulla base del numero di azioni ordinarie di Commerzbank portate in adesione all'Offerta.

Il Documento di Offerta prevede inoltre che l'Aumento di Capitale da deliberarsi dal Consiglio di Amministrazione in esercizio della Delega sia soggetto alla disciplina di cui agli artt. 2440 e 2343-ter e seguenti del Codice Civile, applicabile ai conferimenti in natura. A tal fine, UniCredit ha deciso, ai sensi dell'art. 2440, comma 2 del Codice Civile, di avvalersi della disciplina di cui agli artt. 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile per la valutazione delle azioni ordinarie di Commerzbank oggetto di Conferimento. In tale contesto, PwC è stata incaricata di rilasciare la relazione di stima ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile (la "**Relazione**") con riferimento alla determinazione del *fair value* delle azioni ordinarie dell'Emittente oggetto di Conferimento nell'ambito dell'Offerta (i "**Servizi**").

Oggetto della presente Relazione sono n. 198.477.598 azioni ordinarie dell'Emittente, ossia le Azioni in Adesione all'Offerta.

Le nostre analisi valutative sono state svolte esclusivamente sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili, facendo riferimento alla situazione economica e patrimoniale consolidata di Commerzbank al 30 giugno 2026 (la "**Situazione Patrimoniale di Riferimento**"), approvata dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 4 agosto 2026 e comunicata al mercato in data 6 agosto 2026.

Nell'ambito del nostro Incarico si è fatto riferimento a quanto previsto dalla prassi valutativa di riferimento, nonché dai Principi Italiani di Valutazione e dagli *International Valuation Standards*.

Le Azioni in Adesione oggetto di Conferimento sono state esaminate e valutate nelle condizioni "normali" di funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione) e nell'ipotesi di continuità aziendale.

Le Azioni in Adesione sono state, inoltre, valutate considerando Commerzbank in ottica *stand-alone*, senza, pertanto, tener conto di possibili sinergie e/o diseconomie specifiche derivanti dall'acquisizione, ma riflettendo i premi mediamente pagati in offerte pubbliche di acquisto similari.

Lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell'attività di UniCredit, né nelle decisioni in merito alla convenienza strategica, economica e finanziaria dell'operazione e delle sue modalità realizzative.

Esula dal nostro Incarico qualsiasi considerazione in merito alla determinazione del Corrispettivo e al prezzo di emissione delle azioni UniCredit a servizio dell'Offerta.

1.2. Descrizione di sintesi dei termini e dei razionali dell'Offerta

Come già descritto nel paragrafo precedente, l'Offerta aveva ad oggetto massime n. 825.641.690 azioni ordinarie dell'Emittente, con godimento regolare, quotate sul mercato regolamentato della Borsa di Francoforte, rappresentanti la totalità delle azioni che compongono il capitale sociale dell'Emittente ivi incluse le Azioni Proprie, ad esclusione delle Azioni di UC. UniCredit riconosce per ciascuna Azione dell'Emittente portata in adesione all'Offerta il Corrispettivo (pari a 0,485 azioni ordinarie dell'Offerente di nuova emissione in esecuzione dell'Aumento di Capitale a servizio dell'Offerta). Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni dell'Offerente rilevato alla chiusura del 13 marzo 2026 (pari a Euro 63,50), il Corrispettivo esprimeva una valorizzazione pari a Euro 30,80 (con arrotondamento alla seconda cifra decimale) per ciascuna Azione dell'Emittente.

La valorizzazione incorporava un premio del 4,1% rispetto al prezzo ufficiale delle Azioni dell'Emittente rilevato alla chiusura del 13 marzo 2026 (pari a Euro 29,59).

In data 5 maggio 2026, BaFin ha approvato la pubblicazione del Documento di Offerta ai sensi della Legge tedesca sull'acquisizione di titoli e sulle offerte pubbliche di acquisto. Il perfezionamento dell'Offerta è subordinato all'avveramento di talune condizioni sospensive, dettagliate nel Documento di Offerta. Tali condizioni includono le autorizzazioni in materia di controllo delle concentrazioni, di controllo sugli investimenti esteri e di sovvenzioni estere distorsive del mercato dell'Unione Europea, nonché autorizzazioni di natura regolamentare (incluse, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le autorizzazioni da parte della Banca Centrale Europea e dell'Autorità Federale Tedesca di Vigilanza Finanziaria) nonché ulteriori condizioni consuete per questa tipologia di offerte.

Con riferimento ai requisiti di Legge in materia di corrispettivo minimo dell'Offerta, il Documento di Offerta prevede che, ai sensi dell'articolo 31, commi 1, 2 e 7 della WpÜG, in combinato disposto con l'art. 3, primo e secondo periodo, nonché con gli artt. 4 e 5 della WpÜG, il corrispettivo minimo per ciascuna azione Commerzbank debba essere almeno pari al maggiore tra:

- (i) il prezzo medio ponderato per i volumi delle azioni Commerzbank sul mercato azionario domestico calcolato nei tre mesi precedenti la pubblicazione della decisione di promuovere l'Offerta, comunicato da BaFin in Euro 34,24 per azione ("**Commerzbank Three Month Average Price**"); e
- (ii) il corrispettivo più elevato pagato o concordato da UniCredit, da soggetti che agiscono di concerto con essa o dalle relative controllate per l'acquisto di azioni Commerzbank nei sei mesi precedenti la pubblicazione del Documento di Offerta ("**Prior Acquisition Price**"), pari a Euro 26,54 per azione.

Poiché il Commerzbank Three Month Average Price è superiore al Prior Acquisition Price, il corrispettivo minimo legale è pari a Euro 34,24 per azione Commerzbank.

Tenuto conto che il prezzo medio ponderato per i volumi delle azioni UniCredit nei tre mesi precedenti la pubblicazione della decisione di promuovere l'Offerta è pari a Euro 70,83 ("**UniCredit Three Month Average Price**"), il valore del Corrispettivo di 0,485 Azioni UniCredit per ciascuna azione Commerzbank è pari a Euro 34,35 e quindi superiore al corrispettivo minimo legale (Euro 34,24).

1.3. Data di riferimento

La data di riferimento della presente Relazione è il 30 giugno 2026, coincidente con la data di riferimento della Situazione Patrimoniale di Riferimento.

I parametri finanziari e di mercato utilizzati nell'ambito delle analisi valutative sono stati aggiornati in prossimità della data di emissione della Relazione.

Si ricorda che la Relazione è utilizzabile ai fini di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile a condizione che la predetta data di riferimento preceda di non oltre sei mesi il conferimento delle azioni dell'Emittente nell'Offerente, in esecuzione dell'Aumento di Capitale.

1.4. Documentazione utilizzata

L'Offerente non dispone di alcuna informazione di natura privata relativa a Commerzbank, pertanto, l'Offerta è stata formulata esclusivamente sulla base delle informazioni pubbliche disponibili. Nello svolgimento del presente Incarico anche PwC non ha avuto accesso ad informazioni private relative all'Emittente e, pertanto, le analisi condotte si sono basate esclusivamente sulle informazioni pubblicamente disponibili.

