



Banca CF+ Credito Fondario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

KPMG S.p.A.

11 settembre 2026



KPMG S.p.A.
Via Giovanni Battista Pirelli, 38
20124 MILANO MI
Telefono +39 02 67643.1
Email it-fmadvisory@kpmg.it
PEC kpmgadvisoryspa@pec.kpmg.it

*Ai Soci di
Banca CF+ S.p.A.*

*Ai Soci di
Banca Sistema S.p.A.*

11 settembre 2026

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile

1 Motivo ed oggetto dell'incarico

Nell'ambito della prospettata fusione per incorporazione inversa (l'“**Operazione**” o la “**Fusione**”) di Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. (“**Banca CF+**”, “**CF+**” o la “**Società Incorporanda**”) in Banca Sistema S.p.A. (“**Banca Sistema**” o la “**Società Incorporante**” e, assieme a CF+, le “**Banche**” o le “**Società Partecipanti alla Fusione**”), in data 9 luglio 2026, siamo stati nominati dal Tribunale di Milano, su istanza congiunta della Società Incorporanda e della Società Incorporante, quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio (“**Rapporto di Cambio**”) a servizio della Fusione (nel seguito l'“**Incarico**”).

A tal fine, abbiamo ricevuto dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione (i “**Consigli di Amministrazione**” o gli “**Amministratori**”) il progetto di fusione (il “**Progetto di Fusione**”), corredato da apposite relazioni degli Amministratori (le “**Relazioni**” e, singolarmente, la “**Relazione**”) redatte ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, che illustra sotto il profilo giuridico ed economico il Rapporto di Cambio delle azioni Banca Sistema e Banca CF+, nonché i criteri e le modalità di determinazione dello stesso.

Il Progetto di Fusione è stato approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 24 giugno 2026.

Ai fini civilistici, gli effetti della Fusione decorreranno dalle ore 00:01 del 7 novembre 2026 ovvero dalla diversa data che potrà essere indicata nell'atto di Fusione, ai sensi dell'art. 2504-bis, secondo comma, del Codice Civile (la “**Data di Efficacia**”).

Ai fini contabili, siamo stati informati che le operazioni della Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante a decorrere dal 1° novembre 2026, in conformità a quanto previsto dall'art. 2504-bis, terzo comma, del Codice Civile. Ai fini fiscali, gli effetti della Fusione decorreranno dalla medesima data.

La Fusione costituisce per Banca Sistema un'operazione con parte correlata di maggiore rilevanza in base alle procedure approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione ai sensi (i) della Circolare della Banca d'Italia n. 285/2013, Parte III, Cap. 11 e successive modifiche e integrazioni (“**Circolare 285**”) e (ii) del Regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche e integrazioni (“**Regolamento OPC**”).



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

*Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026*

Pertanto, a garanzia della correttezza sostanziale e procedurale dell'Operazione, secondo quanto disposto dalla Circolare 285 e dal Regolamento OPC, il Comitato per il Controllo Interno e Gestione dei Rischi e Sostenibilità di Banca Sistema, in funzione di comitato per le operazioni con parti correlate (il **"Comitato OPC"**), è stato tempestivamente attivato e coinvolto ai fini del rilascio del proprio parere.

Ad esito delle analisi svolte, in data 24 giugno 2026 il Comitato OPC ha rilasciato un parere motivato favorevole circa la sussistenza dell'interesse di Banca Sistema di procedere all'esecuzione della Fusione, nonché un motivato parere sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni di cui al Progetto di Fusione redatto ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile. Ai fini della predisposizione del proprio parere il Comitato OPC di Banca Sistema si è avvalso dell'advisor finanziario Deloitte Advisory S.r.l. S.B. (**"Deloitte"**), del quale ha verificato la riconosciuta professionalità, competenza e indipendenza.

In data 24 giugno 2026, i Consigli di Amministrazione – rispettivamente – di Banca CF+ e di Banca Sistema, quest'ultima tenuto conto del parere favorevole del Comitato OPC, hanno approvato il Progetto di Fusione.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle rispettive Assemblee straordinarie dei soci di Banca CF+ e Banca Sistema in data 12 ottobre 2026, al fine di assumere le deliberazioni di cui all'art. 2502 del Codice Civile, subordinatamente al rilascio da parte di Banca d'Italia dell'autorizzazione alla Fusione ai sensi dell'art. 57 del D. Lgs 385/1993 (**"TUB"**).

I Consigli di Amministrazione di CF+ e Banca Sistema, ai fini della determinazione dei termini economici dell'Operazione e segnatamente del Rapporto di Cambio, si sono avvalsi rispettivamente del supporto degli *advisor* finanziari PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l. (**"PwC"**) e Deloitte (unitamente a PwC, i **"Consulenti"** o gli **"Advisor"**).

2 Sintesi dell'Operazione

L'Operazione si inserisce nel contesto dell'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria (**"OPAS Volontaria"**) ai sensi dell'art. 102 del D.Lgs. n.58 del 24 febbraio 1998 (**"TUF"**), promossa da Banca CF+ e annunciata in data 30 giugno 2025, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Banca Sistema, a seguito della quale, in data 6 marzo 2026, CF+ è venuta a detenere una partecipazione in Banca Sistema superiore alla soglia del 30% di cui all'art. 106 del TUF.

Pertanto, in tale data, CF+ ha altresì annunciato la promozione di un'offerta pubblica di acquisto e scambio obbligatoria totalitaria avente ad oggetto le azioni di Banca Sistema (**"OPAS Obbligatoria"** e, congiuntamente all'OPAS Volontaria, le **"Offerte"**), il cui periodo di adesione si è concluso in data 12 giugno 2026 con data di pagamento il 22 giugno 2026.