Tale aspetto caratterizza i contenuti ed i risultati della presente Relazione, per quanto riguarda le scelte metodologiche assunte, i riscontri effettuati ed i risultati ottenuti.

Ai fini della presente Relazione, le principali informazioni utilizzate per lo svolgimento delle nostre analisi sono state le seguenti:

- comunicato divulgato al mercato in data 9 marzo 2026 da Commerzbank, relativo ai risultati dell'acquisto di azioni proprie concluso;
- comunicato ai sensi dell'articolo 10, comma 1, primo periodo della WpÜG divulgato al mercato da UniCredit in data 16 marzo 2026;
- comunicato divulgato al mercato in data 16 marzo 2026 da Commerzbank ai sensi degli artt. 10, 29 e 34 della WpÜG, relativo alla decisione di UniCredit promuovere l'Offerta;
- bilancio consolidato e individuale di Commerzbank al 31 dicembre 2025 assoggettato a revisione contabile completa da parte di KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft;
- bilancio consolidato e individuale di mBank al 31 dicembre 2025 assoggettato a revisione contabile completa da parte di KPMG Audyt spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k.;
- relazione della società di revisione indipendente sulla predisposizione delle informazioni finanziarie pro-forma di UniCredit datata 2 aprile 2026;
- relazione volontaria della società di revisione indipendente sul metodo utilizzato dagli Amministratori di UniCredit per la determinazione del rapporto di scambio nell'ambito dell'Offerta datata 2 aprile 2026;
- comunicato divulgato al mercato da UniCredit in data 2 aprile 2026, relativo alla convocazione dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti per deliberare in merito alla Delega al Consiglio di Amministrazione per l'Aumento di Capitale dell'Offerente a servizio dell'Offerta, da liberarsi mediante il Conferimento;
- documento informativo divulgato al mercato in data 3 aprile 2026 redatto ai sensi dell'art. 70 del Regolamento Emittenti, ai fini dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti del 4 maggio 2026;

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di UniCredit divulgata al mercato in data 3 aprile 2026, ai fini dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti del 4 maggio 2026;
- comunicato divulgato al mercato da UniCredit in data 4 maggio 2026, relativo alla delibera da parte dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti avente ad oggetto la Delega al Consiglio di Amministrazione per l'Aumento di Capitale dell'Offerente a servizio dell'Offerta, da liberarsi mediante il Conferimento;
- Documento di Offerta predisposto ai sensi degli artt. 34 e 14, commi 2 e 3 della WpÜG, pubblicato in data 5 maggio 2026;
- documento di presentazione al mercato dei risultati del primo trimestre 2026 e delle principali grandezze economico-patrimoniali consolidate attese per l'esercizio in corso (2026) e per gli anni 2028 e 2030 (il "**Business Plan**") "*Record Q1 net profit and increased targets through 2030*", datato 8 maggio 2026;
- *Joint Reasoned Statement* del *Board of Managing Directors* e del *Supervisory Board* di Commerzbank ai sensi dell'art. 27 della WpÜG con riferimento all'Offerta, divulgato al mercato in data 18 maggio 2026;
- comunicato divulgato al mercato da Commerzbank a seguito dell'*Annual General Meeting* del 20 maggio 2026, relativo al pagamento del dividendo effettuato in data 26 maggio 2026;
- comunicato divulgato al mercato da UniCredit in data 19 giugno 2026, in merito ai risultati a seguito della chiusura del periodo iniziale di adesione all'Offerta;
- comunicato divulgato da Commerzbank in data 25 giugno 2026, relativo al numero delle azioni in adesione all'Offerta alla chiusura del periodo iniziale di adesione all'Offerta;
- comunicato divulgato al mercato da UniCredit in data 8 luglio 2026, in merito ai risultati a seguito della conclusione del periodo addizionale di adesione;
- comunicato divulgato al mercato da Commerzbank in data 8 luglio 2026, relativo alla fine del periodo addizionale di adesione all'Offerta;
- resoconto intermedio di gestione consolidato di Commerzbank al 30 giugno 2026, pubblicato il 6 agosto 2026 e assoggettato a revisione contabile da parte di KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft;
- documento di presentazione al mercato dei risultati del primo semestre 2026 "*Record H1 result – Outlook and targets confirmed*", datato 6 agosto 2026;
- comunicato divulgato al mercato da Commerzbank in data 3 settembre 2026, relativo all'avvio del nuovo programma di *buyback* da Euro 1,2 miliardi;
- *broker report* relativi a Commerzbank pubblicati dagli analisti *equity research* di banche di investimento;
- stime fornite da *data provider* attinenti all'evoluzione delle *performance* economiche e patrimoniali di Commerzbank e di mBank per l'esercizio in corso e per gli esercizi successivi, formulate sulla base del *consensus* degli analisti (le "**Stime di Consensus**" e, congiuntamente al Business Plan, i "**Dati Previsionali**").

Inoltre, ci siamo avvalsi di ulteriori documenti e informazioni, di natura pubblica, necessarie allo sviluppo del processo valutativo.

1.5. Ipotesi e limitazioni

La nostra analisi è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività;
- l'analisi è basata su informazioni e documenti pubblicamente disponibili attinenti Commerzbank e alla sua controllata mBank. Data la natura del nostro Incarico la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati e delle informazioni in essi contenuti compete al *management* dell'Emittente;
- le analisi di valore assumono a riferimento la situazione patrimoniale consolidata di Commerzbank al 30 giugno 2026. Nell'ambito del nostro Incarico non abbiamo avuto accesso al *management* di Commerzbank ed alla società di revisione dell'Emittente. Nell'ambito del nostro Incarico non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sui dati di bilancio di Commerzbank e verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale o legate a rischi di qualunque tipologia non riportate nei bilanci e nella situazione patrimoniale consolidata al 30 giugno 2026 dell'Emittente. Di conseguenza, PwC non esprime alcun parere né alcuna altra forma di attestazione sui dati economico – patrimoniali dell'Emittente o su qualsiasi altra informazione finanziaria;
- in data 6 agosto 2026 Commerzbank ha annunciato un nuovo programma di *buyback* per un ammontare massimo di Euro 1,2 miliardi, avviato in data 4 settembre 2026. Poiché il prezzo al quale verranno effettuati i riacquisti non è attualmente noto, è stata condotta un'analisi di sensitività (**"Analisi di Sensitività"**) assumendo che il riacquisto delle azioni avvenga al prezzo medio ponderato per i volumi del titolo alla data di aggiornamento dei parametri di valutazione, e che il programma venga eseguito per l'intero importo massimo annunciato;
- le analisi di valore delle Azioni in Adesione sono state effettuate in ipotesi di continuità aziendale dell'Emittente;
- Commerzbank è stata esaminata in condizioni "normali" di funzionamento, ovvero astraendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione, tra cui operazioni sul proprio capitale sociale e/o sulle azioni, e facendo riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data della presente Relazione;
- PwC non ha assoggettato i Dati Previsionali a revisione o *due diligence* ed ha assunto che questi siano stati preparati in modo obiettivo e su presupposti che riflettono le migliori previsioni disponibili in relazione ai futuri risultati dell'Emittente. I Dati Previsionali, essendo basati su ipotesi di eventi futuri ed azioni di Commerzbank, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi, ovvero possano verificarsi in misura e tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro preparazione. Pertanto, gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi; PwC non assume alcuna responsabilità in merito al raggiungimento dei Dati Previsionali;
- lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento nella gestione e nell'attività di UniCredit, né nelle decisioni aziendali in merito alla fattibilità o convenienza dell'operazione;
- le metodologie di valutazione utilizzate ai fini del nostro Incarico fanno riferimento direttamente

o indirettamente a Dati Previsionali e fattori quali: tassi di interesse, indici di volatilità, multipli di Borsa e di transazioni ed altre informazioni desumibili dal mercato finanziario e soggetti a fluttuazioni. I parametri finanziari e di mercato utilizzati nell'ambito della valutazione sono stati aggiornati fino in prossimità dell'emissione della Relazione. Non si può escludere che il perdurare dell'attuale instabilità geo-politica possa avere impatti, anche significativi, sul sistema economico nazionale e internazionale e, nella fattispecie sul *fair value* di Commerzbank;

- considerate le finalità del nostro Incarico, che sono esclusivamente quelle di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile, la presente Relazione non intende sostituirsi all'autonomo giudizio degli azionisti di Commerzbank in merito alle condizioni dell'Offerta promossa da UniCredit;
- la nostra Relazione non è, inoltre, finalizzata ad esprimere alcun giudizio sul valore delle azioni UniCredit, sulla congruità del corrispettivo offerto e sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni UniCredit;
- la presente Relazione non è finalizzata ad esprimere alcun giudizio, parere, aspettativa o commento in merito all'esito dell'offerta o all'ottenimento delle residue autorizzazioni connesse all'Offerta. Inoltre, i risultati contenuti nella presente Relazione non costituiscono in alcun modo una garanzia riguardo alla consistenza patrimoniale o sulle prospettive future dell'Emittente;
- i Servizi non comprendono assistenza e/o consulenza di natura legale e/o fiscale, con la conseguenza che PwC non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale;
- i dati contenuti nella presente Relazione possono essere arrotondati per eccesso e per difetto. Eventuali incongruenze e/o differenze tra i dati riportati all'interno della Relazione sono il risultato di tale arrotondamento.

Abbiamo infine ottenuto attestazione dal rappresentante legale di UniCredit che lo stesso non è a conoscenza di ulteriori elementi significativi per il nostro lavoro e che non ci siano stati presentati e discussi.

1.6. Lavoro svolto

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

- esame delle informazioni e dei documenti raccolti;
- analisi della Situazione Patrimoniale di Riferimento;
- identificazione delle metodologie di valutazione ritenute applicabili, in grado di cogliere i *driver* di valore di Commerzbank, tenuto conto delle indicazioni della dottrina e della prassi valutativa nel settore di riferimento;
- definizione delle grandezze e dei parametri necessari all'applicazione delle metodologie valutative individuate;
- sviluppo delle metodologie valutative e analisi di sensitività dei risultati al variare dei principali parametri valutativi adottati;
- analisi complessiva dei risultati ottenuti e definizione di una sintesi valutativa;

- Analisi di Sensitività relativa al nuovo programma di *buyback*;
- predisposizione della presente Relazione.

1.7. Restrizioni all'uso della presente Relazione

La presente Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo 1.1 "Oggetto della Relazione e termini dell'Incarico" e previste dall'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile. Non accettiamo alcuna responsabilità per danni derivanti dall'utilizzo non autorizzato o improprio della presente Relazione.

1.8. Principali difficoltà incontrate in sede di analisi del *fair value* delle Azioni in Adesione

L'analisi del *fair value* delle Azioni in Adesione e le conclusioni alle quali siamo giunti devono essere interpretate alla luce delle seguenti difficoltà incontrate nel corso del lavoro.

- **Limiti insiti nei Dati Previsionali.** La determinazione del *fair value* delle Azioni in Adesione è stata effettuata utilizzando, tra l'altro, Dati Previsionali che presentano per loro natura profili di incertezza. In particolare, mutamenti dello scenario macroeconomico e/o del settore specifico di appartenenza, potrebbero modificare in maniera significativa gli assunti ed i presupposti alla base dei dati economico-finanziari prospettici che potrebbero, quindi, esserne fortemente influenzati. Nell'ambito delle analisi svolte è stato preso a riferimento il Business Plan elaborato dal *management* di Commerzbank e pubblicamente disponibile alla data di valutazione unitamente alla Stime di Consensus. Laddove, per alcuni esercizi, i dati contenuti nel Business Plan non risultassero disponibili in modo completo, si è fatto ricorso a un'interpolazione lineare dei valori mancanti, esclusivamente al fine di ricostruire una base informativa continua e coerente per lo svolgimento delle analisi.
- **Approccio valutativo su base desk.** Le analisi valutative sono state elaborate sulla base delle informazioni di natura pubblica secondo un approccio *desk valuation*, senza avere accesso al *management* di Commerzbank. PwC non ha svolto analisi di correttezza, completezza e accuratezza e declina, pertanto, ogni responsabilità in merito a tali informazioni riportate nella Relazione. Non escludiamo, pertanto, che qualora avessimo avuto pieno accesso al *management* di Commerzbank, i risultati delle analisi avrebbero potuto essere significativamente diversi da quelli riportati nella Relazione.
- **Complessità delle metodologie e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati.** Ciascuna metodologia valutativa adottata ai fini dello svolgimento delle analisi riportate nella presente Relazione è contraddistinta da limiti propri in funzione delle sue specifiche caratteristiche. I metodi di valutazione considerati hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato la scelta di una pluralità di parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative, nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate. L'adozione di un approccio valutativo integrato, costruito applicando diverse metodologie valutative, in linea con le indicazioni della prassi e della dottrina valutativa, unitamente allo sviluppo di analisi di sensitività, ha consentito di gestire adeguatamente le peculiarità di ciascuna metodologia selezionata, verificare la sostanza dei risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi singoli ed elaborare un giudizio sulla base del quadro complessivo dei risultati ottenuti.

- ***Incertezza dell'attuale situazione congiunturale e volatilità dei mercati finanziari.***

L'attuale contesto di mercato risulta caratterizzato da notevole incertezza imputabile a rilevanti tensioni geo-politiche, unitamente all'annuncio di importanti operazioni di consolidamento del settore bancario. Tale contesto è, pertanto, all'origine di un'elevata volatilità dei valori di mercato dei titoli azionari. L'evoluzione di tale contesto non è ad oggi prevedibile né sono stimabili eventuali conseguenze di natura economica, finanziaria, politica e sociale. A fronte di tale evidenza si è fatto riferimento a parametri finanziari e di mercato aggiornati in prossimità dell'emissione della presente Relazione ed alla media dei corsi azionari rilevata su orizzonti temporali ritenuti congrui in considerazione del contesto di riferimento, al fine di riflettere nella valutazione l'attuale contesto di mercato e, al contempo di mitigare gli effetti di significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa connesse ad eventi di natura straordinaria o speculativa.

2. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO

2.1. Identificazione della società conferitaria

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

2.2. Oggetto del conferimento

Nell'ambito dell'Offerta in esame, l'oggetto del Conferimento è rappresentato da n. 198.477.598 azioni ordinarie di Commerzbank portate in adesione all'Offerta.

Commerzbank ha sede sociale in Kaiserplatz, 60311 Francoforte sul Meno (Germania), iscrizione al Registro delle Imprese presso il Tribunale di Francoforte sul Meno con n. HRB 32000, con Partita IVA n. DE 114 103 514.

3. COMMERZBANK

3.1. Profilo di Commerzbank

Fondata nel 1870 e con sede a Francoforte sul Meno, Commerzbank, una delle principali istituzioni finanziarie tedesche, offre un'ampia gamma di servizi di natura bancaria e finanziaria a clientela *retail*, *corporate* e istituzionale. Le azioni ordinarie di Commerzbank sono quotate sul mercato regolamentato Frankfurter Wertpapierbörse (FSE) e sono incluse nei principali indici azionari tedeschi.

Commerzbank opera prevalentemente in Germania e si articola in due principali divisioni operative:

- *Private and Small Business Customers*, dedicata ai clienti privati e alle piccole imprese;
- *Corporate Clients*, focalizzata sull'offerta di servizi bancari e finanziari a imprese di medie e grandi dimensioni e a istituzioni finanziarie.

Inoltre, Commerzbank detiene una partecipazione di controllo, pari al 69,0%, nel capitale sociale di mBank S.A. ("**mBank**"). mBank è una delle principali banche polacche, attraverso cui Commerzbank

presidia alcuni Paesi dell'Europa centro-orientale, tra cui Polonia, Repubblica Ceca e Slovacchia, offrendo servizi bancari a clientela sia *retail* che *corporate*. Le azioni ordinarie di mBank sono quotate sul mercato regolamentato Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (Borsa di Varsavia).

Commerzbank è presente in numerosi altri Paesi attraverso filiali, succursali e uffici di rappresentanza. Al 30 giugno 2026, il capitale sociale di Commerzbank è costituito da n. 1.127.496.195 azioni ordinarie prive del valore nominale, di cui Commerzbank detiene, direttamente e indirettamente, n. 46.649.100 azioni proprie. Alla data del 20 agosto 2026 le azioni proprie detenute da Commerzbank risultano cancellate, pertanto, il capitale sociale di Commerzbank è costituito da n. 1.080.847.095 azioni ordinarie prive del valore nominale¹.

3.2. Situazione patrimoniale ed economica di Commerzbank al 30 giugno 2026

Si riporta di seguito il conto economico consolidato di Commerzbank al 30 giugno 2026 a confronto con i medesimi dati al 30 giugno 2025.

Conto Economico Consolidato di Commerzbank

Conto Economico (€m)	30.06.2026	30.06.2025
<i>Interessi attivi calcolati con il metodo dell'interesse effettivo</i>	7.500	7.879
<i>Interessi attivi calcolati senza il metodo dell'interesse effettivo</i>	1.862	1.871
<i>Interessi attivi</i>	9.363	9.751
<i>Interessi passivi</i>	(5.256)	(5.618)
Margine di interesse	4.106	4.133
<i>Commissioni attive</i>	2.614	2.452
<i>Commissioni passive</i>	(436)	(437)
Commissioni nette	2.178	2.015
Dividendi	27	17
<i>Impairment</i> relativi a strumenti finanziari IFRS 9	(344)	(300)
Risultato netto da attività e passività finanziarie valutate al <i>fair value</i> con impatto a conto economico	87	(25)
Risultato netto dell'attività di copertura	4	112
<i>Utili o perdite da cessione di attività finanziarie al costo ammortizzato</i>	38	50
<i>Altri utili o perdite realizzati su strumenti finanziari</i>	61	43
Altri proventi netti da strumenti finanziari	99	93
Risultato netto da società contabilizzate con il metodo del patrimonio netto	3	15
Altri proventi netti	13	(268)
Costi operativi	(3.267)	(3.234)
Contributi obbligatori	(182)	(162)
Oneri di ristrutturazione	(1)	(534)
Utile o perdita al lordo delle imposte	2.724	1.862
Imposte sul reddito	(762)	(456)
Utile o perdita netta	1.962	1.406
<i>Risultato consolidato di pertinenza di terzi</i>	152	110
<i>Risultato consolidato di pertinenza della capogruppo</i>	1.810	1.296

Fonte: Commerzbank Interim Report 30 giugno 2026

¹ Tale valore non considera il *buyback* da Euro 1,2 miliardi annunciato da Commerzbank il 6 agosto 2026 e avviato il 4 settembre 2026.

Con riferimento ai dati consuntivi al 30 giugno 2026, Commerzbank ha conseguito un margine di interesse pari ad Euro 4.106m, in leggera diminuzione di ca. il 0,7% rispetto a quello registrato nel primo semestre 2025 (pari a Euro 4.133m). Questa variazione deriva da un decremento degli interessi attivi, pari a Euro 9.363m al 30 giugno 2026 (*versus* Euro 9.751m al 30 giugno 2025), solo parzialmente compensato da un decremento degli interessi passivi, pari a Euro -5.256m al 30 giugno 2026 (*versus* Euro -5.618m al 30 giugno 2025).

Le commissioni nette ammontano ad Euro 2.178m al 30 giugno 2026, in aumento del 8,1% rispetto al valore registrato al 30 giugno 2025 (pari a Euro 2.015m).

Al 30 giugno 2026 i costi operativi ammontano a Euro -3.267m, in lieve aumento del 1,0% rispetto al dato del 30 giugno 2025 (Euro -3.234m).

Alla luce dei risultati di cui sopra, Commerzbank alla data del 30 giugno 2026 ha conseguito un utile netto consolidato pari ad Euro 1.962m (*versus* un utile di Euro 1.406m raggiunto al 30 giugno 2025).

Si riporta di seguito la situazione patrimoniale consolidata di Commerzbank al 30 giugno 2026 a confronto con i medesimi dati al 31 dicembre 2025.

Stato Patrimoniale Consolidato di Commerzbank – Attivo

Attivo (€m)	30.06.2026	31.12.2025 ²
Cassa e disponibilità liquide	58.960	60.430
Attività finanziarie al costo ammortizzato	349.173	330.542
<i>di cui vincolate da garanzia</i>	3.780	3.104
Attività finanziarie al <i>fair value</i> con impatto a OCI	66.557	69.926
<i>di cui vincolate da garanzia</i>	24.801	19.721
Attività finanziarie obbligatoriamente valutate al <i>fair value</i> con impatto a conto economico	90.792	82.791
<i>di cui vincolate da garanzia</i>	-	-
Attività finanziarie detenute per la negoziazione	44.447	37.571
<i>di cui vincolate da garanzia</i>	2.922	2.405
Adeguamento di valore inerente le coperture di <i>fair value</i> del portafoglio	(1.991)	(2.234)
<i>Fair value</i> positivo degli strumenti derivati di copertura	1.223	1.241
Partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto	254	242
Immobilizzazioni immateriali	1.921	1.859
Immobilizzazioni materiali	2.028	2.093
Immobili detenuti a scopo di investimento	192	166
Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione	231	225
Attività fiscali correnti	159	319
Attività fiscali differite	1.436	1.410
Altre attività	3.681	3.473
Totale	619.060	590.052

Fonte: Commerzbank Interim Report 30 giugno 2026

² Dati oggetto di *restatement*.