Ad esito delle Offerte, CF+ detiene n. 68.899.562 azioni di Banca Sistema, corrispondenti all'85,674% circa del relativo capitale sociale e all'85,669% circa dei relativi diritti di voto, detenendo, dunque, il controllo di Banca Sistema ai sensi dell'art. 93 del TUF ed esercitando l'attività di direzione e coordinamento sulla stessa anche ai sensi dell'art. 61, comma 1, del TUB in qualità di capogruppo del gruppo bancario Gruppo Banca CF+, di cui fa parte anche Banca Sistema.

Coerentemente con quanto comunicato al mercato in occasione delle Offerte, le stesse non sono state finalizzate alla revoca delle azioni di Banca Sistema dalla quotazione sull'Euronext STAR Milan (c.d. *delisting*). In tale contesto, Banca CF+ ha manifestato l'intenzione di procedere alla Fusione per incorporazione della stessa CF+ in Banca Sistema, mantenendo la quotazione della società risultante dall'Operazione.

La Fusione verrà deliberata utilizzando quali situazioni patrimoniali di fusione ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quater*, comma 2, del Codice Civile i bilanci al 31 dicembre 2025 (la **"Data di Riferimento"**) delle Società Partecipanti alla Fusione, che sono stati approvati: (i) per Banca Sistema, dall'assemblea dei soci in data 23 aprile 2026; e (ii) per CF+, dall'assemblea dei soci in data 22 aprile 2026 (**"Situazioni Patrimoniali di Fusione"**).



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

*Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026*

Tenuto conto delle Situazioni Patrimoniali di Fusione, nonché delle situazioni economico-patrimoniali alla data più recente del 31 marzo 2026, sulla base delle valutazioni effettuate dai rispettivi Consigli di Amministrazione con l'ausilio degli *Advisor*, il Rapporto di Cambio della Fusione è stato individuato in n. 1,35 azioni ordinarie di Banca Sistema per ogni n.1 azione ordinaria di CF+ annullata per effetto della Fusione. Non sono previsti aggiustamenti o conguagli in denaro.

In ragione del Rapporto di Cambio, ai soci di CF+ saranno assegnate le n. 68.899.562 azioni ordinarie di Banca Sistema attualmente detenute da CF+ unitamente a ulteriori n. 50.246.553 azioni di nuova emissione ("**Azioni di Nuova Emissione**") rivenienti dall'aumento di capitale a servizio della Fusione (le "**Azioni di Concambio**"). Il numero di Azioni di Concambio è stato determinato anche tenuto conto della partecipazione già detenuta da CF+ in Banca Sistema.

Tutte le Azioni di Nuova Emissione saranno emesse alla Data di Efficacia (o non appena tecnicamente possibile a valle della Data di Efficacia) e assegnate agli aventi diritto in regime di dematerializzazione e per il tramite dei rispettivi intermediari autorizzati aderenti al sistema di gestione accentrata di Monte Titoli S.p.A. a partire dalla Data di Efficacia, con i tempi e le modalità che saranno resi noti mediante apposito avviso. I soci di CF+ parteciperanno agli utili della Società Incorporante a decorrere dalla Data di Efficacia mediante le Azioni di Concambio loro assegnate.

Alla data del presente documento, Banca CF+ e Banca Sistema non detengono azioni proprie.

L'approvazione della delibera di Fusione non darà luogo ad alcuna ipotesi di recesso ai sensi dell'art. 2437 del Codice Civile a favore degli azionisti di Banca Sistema, non ricorrendo alcuno dei presupposti previsti dall'art. 2437 del Codice Civile, dall'art. 2437-quinquies del Codice Civile o da altre disposizioni di legge.

Il deposito del Progetto di Fusione presso il Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile avverrà solo subordinatamente al rilascio da parte di Banca d'Italia dell'autorizzazione alla Fusione ai sensi dell'art. 57 del D. Lgs. 385/1993.

La Fusione, come specificato nel Progetto di Fusione e nelle Relazioni degli Amministratori, rappresenta il naturale completamento del processo di integrazione tra CF+ e Banca Sistema avviato con le Offerte ed è finalizzata a: (i) assicurare un più efficace coordinamento strategico e una maggiore efficienza nella governance; (ii) evitare le duplicazioni in termini di strutture organizzative e tecnologiche necessarie alla gestione di entità legali distinte, massimizzando al contempo l'efficienza operativa; (iii) incrementare - con nuove risorse - la già solida posizione patrimoniale della banca.

In particolare, nelle Relazioni degli Amministratori, viene indicato che la Fusione dovrebbe consentire di:

- rafforzare il posizionamento competitivo dell'operatore risultante dalla integrazione attraverso la crescita dimensionale ed il raggiungimento di una scala che consenta di rilasciare sinergie di costo e ottimizzare gli investimenti di sviluppo;
- diversificare la composizione dei ricavi attraverso un ulteriore rafforzamento dell'azione commerciale anche mediante iniziative di cross selling;
- consolidare le relazioni con la clientela corporate in seguito allo sviluppo di una piattaforma di erogazione del credito completa di prodotti di breve e medio-lungo termine, che consenta di intercettare una maggiore quota del fabbisogno di credito espresso dalla clientela;
- razionalizzare la struttura del funding in termini di composizione e costo, con conseguente stabilizzazione della raccolta ed ottimizzazione del rendimento degli attivi a beneficio dell'espansione anche grazie al mercato dei capitali come facilitatore in termini di approvvigionamento;
- realizzare sinergie operative e di costo attraverso la razionalizzazione dei servizi e delle soluzioni adottate dalle due entità, anche attraverso la realizzazione di economie di scala in considerazione dei maggiori volumi in gestione della nuova realtà;



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

- sviluppare una maggiore capacità di attrarre nuovi talenti con competenze professionali specifiche a supporto dello sviluppo del business.