Il totale dell'attivo di Commerzbank al 30 giugno 2026 si attesta ad Euro 619.060m, in aumento del 4,9% rispetto al dato al 31 dicembre 2025 (pari a Euro 590.052m). Esso è costituito principalmente da:

- cassa e disponibilità liquide per Euro 58.960m, in riduzione del 2,4% rispetto al dato di dicembre 2025 pari a Euro 60.430m;
- attività finanziarie valutate al costo ammortizzato per Euro 349.173m, in aumento del 5,6% rispetto al dato di dicembre 2025 pari a Euro 330.542m;
- attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva per Euro 66.557m, in riduzione del 4,8% rispetto all'ammontare del 31 dicembre 2025 (pari a Euro 69.926m);
- attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico per Euro 90.792m *versus* Euro 82.791m al 31 dicembre 2025, in aumento del 9,7%;
- attività finanziarie detenute per la negoziazione per Euro 44.447m *versus* Euro 37.571m al 31 dicembre 2025;
- adeguamento di valore inerente le coperture del *fair value* del portafoglio per Euro -1.991m, *versus* Euro -2.234m al 31 dicembre 2025;
- partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto per Euro 254m (*versus* Euro 242m al 31 dicembre 2025);
- attività immateriali per Euro 1.921m (*versus* Euro 1.859m al 31 dicembre 2025);
- immobilizzazioni materiali per Euro 2.028m (in linea al dato al 31 dicembre 2025 pari ad Euro 2.093m);
- attività fiscali correnti e differite pari rispettivamente ad Euro 159m ed Euro 1.436m (*versus* Euro 319m ed Euro 1.410m al 31 dicembre 2025);
- altre attività per Euro 3.681m, in aumento rispetto al 31 dicembre 2025 pari a Euro 3.473m.

Stato Patrimoniale Consolidato di Commerzbank – Passivo e patrimonio netto

Passivo e patrimonio netto (€m)	30.06.2026	31.12.2025 ³
Passività finanziarie al costo ammortizzato	490.115	476.595
Passività finanziarie designate al <i>fair value</i>	63.465	52.638
Passività finanziarie detenute per la negoziazione	20.559	16.254
Adeguamento di valore inerente le coperture del <i>fair value</i> del portafoglio	(1.640)	(1.713)
<i>Fair value</i> negativo degli strumenti derivati di copertura	1.985	1.953
Accantonamenti	3.436	3.807
Passività fiscali correnti	777	583
Passività fiscali differite	7	6
Passività non correnti in via di dismissione	67	83
Altre passività	4.855	4.500
Patrimonio netto	35.435	35.347
<i>Capitale</i>	<i>1.081</i>	<i>1.097</i>
<i>Riserve di capitale</i>	<i>10.200</i>	<i>10.200</i>
<i>Utili portati a nuovo</i>	<i>19.284</i>	<i>19.300</i>
<i>Altre riserve</i>	<i>(308)</i>	<i>(295)</i>
<i>Patrimonio netto attribuibile agli azionisti di Commerzbank</i>	<i>30.257</i>	<i>30.302</i>
<i>Altre componenti del patrimonio netto</i>	<i>3.510</i>	<i>3.510</i>
<i>Tier 1 bonds (Commerzbank AG)</i>	<i>3.159</i>	<i>3.159</i>
<i>Tier 1 bonds (mBank S.A., ai sensi dell'IFRS 10)</i>	<i>352</i>	<i>352</i>
<i>Patrimonio netto di terzi</i>	<i>1.668</i>	<i>1.535</i>
Totale	619.060	590.052

Fonte: Commerzbank Interim Report 30 giugno 2026

Le passività di Commerzbank al 30 giugno 2026 sono costituite principalmente da:

- passività finanziarie valutate al costo ammortizzato per Euro 490.115m, in aumento del 2,8% rispetto all'ammontare di dicembre 2025 pari a Euro 476.595m;
- passività finanziarie valutate al *fair value option* per Euro 63.465m, in aumento del 20,6% rispetto al 31 dicembre 2025 pari a Euro 52.638m;
- passività finanziarie detenute per la negoziazione per Euro 20.559m, in aumento del 26,5% rispetto al dato di dicembre 2025 (pari a Euro 16.254m);
- adeguamento di valore inerente le coperture del *fair value* del portafoglio per Euro -1.640m, rispetto al dato del 31 dicembre 2025 pari a Euro -1.713m;
- *fair value* negativo degli strumenti derivati di copertura per Euro 1.985m (*versus* Euro 1.953m al dicembre 2025);
- accantonamenti per Euro 3.436m, in diminuzione rispetto al dato di dicembre 2025 pari Euro 3.807m;
- passività fiscali correnti e differite pari rispettivamente ad Euro 777m e Euro 7m, in aumento rispetto all'ammontare di dicembre 2025 (pari a Euro 583m e Euro 6m);
- da ultimo, altre passività per Euro 4.855m, in aumento rispetto al dato di dicembre 2025 (pari a Euro 4.500m).

³ Dati oggetto di *restatement*.

Il patrimonio netto consolidato di Commerzbank al 30 giugno 2026 risulta pari a Euro 35.435m ed è principalmente costituito da:

- patrimonio netto attribuibile agli azionisti di Commerzbank per Euro 30.257m, di cui:
 - capitale sociale per Euro 1.081m;
 - riserve di capitale per Euro 10.200m;
 - utili portati a nuovo per Euro 19.284m;
 - altre riserve per Euro -308m;
- altre componenti del patrimonio netto pari a Euro 3.510m:
 - Tier 1 (Commerzbank AG) pari a Euro 3.159m;
 - Tier 1 (mBank S.A., ai sensi dell'IFRS 10 Interessi di minoranza) Euro 352m;
- patrimonio netto di terzi pari a Euro 1.668m.

Infine, al 30 giugno 2026, il CET1 *Ratio* di Commerzbank si attesta al 14,4% rispetto al 14,7% a fine 2025, mentre il *Total Capital Ratio* risulta pari al 19,6% in lieve decremento rispetto al dato di dicembre 2025 (pari al 19,9%).

3.3. Business Plan di Commerzbank

Di seguito sono riportate le proiezioni economico-finanziarie consolidate contenute nel Business Plan elaborato dal *management* di Commerzbank e comunicate al mercato in data 8 maggio 2026, disponibile alla data della valutazione. Tali proiezioni economico-finanziarie consolidate sono state confermate da Commerzbank in data 6 agosto 2026 in occasione della presentazione agli analisti dei risultati intermedi del primo semestre 2026.

In particolare, si riportano di seguito le principali grandezze economico-patrimoniali consolidate attese per l'esercizio in corso (2026) e per gli anni 2028 e 2030, confrontate con le medesime grandezze al 31 dicembre 2025. Infatti, i dati sottostanti il Business Plan di Commerzbank non risultano disponibili in modo completo (i.e. per gli anni 2027 e 2029 non erano presenti tutti i dati). In taluni casi, si è fatto ricorso a un'interpolazione lineare dei valori mancanti, esclusivamente al fine di ricostruire una base informativa continua e coerente per lo svolgimento delle analisi.