3 Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire ai soci di CF+ e Banca Sistema idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dai rispettivi Consigli di Amministrazione per la determinazione dello stesso e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella circostanza, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dai Consigli di Amministrazione a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società Partecipanti alla Fusione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione, con il supporto dei rispettivi *Advisor*.

La presente relazione, pertanto, è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'art. 2501-sexies del Codice Civile e nell'ambito dell'Operazione. Essa, pertanto, non può essere utilizzata, in tutto o in parte, per scopi difformi.

4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento dell'Incarico abbiamo ottenuto direttamente da CF+ e Banca Sistema i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. In particolare, abbiamo analizzato la seguente documentazione:

- gli statuti sociali vigenti delle Società Partecipanti alla Fusione, nonché il testo del nuovo statuto della Società Incorporante con le modifiche derivanti dalla Fusione;
- il Progetto di Fusione approvato dai Consigli di Amministrazione di Banca CF+ e Banca Sistema in data 24 giugno 2026;
- le delibere dei Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione aventi ad oggetto l'approvazione del Progetto di Fusione;
- bozza e versione finale delle Relazioni degli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione redatte ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile;
- il comunicato stampa congiunto di approvazione del Progetto di Fusione;
- il bilancio individuale e consolidato al 31 dicembre 2025 di Banca CF+, assoggettato a revisione contabile da parte di EY S.p.A.;
- il bilancio individuale e consolidato al 31 dicembre 2025 di Banca Sistema, assoggettato a revisione contabile da parte di BDO Audit Services S.r.l.;
- la situazione economico-patrimoniale e di capitale regolamentare pro-forma al 31 marzo 2026 (la **"Data di Valutazione"**) di Banca CF+, che riflette gli impatti connessi alla Fusione e al deconsolidamento di Kruso Kapital S.p.A. (**"Kruso Kapital"**);
- la situazione economico-patrimoniale e di capitale regolamentare pro-forma al 31 marzo 2026 di Banca Sistema, che include gli effetti del deconsolidamento di Kruso Kapital;
- la situazione economico-patrimoniale e di capitale regolamentare consolidata al 30 giugno 2026 di Banca CF+;



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

- il bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2026 di Banca Sistema, assoggettato a revisione contabile da parte di EY S.p.A., approvato dal CdA di Banca Sistema in data 6 agosto 2026;
- le proiezioni economico-finanziarie e di capitale 2026-2029 di Banca Sistema (le “**Proiezioni di BST**”), su base *stand alone* al netto del contributo di Kruso Kapital, predisposte dalle strutture competenti della banca e approvate dal Consiglio di Amministrazione di Banca Sistema in data 17 giugno 2026;
- le proiezioni economico-finanziarie e di capitale 2026-2029 di Banca CF+ su base *stand alone* non inclusive del contributo della partecipazione attualmente detenuta in Banca Sistema (le “**Proiezioni di CF+**”), predisposte dalle strutture competenti della banca e approvate dal Consiglio di Amministrazione di Banca CF+ in data 17 giugno 2026;
- le proiezioni economico-finanziarie 2026-2029 di CF+ su base *combined* della società risultante dalla Fusione, predisposte assumendo il consolidamento di Banca Sistema, al netto di Kruso Kapital, e incorporando le sinergie e costi di integrazione attesi dalla Fusione (le “**Proiezioni Combined**” o il “**Piano Combined**”), elaborate dalle strutture competenti di Banca CF+ e approvate dal Consiglio di Amministrazione della stessa in data 17 giugno 2026;
- il dettaglio del numero di azioni ordinarie e dell’azionariato di CF+ e Banca Sistema;
- le stime elaborate dalle strutture delle Banche in merito alle sinergie di ricavo ed ai costi di integrazione attesi dalla Fusione;
- le informazioni fornite nell’ambito di apposite sessioni di confronto con le strutture di Banca CF+ e Banca Sistema, con i revisori legali delle Società Partecipanti alla Fusione, nonché con gli *Advisor* coinvolti nell’Operazione;
- le *fairness opinion* rilasciate da PwC al Consiglio di Amministrazione di CF+ in data 23 giugno 2026 e da Deloitte al Comitato OPC e al Consiglio di Amministrazione di Banca Sistema, in data 23 giugno 2026, in merito alla congruità del Rapporto di Cambio approvato dai rispettivi organi amministrativi, in cui sono riportate analiticamente, tra le altre, le metodologie di valutazione adottate, i parametri e i dati utilizzati nei modelli di valutazione e i valori risultanti dall’applicazione di tali metodologie;
- i fogli di lavoro predisposti dagli *Advisor*, sottostanti le rispettive *fairness opinion*, a supporto delle analisi valutative condotte ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- il documento rilasciato da PwC riepilogativo delle rettifiche individuate nell’ambito della *due diligence* finanziaria su Banca Sistema e recepite nella situazione contabile semestrale al 30 giugno 2026;
- la comunicazione di Banca d’Italia relativa alla decisione in materia di requisiti prudenziali da rispettare su base consolidata ai sensi dell’articolo 67-ter, comma 1, lettera d) del TUB, determinati nell’ambito del Supervisory Review and Evaluation Process (“**SREP**”), trasmessa in data 13 gennaio 2026 a Banca Sistema;
- i dati di mercato e le informazioni relative a dati economici-patrimoniali e finanziari attuali (bilanci, quotazioni di borsa, etc.) e di *consensus* di un campione di banche italiane quotate;
- le informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell’applicazione delle metodologie di valutazione selezionate, nonché le ricerche di mercato, gli studi di settore e i dati degli *info provider* (BTP, Bund, Beta, etc.).