Business Plan 2026-2030 (€mld)	2025A	2026E	2028E	2030E	CAGR 25-30' ⁴
Ricavi	12,2	13,2	15,0	16,8	6,7%
Margine di interesse	8,2	8,6	9,8	11,2	6,4%
Commissioni nette	4,0	4,3	4,9	5,4	6,0%
Costi	6,9 ⁵	7,0	7,1	7,2	0,7%
Utile netto post minorities (pre AT1)	2,6	3,4	4,6	5,9	17,6%
Pagamento interessi su AT1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,0%
Attività ponderate per il rischio (RWA)	175,8	182,0	183,0	194,0	2,0%
CET1 ratio (%)	14,7	14,0	13,7	13,5	(1,2)%
Dividend payout (%)	100	100	100	100	-
Cost/income ratio (%)	57	53	48	43	(14)%

Fonte: Record Q1 net profit and increased targets through 2030

Le previsioni del *management* di Commerzbank includono:

- una crescita dei ricavi nel periodo di previsione esplicita, attesi pari a Euro 16,8 miliardi nel 2030 (CAGR 2025-2030: +6,7%). Tale crescita è guidata da un incremento del margine di interesse nel periodo di previsione esplicita, atteso pari a Euro 11,2 miliardi nel 2030 (CAGR 2025-2030: +6,4%), e da un incremento delle commissioni nette nel periodo di previsione esplicita, previste pari a Euro 5,4 miliardi a fine periodo (CAGR 2025-2030: +6,0%);
- un lieve incremento dei costi fino al 2030, stimati pari a Euro 7,2 miliardi a fine periodo (CAGR 2025-2030: +0,7%);
- un incremento dell'utile netto *post minorities* lungo il periodo di previsione esplicita, stimato pari a Euro 5,9 miliardi nel 2030 (CAGR 2025-2030: +17,6%);
- una crescita delle attività ponderate per il rischio ("**RWA**") lungo l'orizzonte di previsione esplicita, previste pari a Euro 194,0 miliardi a fine periodo di previsione (CAGR 2025-2030: +2,0%);
- CET1 *ratio* atteso al 2030 pari al 13,5%;
- *dividend payout* pari al 100% fino al raggiungimento del 13,5% di CET1 *ratio*.

⁴ Gli scostamenti tra i valori al 2030 e quelli al 2025 degli indicatori percentuali riportati (CET1 *ratio*, *cost/income* e *dividend payout*) sono espressi come variazione assoluta (delta) tra il dato 2030 e il dato 2025, e non come tasso annuo composto di crescita (CAGR).

⁵ Esclude i costi di ristrutturazione.

4. LA STIMA DEL *FAIR VALUE* DELLE AZIONI IN ADESIONE

4.1. Premessa

Oggetto della presente Relazione sono n. 198.477.598 azioni ordinarie Commerzbank portate in adesione all'Offerta, e costituenti, al termine del periodo di adesione, inclusivo del periodo addizionale di adesione, il 17,603% della totalità delle azioni ordinarie emesse dall'Emittente, vale a dire n. 1.127.496.195 azioni. Tale quota, sommata (i) alla partecipazione già detenuta direttamente dall'Offerente prima dell'Offerta, pari al 26,77%, e (ii) agli strumenti finanziari che conferiscono il diritto di richiedere la consegna fisica di una quota del 3,22%, porta la posizione complessiva dell'Offerente al 47,59% del capitale sociale dell'Emittente (49,65% a seguito dell'annullamento delle n. 46.649.100 azioni proprie⁶).

Ciò significa che:

- l'oggetto della valutazione è rappresentato dal numero di Azioni in Adesione che, complessivamente considerate, costituiscono il 17,60% della totalità delle azioni ordinarie emesse dall'Emittente (18,36% a seguito dell'annullamento delle azioni proprie);
- la prospettiva da adottare nella valutazione coincide con quella di un soggetto che acquisisca una quota di diritti di voto prossima al 50%. Tale prospettiva deve considerare la società oggetto di valutazione in un'ottica di funzionamento e *stand alone*, prescindendo, pertanto, da specifiche sinergie realizzabili da un determinato acquirente attraverso una possibile integrazione.

Nel contesto dell'Incarico, la finalità della presente Relazione consiste nell'espressione di un parere autonomo ed indipendente, avuto riguardo alle disposizioni dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile e, quindi, volto a verificare che il valore del bene oggetto del Conferimento non sia inferiore a quello ad esso attribuito ai fini dell'aumento di capitale, comprensivo di sovrapprezzo. Scopo della stima è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato. Va tuttavia considerata anche la sostanza economica dell'Offerta che rappresenta un'offerta per l'acquisizione della totalità delle azioni di Commerzbank (al netto delle Azioni di UC). In tale tipologia di operazioni, il conferimento avviene a fronte del corrispettivo offerto dall'acquirente che deve rappresentare un'adeguata contropartita per i soggetti potenziali conferenti, pena la non adesione all'offerta. Pertanto, se è generalmente accettato che le stime ai fini di conferimento siano ispirate al principio di prudenza, badando soprattutto all'accertamento dei valori in atto, e limitando il riconoscimento di componenti aventi carattere potenziale, nell'ambito di offerte pubbliche di scambio, la prudenza deve tenere conto del fatto che il conferimento ha luogo solo se il corrispettivo offerto è giudicato conveniente da entrambe le parti (offerente/conferitaria e azionisti/conferenti). Pertanto, la prudenza deve essere intesa come la verifica che il prezzo riconosciuto nell'ambito dell'Offerta sia un valore recuperabile, sulla base delle informazioni disponibili e secondo aspettative ragionevolmente condivisibili, a prescindere da benefici specifici che potranno derivare dall'integrazione, ovvero, quindi, che il corrispettivo esprima il valore recuperabile per un generico *market participant*.

Di conseguenza, in forza di quanto sopra, le analisi di valore sono state svolte prescindendo dagli impatti economici prospettati da UniCredit (ad esempio potenziali sinergie e dissinergie comunicate da UniCredit), ritenendo opportuno riflettere, invece, i premi mediamente pagati in operazioni similari.

⁶ Tale valore non considera il *buyback* da Euro 1,2 miliardi annunciato da Commerzbank il 6 agosto 2026 e avviato il 4 settembre 2026.

4.2. Scelta delle metodiche della valutazione

I metodi di stima del capitale economico delle aziende si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie:

- metodi basati sui dividendi attesi dall'investimento (metodo del *Dividend Discount Model*);
- metodi basati sul ritorno finanziario atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione (metodo dei flussi di cassa attualizzati o *Discounted Cash Flow Method*);
- metodi basati sui redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro (metodo reddituale);
- metodi basati sul "valore patrimoniale" odierno (metodo patrimoniale o metodo patrimoniale complesso);
- metodologie che uniscono i principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale – reddituale, *Economic Profit*);
- analisi comparativa di aziende simili (metodo dei multipli di Borsa, metodo dell'analisi di regressione e metodo dei multipli delle transazioni comparabili);
- metodo delle quotazioni di Borsa e dei *target price* degli analisti.