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

5 Metodi di valutazione adottati dai Consigli d'Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio

5.1 Metodologie di valutazione adottate

Le valutazioni sono state condotte dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione, con l'ausilio dei rispettivi *Advisor*, con l'obiettivo di esprimere una stima comparativa dei valori delle Banche, dando preminenza all'omogeneità ed alla comparabilità dei criteri adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle stesse considerate singolarmente e vanno unicamente intese in termini relativi e con riferimento esclusivo alla Fusione.

Le metodologie di valutazione sono state adottate al solo scopo di individuare un intervallo di valori per il Rapporto di Cambio ritenuto congruo ai fini della Fusione e in nessun caso le valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in oggetto.

I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la stima del valore del capitale economico delle Società Partecipanti alla Fusione fanno riferimento alle più diffuse metodologie accettate e applicate nella prassi valutativa nazionale e internazionale per il settore bancario / finanziario.

Nella fattispecie sono state utilizzate le seguenti metodologie principali e di controllo:

- i. Metodo del *Dividend Discount Model* nell'accezione del cd. *Excess Capital* (metodo principale);
- ii. Metodo dei Multipli di Borsa (metodo di controllo);
- iii. Metodo della Regressione Lineare (metodo di controllo).

5.1.1 Metodo del Dividend Discount Model nell'accezione del cd. Excess Capital

Il Metodo del *Dividend Discount Model* ("DDM") determina il valore di un'azienda 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 è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di pianificazione esplicita e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione minimo, coerente con le istruzioni dettate in materia dall'Autorità di Vigilanza e con i livelli medi di mercato e compatibile con la natura e l'evoluzione attesa delle attività;
- valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita. Tale valore è indicato nel seguito anche come *Terminal Value* ("TV").

Il metodo descritto prescinde pertanto dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate nell'ambito dell'esercizio di pianificazione preso a riferimento.

La formula su cui si basa la metodologia DDM è la seguente:

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

dove:

W = Valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione.



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

k_e = Costo del capitale proprio (il "**Ke**").

D_i = Dividendi attesi in un periodo di proiezioni esplicite mantenendo un livello di patrimonializzazione target.

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

TV = Valore Terminale o Terminal Value assunto come valore attuale della rendita perpetua stimata sulla base del dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita.

Il costo del capitale proprio è stato calcolato sulla base dell'approccio del *Capital Asset Pricing Model* ("**CAPM**"), considerando l'attuale struttura dei tassi d'interesse di mercato e dello specifico settore di riferimento; in particolare, il K_e risulta dalla somma del tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio e di un premio per il rischio specifico che rifletta la rischiosità del contesto del settore di riferimento, dei rischi specifici legati all'operatività della realtà oggetto di analisi e dei rischi connessi all'area geografica di operatività.

La formula utilizzata dalla Banca per il calcolo del costo del capitale proprio è la seguente:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + ARP$$

Dove:

K_e = costo del capitale;

R_f = *Risk free rate* (R_f), tasso di rendimento delle attività prive di rischio;

Beta = coefficiente beta, che indica la rischiosità di uno specifico titolo azionario rispetto al mercato azionario nel suo complesso;

$R_m - R_f$ = premio, ovvero rendimento differenziale richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio, tale premio è detto anche *Equity Risk Premium* (ERP);

ARP = *Additional Risk Premium* applicato al costo del capitale proprio utilizzato per l'attualizzazione dei flussi prospettici, volto a riflettere ulteriori profili di rischio non pienamente incorporati negli altri parametri adottati nell'applicazione del CAPM (e.g. scostamento medio dei risultati consuntivi rispetto ai risultati da piano; il rischio legato alle dimensioni della società oggetto di analisi).

Con riferimento alle modalità applicative del Metodo del DDM, gli *Advisor* hanno condotto le proprie analisi sulla base del set documentale richiamato nel paragrafo 4 e a partire dalle situazioni economico-patrimoniali e di capitale delle Società Partecipanti alla Fusione alla Data di Valutazione.

Gli *Advisor* hanno valutato Banca Sistema e Banca CF+ su base *stand-alone*. In particolare, il valore di Banca CF+ è stato determinato a partire dal valore di Banca CF+ su base *combined* risultante dall'applicazione del Metodo del DDM alle Proiezioni Combined fornite dal management, scorporando il valore delle sinergie attese derivanti dall'Operazione nonché la quota di valore attribuibile agli azionisti di minoranza di Banca Sistema. Le valutazioni sono state effettuate escludendo, in entrambi i casi, il contributo di Kruso Kapital.



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

La valutazione *stand-alone* di Banca Sistema è inoltre funzionale alla quantificazione del valore delle azioni detenute dagli azionisti diversi da Banca CF+, rappresentative del 14,3265% del capitale sociale, rilevante ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio nell'ambito della Fusione.

Le valutazioni sono state effettuate alla Data di Valutazione del 31 marzo 2026.

Si riportano distintamente i parametri utilizzati da parte dei rispettivi *Advisor* per la stima del valore del concambio delle azioni e le considerazioni sviluppate, fatte proprie dai Consigli di Amministrazione.