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la scelta del criterio valutativo risulti in funzione della finalità dell'operazione che ha richiesto la valutazione, della natura della società, del settore di attività di appartenenza e della quantità e qualità delle informazioni a disposizione.

La scelta delle metodologie per esprimere il *fair value* delle azioni di Commerzbank è stata effettuata considerando la finalità dell'incarico, la natura dell'attività dell'Emittente, il contesto complessivo di riferimento nonché le informazioni effettivamente disponibili.

Nella fattispecie, le analisi sono state sviluppate esclusivamente sulla base di informativa di natura pubblica. Sono stati tenuti in considerazione i risultati raggiunti storicamente a livello economico e patrimoniale da Commerzbank e i Dati Previsionali, nonché le quotazioni di Borsa. Sulla base di tali informazioni, nello sviluppo delle nostre analisi, si è ritenuto opportuno utilizzare una pluralità di criteri.

In particolare, sono stati considerati:

- il metodo dei multipli di Borsa;
- il metodo dell'analisi di regressione;
- il metodo del *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital* ("**DDM**");
- il metodo dei *target price* degli analisti;
- il metodo delle quotazioni di Borsa.

L'individuazione del *fair value* delle Azioni in Adesione è stata effettuata in ottica "*ex dividend*" in conseguenza del fatto che la data di stacco del dividendo da parte di Commerzbank è stata il 21 maggio 2026.

Inoltre, avuto riguardo alla sostanza economica dell'Offerta nel suo complesso, si è ritenuto opportuno aggiungere al *fair value* calcolato in una prospettiva *standalone*, laddove applicabile, un premio di controllo per tener conto del sovrappiù di valore generabile in capo all'azionista di maggioranza che venga a detenere una quota di diritto di voto prossima al 50%, quantificato sulla base di evidenze empiriche di operazioni similari e di studi desunti dalla dottrina.

Si fornisce, nel prosieguo, una breve descrizione delle metodologie di valutazione utilizzate nonché dell'applicazione delle stesse.

4.3. Il metodo dei multipli di Borsa

Il metodo dei multipli di Borsa si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ad esse relative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti.

- Identificazione delle società comparabili: l'appropriata selezione del campione di società comparabili ("**Comparables**" o "**Peers**") rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.
- Definizione dell'intervallo temporale di riferimento: la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; al contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.
- Determinazione dei multipli ritenuti più significativi: sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame.
- Applicazione dei multipli alla società in esame: i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispettive grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.

Ai fini dello sviluppo di tale metodologia si è deciso di fare riferimento al multiplo prezzo/utili netti previsionali ("**P/E**"). Tale multiplo rappresenta un indicatore comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale sia a livello internazionale ed è in linea con la prassi professionale in sede di valutazione di istituti bancari.

In particolare, il multiplo P/E è stato stimato sulla base (i) dei prezzi di Borsa rilevati in prossimità dell'emissione della presente Relazione osservato su diversi orizzonti temporali di rilevazione precedenti tale data e (ii) gli utili attesi dei Peers stimati da *data provider* sulla base del *consensus* degli analisti di mercato.

Ai fini dell'applicazione del metodo dei multipli di Borsa, sono stati selezionati due differenti campioni di società quotate comparabili, rappresentativi delle specifiche caratteristiche di Commerzbank (esclusa mBank) e, in quanto controllata di rilievo, di mBank. I relativi multipli sono stati quindi ponderati secondo criteri idonei a riflettere il contributo di mBank alla formazione del valore economico complessivo di Commerzbank.

Nell'ambito del metodo dei multipli di Borsa, avuto riguardo alla sostanza economica dell'Offerta nel suo complesso, si è ritenuto opportuno aggiungere al *fair value* calcolato in una prospettiva *standalone* un premio di controllo per tener conto del sovrappiù di valore generabile in capo all'azionista di maggioranza che venga a detenere una quota di diritto di voto prossima al 50%, quantificato sulla base di evidenze empiriche di operazioni simili e di studi desunti dalla dottrina.

4.4. Il metodo dell'analisi di regressione

Il metodo dell'analisi di regressione ("**Value Map**") stima il capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica del capitale ed il relativo premio o sconto espresso dai prezzi di Borsa rispetto al patrimonio netto per un campione di società comparabili quotate.

Tale criterio consiste nell'analisi della relazione esistente fra la redditività di una società (espressa, nel caso specifico, in termini di *Return on Average Tangible Equity*, "**ROATE**") attesa dal mercato ed il rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il valore di patrimonio netto tangibile per un campione di società quotate comparabili (multiplo "**P/TBV**"). Questa relazione può essere approssimata tramite una regressione dei dati riguardanti il ROATE ed il multiplo P/TBV per un campione significativo di società. Calcolati i parametri di questa relazione, se ritenuti statisticamente significativi, possono essere applicati al ROATE prospettico ed al patrimonio netto tangibile dell'azienda oggetto della valutazione per derivarne il valore teorico di mercato.

L'applicazione del metodo dell'analisi di regressione si articola nelle seguenti fasi:

- determinazione del campione di società su cui effettuare l'analisi di regressione;
- determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per il ROATE;
- calcolo del ROATE e del multiplo P/TBV per le società incluse nel campione;
- scelta del tipo di regressione statistica da applicare;
- determinazione del ROATE e del patrimonio netto tangibile della banca oggetto di valutazione;
- applicazione, se statisticamente significativi, dei parametri della regressione statistica ai fini della determinazione di un valore di mercato indicativo per la banca oggetto di valutazione.

Come anticipato, in considerazione delle specificità operative e di *business* di Commerzbank, la Value Map è stata applicata, dunque, ponendo in relazione il multiplo P/TBV con il ROATE.

Coerentemente con le altre metodologie valutative adottate, anche nello sviluppo dell'analisi di regressione si è fatto riferimento alle medie dei prezzi di Borsa osservati su diversi orizzonti temporali anteriori alla data di emissione della Relazione.

Inoltre, al fine di tenere in considerazione le specifiche peculiarità di Commerzbank (esclusa mBank) e, in quanto controllata di rilievo, di mBank, è stato utilizzato un campione che ha aggregato i due campioni specifici utilizzati nell'applicazione del metodo dei multipli di Borsa.

Anche nell'ambito dell'analisi di regressione, avuto riguardo alla sostanza economica dell'Offerta nel suo complesso, si è ritenuto opportuno aggiungere al *fair value* calcolato in una prospettiva *standalone* un premio di controllo per tener conto del sovrappiù di valore generabile in capo all'azionista di maggioranza che venga a detenere una quota di diritto di voto prossima al 50%, quantificato sulla base di evidenze empiriche di operazioni simili e di studi desunti dalla dottrina.

4.5. Il metodo del *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital*

Il DDM assume che il valore del capitale economico di una banca sia pari alla somma di:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti senza incidere sul livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso; e
- valore attuale del valore terminale, ovvero il valore della banca al termine del periodo di previsione analitica dei flussi.

La metodologia del DDM stima, pertanto, il valore del capitale economico di una banca sulla base della seguente formula:

$$W = DIV_a + TV_a$$

dove:

- W : rappresenta il valore della banca oggetto di valutazione;
- DIV_a : rappresenta il valore attuale dei dividendi attesi futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- TV_a : rappresenta il valore attuale del valore terminale della banca.

La metodologia del DDM è stata applicata sulla base:

- della situazione patrimoniale e dei requisiti patrimoniali regolamentari di Commerzbank al 30 giugno 2026;
- dei flussi economici e delle situazioni patrimoniali e dei requisiti patrimoniali regolamentari per il periodo 2026-2030 desunti dai Dati Previsionali.

L'applicazione della metodologia del DDM ha visto le seguenti fasi.

Fase 1. Identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento

Ai fini della determinazione dei flussi economici per il periodo 2026-2030, si è fatto riferimento ai Dati Previsionali di Commerzbank così come descritti al paragrafo 1.4.

Inoltre, per la stima dei massimi flussi di cassa distribuibili, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione necessario a garantire l'operatività della banca, quantificato in un CET 1 *ratio target* del 14,8%, pari alla media dei CET 1 *ratio* desunti dal campione di banche comparabili al 30 giugno 2026.

Fase 2. Determinazione del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione dei flussi ("**Costo del Capitale Proprio**" o "**Ke**") corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio ed è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* secondo la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + \alpha$$

dove:

- R_f : rappresenta il "*risk-free rate*", ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio;

- β : rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato);
- $R_m - R_f$: rappresenta il "market premium", ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento "risk-free";
- α : rappresenta il rischio specifico addizionale legato all'evoluzione attesa per la società oggetto di valutazione.

Al fine di tenere in considerazione le specifiche peculiarità di Commerzbank (esclusa mBank) e, in quanto controllata di rilievo, di mBank, è stato determinato un Costo del Capitale Proprio ponderato (il "Ke Ponderato") tra il Ke di Commerzbank, esclusa componente α (il "Ke CMBK") e il Ke di mBank, esclusa componente α (il "Ke mBank"), sulla base di criteri idonei a riflettere il contributo di mBank alla formazione del valore economico complessivo di Commerzbank. Infine, è stata sommata la componente α .

Nello specifico, il Ke CMBK è stato determinato sulla base della seguente formula:

$$K_e \text{ CMBK} = R_f \text{ CMBK} + \beta \text{ CMBK} \cdot (R_m - R_f)$$

dove:

- $R_f \text{ CMBK}$ è stato determinato come rendimento medio lordo dei titoli governativi tedeschi decennali (stimato pari al 3,1%);
- $\beta \text{ CMBK}$: pari a 1,1, è stato determinato sulla base dei dati storici rivenienti da un campione di società quotate operanti nel settore bancario dei principali mercati europei;
- $R_m - R_f$: è stato determinato pari al 5,5%.

Il Ke mBank è stato determinato sulla base della seguente formula:

$$K_e \text{ mBank} = R_f \text{ mBank} + \beta \text{ mBank} \cdot (R_m - R_f)$$

dove:

- $R_f \text{ mBank}$: è stato determinato come rendimento medio lordo dei titoli governativi polacchi decennali (stimato pari al 5,6%);
- $\beta \text{ mBank}$: pari a 1,1, è stato determinato sulla base dei dati storici rivenienti da un campione di società polacche quotate operanti nel settore bancario;
- $R_m - R_f$: è stato determinato pari al 5,5%.

Infine, per la stima del Ke Ponderato, è stato considerato un rischio specifico addizionale legato all'evoluzione attesa per la società oggetto di valutazione, stimato pari ad 1,0%.

Tramite l'applicazione della metodologia esposta, il Costo del Capitale Proprio è stato stimato pari al 10,9%.

Fase 3. Calcolo del valore terminale

Il valore terminale è stato calcolato mediante applicazione della formula di Gordon, assumendo un tasso di crescita di lungo periodo (g-rate) coerente con le prospettive inflattive di riferimento e con le specifiche caratteristiche operative e geografiche di Commerzbank, tenuto conto anche della presenza e del contributo di mBank.

Sommando al valore terminale attualizzato il valore dei flussi distribuibili agli azionisti per il periodo 2026-2030 attualizzati, si è determinato il *fair value* di Commerzbank.

Infine, è stata svolta un'analisi di sensitività sui parametri di base del modello, ipotizzando variazioni di alcuni parametri valutativi di riferimento.

4.6. Il metodo delle quotazioni di Borsa

Il metodo delle quotazioni di Borsa consiste nel riconoscere alle azioni di una società un valore pari a quello ad esse attribuito dal mercato borsistico nel quale tali azioni sono negoziate.

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

In tale ambito, i corsi azionari di una società si ritengono significativi quando i mercati di riferimento sono caratterizzati da un alto livello di efficienza, la liquidità dei titoli è elevata e quando l'arco temporale di riferimento è tale da neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generano fluttuazioni di breve periodo o tensioni speculative.

Nel caso specifico, si è ritenuto di applicare la metodica suddetta facendo riferimento:

- alla media dei prezzi di chiusura delle azioni di Commerzbank lungo diversi orizzonti temporali al fine di incorporare nella valutazione informazioni sufficientemente aggiornate sul quadro dell'azienda e sulle tendenze di fondo dei mercati finanziari di riferimento ed al tempo stesso neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generano fluttuazioni di breve periodo o tensioni speculative;
- all'applicazione di un premio di controllo alle risultanze dei calcoli dei corsi di Borsa negli orizzonti sopra descritti, al fine di tenere in considerazione che tali prezzi esprimono una valorizzazione delle azioni relativa a pacchetti di minoranza.

4.7. Il metodo dei *target price* degli analisti

Sulla base del metodo dei *target price*, il valore attribuibile all'azienda oggetto di valutazione deriva dalle aspettative sul prezzo di Borsa elaborate dagli analisti e operatori specializzati di mercato e riportate in ricerche e studi pubblici.

Nell'ambito dell'applicazione del metodo in esame, sono stati considerati i più recenti *report* di analisti di banche di investimento disponibili rispetto alla data di emissione della presente Relazione.

5. CONCLUSIONI

Tenuto conto delle finalità dell'Incarico riportate al paragrafo 1.1, delle ipotesi e limitazioni di cui al paragrafo 1.5, delle difficoltà di valutazione di cui al paragrafo 1.8 ed in considerazione dei risultati raggiunti con l'applicazione delle metodiche della valutazione riepilogate precedentemente, inclusa l'Analisi di Sensitività, si ritiene di poter concludere che, alla data della presente Relazione e sulla base della situazione patrimoniale consolidata al 30 giugno 2026, il *fair value* per azione di Commerzbank non sia inferiore a Euro 43,24 (*ex dividend* e comprensivo del premio di controllo). Tale *fair value* unitario resta applicabile anche in caso di conferimento di un numero inferiore di azioni, in quanto riferito al contesto complessivo dell'operazione.

Milano, 9 settembre 2026

PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Matteo D'Alessio', written over a light blue rectangular background.

Matteo D'Alessio
(Partner)