Deloitte (in qualità di Advisor di Banca Sistema)

Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa, è stato assunto un costo del capitale proprio per Banca CF+ e per Banca Sistema pari al 13,4%, determinato sulla base del CAPM considerando: i) un tasso di rendimento delle attività prive di rischio pari al 3,9%, quale rendimento annuo lordo dei titoli di Stato a medio e lungo termine, ovvero nella fattispecie il valore a 3 mesi del rendimento del BTP decennale (fonte: *Information Data Provider*); ii) un coefficiente beta medio pari a 1,2 determinato sulla base delle rilevazioni settimanali a 5 anni di un panel di società comparabili; iii) premio ERP pari al 5,6% (fonte: stime interne, in linea con la prassi valutativa); iv) un fattore di rischio aggiuntivo, legato al fattore dimensionale, pari al 3,0% (fonte: Decile 10A Kroll 2026).

Il tasso di crescita di lungo periodo (*g-rate*) è stato assunto pari all'1,9%, sulla base delle stime pubblicate dalla Banca Centrale Europea.

Ai fini della determinazione dei flussi di cassa distribuibili, è stato inoltre ipotizzato il mantenimento di un livello minimo di patrimonializzazione corrispondente ad un CET1 *ratio target* pari all'11,8% per Banca CF+, target utilizzato ai fini dell'istanza a Banca d'Italia, e pari al 12,9% per Banca Sistema, in linea con l'ultimo SREP della banca.

Infine, è stata condotta un'analisi di sensitività sui parametri di base del modello, ipotizzando variazioni di +/- 50 bps al costo del capitale proprio e al requisito patrimoniale target.

PwC (in qualità di Advisor di Banca CF+)

Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa, PwC ha determinato un costo del capitale proprio di base pari all'11,6%, stimato sulla base del CAPM considerando: i) un tasso di rendimento delle attività prive di rischio pari al 3,8%, quale valore a 6 mesi del rendimento del BTP decennale (fonte: *Information Data Provider*); ii) un coefficiente beta mediano pari a 1,0 determinato sulla base di rilevazioni mensili a 5 anni di un panel di società comparabili; iii) un premio ERP pari al 5,5% (fonte: Kroll 2026); iv) un fattore di rischio aggiuntivo pari al 2,6% (fonte: Micro-cap Kroll 2026).

Tale parametro è stato successivamente integrato con uno specifico premio per l'*execution risk*, calibrato sulla base di un'analisi di mercato condotta su un campione di banche comparabili, determinando un costo del capitale proprio pari rispettivamente al 14,8% per CF+ e al 12,0% per Banca Sistema.

Il costo del capitale proprio utilizzato per la valutazione di Banca CF+ è stato quindi fissato al 13,3%, quale media ponderata dei Ke attribuiti distintamente alle due banche.

Il tasso di crescita di lungo periodo (*g-rate*) è stato assunto pari al 2,0%, sulla base delle stime pubblicate dal Fondo Monetario Internazionale.

Per la determinazione dei flussi di cassa distribuibili, è stato ipotizzato il mantenimento di un livello minimo di patrimonializzazione corrispondente a un Tier 1 *ratio target* del 15,5%, definito sulla base di un *benchmark* di banche italiane comparabili.

Per la valutazione di CF+ e BST il *Terminal Value* è stato stimato mediante l'applicazione di un *H-Model*, assumendo una graduale convergenza del tasso di crescita degli utili di Piano verso il tasso di crescita di lungo termine (*g-rate*) del 2,0%.

Infine, è stata svolta un'analisi di sensitività sui parametri di base del modello, ipotizzando variazioni di +/- 50 bps al costo del capitale proprio e al tasso di crescita di lungo periodo.



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

5.1.2 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 ritenute comparabili in termini di settore di attività, mercati di riferimento e caratteristiche operative, alla società oggetto di valutazione e comporta l'individuazione di moltiplicatori/multipli desunti rapportando alla capitalizzazione di borsa indicatori di natura economica, patrimoniale, finanziaria o legati all'operatività delle società stesse.

L'applicazione del Metodo dei Multipli di Borsa ha previsto le seguenti fasi:

- selezione e analisi di un campione di società comparabili;
- definizione dell'intervallo temporale di riferimento;
- identificazione dei parametri rilevanti espressivi del valore dell'azienda valutata;
- identificazione dei prezzi rappresentativi dei titoli azionari;
- calcolo dei multipli (coefficienti moltiplicativi);
- applicazione dei multipli agli indicatori economico / patrimoniali della società oggetto di valutazione.

Con riferimento alle modalità applicative del Metodo dei Multipli di Borsa, di seguito si riportano distintamente le considerazioni sviluppate dagli *Advisor*, fatte proprie dai Consigli di Amministrazione.

Deloitte (in qualità di Advisor di Banca Sistema)

Nell'applicazione del metodo di controllo dei Multipli di Borsa, è stato considerato il multiplo Prezzo / Utile Netto ("**P/E**") prospettico relativo all'anno 2027 rilevato su un campione di banche italiane quotate (coerente con il panel considerato nella stima del beta).

L'intervallo di valore delle Società Partecipanti alla Fusione è stato determinato applicando ai rispettivi utili prospettici 2027 il P/E 2027E minimo (6,7x) e il P/E 2027E medio (8,8x) osservati per il campione preso a riferimento, assunti quali estremi inferiore e superiore dell'intervallo.

PwC (in qualità di Advisor di Banca CF+)

Nell'ambito del metodo dei Multipli di Borsa, è stato considerato il multiplo P/E prospettico al 2027 osservato per il *panel* di banche comparabili (coincidente con il campione considerato per la stima del beta).

L'intervallo di valutazione di Banca Sistema e Banca CF+ è stato determinato applicando ai rispettivi utili prospettici 2027 il P/E 2027E minimo (7,1x) ed il P/E 2027E massimo (9,7x) dei multipli P/E 2027 osservati per il campione preso a riferimento, assunti quali estremi inferiore e superiore dell'intervallo.

5.1.3 Metodo della Regressione Lineare

Il Metodo della Regressione Lineare stima il valore di una società sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica del capitale proprio della società e il relativo premio o sconto espresso dai prezzi di borsa rispetto al patrimonio netto tangibile della stessa.

Tale correlazione può essere rappresentata tramite una regressione statistica dei dati riguardanti la redditività (espressa dall'atteso *Return on Equity*, "**RoE**", o *Return on Tangible Equity*, "**RoTE**") ed il rapporto di capitalizzazione di mercato ("**Prezzo**" o "**P**") e il patrimonio netto (*Book Value*, "**BV**") o patrimonio netto tangibile (*Tangible Book Value*, "**TBV**") per un campione di società comparabili.

Nella fattispecie, per l'applicazione del criterio in esame sono stati effettuati i seguenti step:



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

- identificazione di un campione di banche quotate, comparabili con quella oggetto di valutazione, che presentino una correlazione significativa tra il rapporto P/BV e il RoE atteso o P/TBV e il RoTE atteso;
- quantificazione dei parametri (coefficiente angolare e intercetta) della retta di interpolazione, attraverso la tecnica della regressione lineare.

Questi parametri, qualora significativi, sono poi applicati al RoE/RoTE prospettico e al BV/TBV delle Società Partecipanti alla Fusione per determinarne il valore economico relativo.

L'attendibilità di questa stima sarà tanto maggiore quanto minore sarà lo scostamento medio tra il valore di mercato delle società del campione e il valore "teorico" che la funzione assegna a ognuna di esse, misurato per la regressione dall'indice R^2 .

Le valorizzazioni delle Società Partecipanti alla Fusione sono state effettuate sulla base del set documentale richiamato all'interno del paragrafo 4 e opportunamente rettificato tenendo conto degli elementi di cui ai paragrafi precedenti.

Con riferimento alle modalità applicative del Modello di Regressione, di seguito si riportano distintamente le considerazioni sviluppate dagli *Advisor*, fatte proprie dai Consigli di Amministrazione.

Deloitte (in qualità di Advisor di Banca Sistema)

Ai fini della stima degli *input* del modello di regressione, ovvero la pendenza e l'intercetta della retta, sono stati considerati il multiplo P/TBV Last e i RoTE per gli anni 2027E e 2028E, per ciascuna banca del campione di società comparabili preso a riferimento.

Sulla base delle rette di regressione, sono stati stimati i multipli P/TBV impliciti delle Società Partecipanti alla Fusione, considerando i rispettivi livelli di RoTE attesi per gli anni 2027E e 2028E. Tali multipli sono stati applicati ai rispettivi *Tangible Book Value* prospettici 2027 e 2028.

Nel caso specifico, l'indice di significatività della regressione R^2 risulta superiore all'80%, mostrando una buona significatività della correlazione.

PwC (in qualità di Advisor di Banca CF+)

Nell'applicazione del modello di regressione è stato fatto riferimento alla correlazione tra i multipli P/BV 2027E, osservati su periodi di 6 e 12 mesi, e il RoE atteso al 2027 del campione di banche comparabili.

Sulla base delle rette di regressione, sono stati stimati i multipli P/BV impliciti delle banche oggetto di valutazione considerando i rispettivi livelli di RoE attesi al 2027. Tali multipli sono stati applicati ai rispettivi Book Value prospettici 2027.

Nel caso specifico, l'indice di significatività della regressione R^2 risulta superiore al 90%, mostrando un livello elevato di significatività della correlazione.

5.2 Intervalli di Rapporto di Cambio individuati dagli Advisor

Con riferimento alla metodologia principale del DDM, gli *Advisor* sono pervenuti ai seguenti intervalli di rapporti di cambio, espressi come numero di azioni Banca Sistema attribuite per ciascuna azione CF+:

- Deloitte: rapporto di cambio compreso tra 1,140x e 1,644x, con un valore centrale pari a 1,370x;
- PwC: rapporto di cambio compreso tra 1,136x e 1,573x, con un valore centrale pari a 1,337x.

6 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Le valutazioni alle quali i Consigli di Amministrazione, anche con l'assistenza e il supporto degli *Advisor*, sono pervenuti, devono essere considerate alla luce di talune difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione del Rapporto di Cambio.



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

Ciascuna delle metodologie di valutazione prescelte, seppur normalmente riconosciute e utilizzate nella prassi valutativa sia italiana sia internazionale, presenta delle limitazioni intrinseche e specifiche.

In particolare, gli Amministratori di Banca CF+ e Banca Sistema riferiscono che i risultati delle analisi valutative e le conclusioni cui sono pervenuti devono essere interpretati alla luce dei limiti e delle difficoltà di seguito riepilogati:

- le valutazioni si basano su informazioni e proiezioni economico-finanziarie prospettiche che, per loro natura, presentano elementi di incertezza e possono essere soggette a variazioni, anche significative, in funzione dell'evoluzione del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico;
- l'applicazione delle metodologie adottate comporta elementi di complessità e soggettività, anche con riferimento alla selezione dei parametri di mercato, per loro natura soggetti a fluttuazioni. Tali elementi sono stati, ove applicabile, mitigati mediante lo svolgimento di analisi di sensitività;
- l'attuale contesto di mercato, caratterizzato da conflitti e tensioni geopolitiche, determina ulteriori elementi di incertezza sullo scenario macroeconomico e sui mercati finanziari, con possibili impatti significativi sui risultati prospettici e sui valori delle Società Partecipanti alla Fusione. Un possibile deterioramento delle tensioni legate alla guerra, potrebbe, infatti, determinare scostamenti tra risultati effettivi e attesi significativamente superiori rispetto a quelli ipotizzabili in condizioni ordinarie.

Si riportano, inoltre, ulteriori difficoltà specifiche riportate nella Relazione degli Amministratori di Banca Sistema:

- in considerazione del fatto che le proiezioni finanziarie di Banca CF+ includono il contributo di Banca Sistema, le sinergie e costi di integrazione attesi dalla Fusione, ai fini della determinazione del valore di Banca CF+ in un'ottica pre-Fusione sono stati effettuati, con un conseguente maggior grado di complessità, taluni aggiustamenti volti ad escludere il valore delle sinergie, dei costi di integrazione e delle interessenze di terzi, essendo alla Data di Valutazione Banca Sistema controllata all'85,7% da Banca CF+;
- una percentuale significativa dei risultati derivanti dall'applicazione della metodologia DDM è rappresentata dal *terminal value*, il quale è altamente sensibile alle assunzioni adottate per le variabili fondamentali quali il livello di CET 1 *ratio target*, il tasso di crescita perpetua, il fattore di attualizzazione e la redditività normalizzata, variabili che sono soggettive e aleatorie;
- le società utilizzate ai fini dell'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa e del metodo della Regressione lineare presentano differenze rispetto alle Società Partecipanti alla Fusione in termini di dimensione, modello di *business*, area geografica, liquidità del titolo, profilo di rischio, redditività e struttura finanziaria.

7 Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dai Consigli d'Amministrazione, modalità di assegnazione delle azioni e loro caratteristiche

7.1 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dai Consigli di Amministrazione

Gli Amministratori di Banca CF+ e Banca Sistema, supportati dagli *Advisor*, hanno fissato il seguente Rapporto di Cambio da sottoporre alle rispettive assemblee straordinarie dei soci, che si colloca all'interno degli intervalli valoriali rivenienti dall'applicazione delle metodologie di valutazione adottate dagli *Advisor*.

Rapporto di Cambio	
Rapporto di Cambio Azioni Ordinarie n. azioni ordinarie Banca Sistema per n.1 azione ordinaria CF+	1,35x



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

I Consigli di Amministrazione di Banca CF+ e Banca Sistema hanno confermato che non sono intervenute modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo delle Società Partecipanti alla Fusione, successivamente alla data del 31 marzo 2026 (data presa a riferimento ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio) tali da modificare il quadro informativo preso a riferimento.

7.2 Modalità di assegnazione delle azioni e loro caratteristiche

Secondo quanto riportato nel Progetto di Fusione, si darà attuazione all'Operazione di Fusione mediante annullamento di tutte le azioni in circolazione della Società Incorporanda e la loro sostituzione e il loro concambio con azioni ordinarie in base al Rapporto di Cambio sopra descritto.

8 Lavoro svolto

8.1 Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata nel precedente paragrafo 4

Con riferimento alla documentazione utilizzata ai fini del nostro Incarico abbiamo:

- esaminato gli statuti sociali vigenti delle Società Partecipanti alla Fusione, nonché il testo del nuovo statuto della società incorporante con le modifiche derivanti dalla Fusione;
- esaminato il Progetto di Fusione, ivi inclusi i relativi estratti dei verbali di approvazione da parte dei Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione, e le Relazioni degli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione redatte ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile;
- analizzato le Situazioni Patrimoniali di Fusione redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile e le relazioni dei Consigli di Amministrazione di Banca Sistema e Banca CF+ indirizzate alle rispettive Assemblee straordinarie;
- analizzato le proiezioni economico-patrimoniali e di capitale 2026-2029 di Banca Sistema e Banca CF+;
- ottenuto informazioni nonché chiarimenti verbali sul report riepilogativo degli esiti delle attività di *Due Diligence* finanziaria, condotta da PwC su Banca Sistema;
- discusso con la direzione di Banca CF+ e Banca Sistema i criteri utilizzati per la redazione delle proiezioni economico finanziarie e verificato che le suddette proiezioni siano state redatte secondo criteri omogenei, pur nel rispetto delle specificità di ciascuna Banca.

8.2 Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Con riferimento alla natura del nostro Incarico, abbiamo:

- esaminato le *fairness opinion* rilasciate da Deloitte e PwC in merito alla congruità del Rapporto di Cambio;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dai Consigli di Amministrazione delle Banche riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dai Consigli di Amministrazione delle Banche, con il supporto degli *Advisor*, ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

- analizzato e discusso con gli *Advisor* l'approccio valutativo, le metodologie adottate ed in generale il lavoro complessivamente svolto e le risultanze dello stesso;
- verificato l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati e la correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio determinati mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, anche attraverso l'analisi delle carte di lavoro predisposte dagli *Advisor*;
- analizzato le *sensitivity analysis* sviluppate nei documenti valutativi con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e con la documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza matematica del calcolo degli intervalli di Rapporto di Cambio determinati mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione con il supporto degli *Advisor*;
- ottenuto un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a conoscenza dei legali rappresentanti di Banca Sistema e Banca CF+ alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio, quest'ultime poste alla base della presente relazione.

9 Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico si ritiene opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale dei Consigli di Amministrazione consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole società oggetto della Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

In termini generali, pertanto, le valutazioni proposte non possono essere assunte quali indicazioni del valore assoluto delle Società Partecipanti alla Fusione, né sono utilizzabili per finalità diverse da quelle strettamente connesse alla realizzazione dello scambio azionario nell'ambito dell'Operazione di Fusione.

Ciò premesso, le nostre principali considerazioni relativamente alla ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi adottati dai Consigli di Amministrazione di Banca Sistema e Banca CF+ sono le seguenti:

- la scelta degli Amministratori di adottare, per la determinazione del Rapporto di Cambio, una pluralità di metodologie consistenti in (i) "Metodo del DDM", (ii) "Metodo dei Multipli di Borsa" e (iii) "Metodo della Regressione Lineare", risulta in concreto, anche alla luce della prassi di mercato e delle caratteristiche dell'Operazione, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, le Relazioni predisposte dagli Amministratori per illustrare l'Operazione in esame descrivono ampiamente le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro attuazione;
- le metodologie valutative adottate dagli Amministratori con il supporto degli *Advisor*, sono basate sull'applicazione di metodi noti in dottrina, universalmente accettati e utilizzati nella prassi professionale nazionale e internazionale. Tali metodologie sono ritenute, dalla teoria finanziaria, adeguate e correttamente applicabili nell'ambito delle valutazioni di realtà operanti nel settore di riferimento;
- i criteri adottati dai Consigli di Amministrazione per la valutazione delle Banche coinvolte nell'Operazione sono improntati ad un principio di omogeneità valutativa in grado, nel contempo, di esprimere valori comparabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e cogliere le caratteristiche specifiche di ognuna di esse;



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

- l'adozione di una pluralità di metodologie ha consentito di verificare, mediante l'applicazione di metodi di controllo, la ragionevolezza dei valori relativi stimati per ciascuna società e dei corrispondenti *range* di rapporti di cambio;
- i Consigli di Amministrazione hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di Cambio da sottoporre all'Assemblea dei Soci, individuandolo all'interno del *range* richiamato in precedenza;
- le valutazioni sono state predisposte in una logica "*stand-alone*" ossia prescindendo da ogni considerazione concernente possibili sinergie derivanti dalla prospettata Fusione. Tale impostazione risulta coerente con la prassi valutativa generalmente adottata nel contesto di analoghe operazioni di fusione;
- l'identificazione di un campione di società comparabili nonché dei moltiplicatori adottati per l'applicazione del Metodo dei Multipli di Borsa e del Metodo della Regressione Lineare è stata effettuata attraverso le modalità e i criteri di prassi.

10 Limiti specifici emersi nell'espletamento del presente incarico

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente Incarico, in aggiunta a quanto già riportato nei paragrafi precedenti, si segnala quanto segue:

- i Consigli di Amministrazione e gli *Advisor* hanno ritenuto di adottare, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, metodologie di valutazione di tipo analitico. L'applicazione di tali metodologie ha richiesto, oltre al riferimento ai parametri di redditività storica, l'utilizzo di proiezioni economico-finanziarie prospettiche che, per loro natura, presentano elementi di incertezza e soggettività e dipendono dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni. Tali ipotesi includono, *inter alia*, talune assunzioni ipotetiche che dipendono da fattori che sono, in tutto o in parte, al di fuori dell'influenza degli amministratori e che presentano per loro natura profili di incertezza connessi anche ai possibili cambiamenti strutturali di mercato;
- a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento tra i dati prospettici ed il relativo valore consuntivo potrebbe essere significativo, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle principali ipotesi sottostanti i dati prospettici medesimi si manifestassero;
- le proiezioni economico-finanziarie future, i Multipli di Borsa e la Regressione Lineare utilizzati per le analisi sono strettamente dipendenti, oltre che dalle grandezze economico-finanziarie delle Società Partecipanti alla Fusione, anche dall'andamento delle quotazioni di mercato delle società comparabili che per loro natura sono soggette a fluttuazioni nel tempo;
- l'attuale situazione congiunturale caratterizzata da notevole incertezza è all'origine di un'elevata volatilità dei valori di mercato dei titoli azionari, acuita dalla generale situazione di emergenza legata all'instabilità geopolitica internazionale, nonché all'incremento dei costi di approvvigionamento delle materie prime e delle risorse energetiche. Tale contesto di mercato potrebbe, pertanto, avere un impatto sulle assunzioni valutative adottate nell'ambito delle nostre analisi e di conseguenza sui risultati ottenuti. Essendo ancora in corso le tensioni geopolitiche, la cui evoluzione in termini di estensione temporale e geografica rappresenta ad oggi un importante elemento di aleatorietà, gli impatti di medio e lungo termine di tali eventi sull'economia reale e sui mercati finanziari risultano, alla data del presente documento, incerti e difficilmente prevedibili.

Delle predette circostanze si è tenuto conto ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, del Rapporto di Cambio.



Banca CF+ Credito Fondiario S.p.A. e Banca Sistema S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile
11 settembre 2026

11 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure precedentemente indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrato nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Banche, anche sulla base delle indicazioni dei loro *Advisor*, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi, tenuto conto di quanto indicato ai precedenti paragrafi 9 e 10, siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato in 1,35x azioni ordinarie Banca Sistema per ciascuna azione ordinaria CF+.

Milano, 11 settembre 2026

KPMG S.p.A.



Alberto Andreini
Partner