

Strettamente riservato e confidenziale

Milano, 23 giugno 2026

Spettabile:
Banca Sistema S.p.A.
Largo Augusto, 1/A, ang. via Verziere, 13
20122 Milano

Alla cortese attenzione del Comitato per il Controllo Interno e Gestione dei Rischi e Sostenibilità, in veste di comitato per le operazioni parti correlate

Fairness Opinion sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ordinarie di Banca CF+ S.p.A. e Banca Sistema S.p.A. nell'ambito della prospettata fusione per incorporazione di Banca CF+ S.p.A. in Banca Sistema S.p.A.

1. L'incarico

Il Comitato per il Controllo Interno e Gestione dei Rischi e Sostenibilità in funzione di comitato per le parti correlate (il "**Comitato Parti Correlate**" o il "**Comitato**") di Banca Sistema S.p.A. ("**Banca Sistema**" o "**BST**" o la "**Società**") ha incaricato Deloitte Advisory S.r.l. S.B. ("**Deloitte**"), quale esperto indipendente dotato di idonei requisiti di professionalità, di emettere una fairness opinion ("**Fairness Opinion**") volta a fornire elementi decisionali utili a supporto della congruità dal punto di vista economico-finanziario del rapporto di cambio ("**Rapporto di Cambio**") delle azioni ordinarie di Banca Sistema e le azioni ordinarie della controllante Banca CF+ S.p.A. ("**Banca CF+**" o "**CF+**", e insieme a Banca Sistema le "**Società Partecipanti alla Fusione**"), nell'ambito della fusione per incorporazione (la "**Fusione**") di Banca CF+ in Banca Sistema (la "**Lettera di Incarico**").

Nell'ambito delle attività previste nella Lettera di Incarico, Banca Sistema ha richiesto a Deloitte il rilascio di una lettera destinata al Comitato Parti Correlate avente ad oggetto una Fairness Opinion volta a fornire elementi decisionali a supporto della congruità da un punto di vista economico-finanziario del Rapporto di Cambio delle azioni di Banca CF+ e Banca Sistema nell'ambito della fusione per incorporazione di Banca CF+ in Banca Sistema.

Bologna Firenze Genova Milano Napoli Padova Roma Torino Varese

Sede Legale: Via Santa Sofia 28, 20122 Milano
Capitale sociale deliberato per Euro 3.702.093,32 - sottoscritto e versato per Euro 3.692.363,32
Codice Fiscale/Registro delle imprese di Milano Monza Brianza Lodi n. 03644260964
R.E.A. n. MI – 1690763 | Partita IVA: IT 03644260964
Licenza del Prefetto di Milano ex art. 134 TULPS Prot. n. 14884/12B15E/Area I^a OSP

Il nome Deloitte si riferisce a una o più delle seguenti entità: Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una società inglese a responsabilità limitata ("DTTL"), le member firm aderenti al suo network e le entità a esse correlate. DTTL e ciascuna delle sue member firm sono entità giuridicamente separate e indipendenti tra loro. DTTL (denominata anche "Deloitte Global") non fornisce servizi ai clienti. Si invita a leggere l'informativa completa relativa alla descrizione della struttura legale di Deloitte Touche Tohmatsu Limited e delle sue member firm all'indirizzo www.deloitte.com/about.

© Deloitte Advisory S.r.l. S.B.

2. L'Operazione

In data 30 giugno 2025, Banca CF+ ha annunciato al mercato la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto e scambio ("OPAS") volontaria totalitaria ai sensi dell'art. 102 del TUF, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Banca Sistema. A seguito di tale offerta, in data 6 marzo 2026, Banca CF+ è venuta a detenere n. 64.940.857 azioni ordinarie di Banca Sistema, pari a circa l'80,8% del capitale sociale di Banca Sistema. Conseguentemente, si sono verificati i presupposti giuridici per la promozione di un'OPAS obbligatoria totalitaria ai sensi e per gli effetti degli articoli 102 e 106 del TUF, ad esito della quale Banca CF+ è venuta a detenere n. 68.899.562 azioni ordinarie di Banca Sistema, pari a circa l'85,7% del capitale sociale di Banca Sistema. In considerazione di quanto precede, Banca Sistema è controllata da Banca CF+ ed è soggetta all'attività di direzione e coordinamento della stessa in qualità di capogruppo del gruppo Banca CF+.

A seguito del completamento dell'OPAS, è previsto che la Fusione per incorporazione di Banca CF+ in Banca Sistema si perfezioni nel corso del secondo semestre 2026.

La Fusione rappresenta il naturale completamento del processo di integrazione avviato con l'OPAS ed è finalizzata a:

- (i) assicurare un più efficace coordinamento strategico ed 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 dell'intermediario.

3. La Fairness Opinion sul Rapporto di Cambio

Tutto quanto sopra premesso, alle condizioni tutte di cui alla – e in esecuzione della – Lettera di Incarico, Deloitte, con la presente, provvede al rilascio della Fairness Opinion destinata, con le precisazioni e le avvertenze ivi riportate, all'esclusivo utilizzo del Comitato Parti Correlate di Banca Sistema e avente per oggetto esclusivamente quello di fornire elementi decisionali utili a supportare la congruità del Rapporto di Cambio delle azioni di Banca CF+ e Banca Sistema.

La Fairness Opinion prescinde da valutazioni su questioni legali, di governance, fiscali, normative e contabili in relazione alla Fusione.

3.1 Documentazione, informazioni e fonti utilizzate

Nello svolgimento delle analisi propedeutiche alla redazione della presente Fairness Opinion, Deloitte si è basata sulle informazioni ricevute da Banca Sistema, nonché sui dati e sulle informazioni pubblicamente disponibili e reperite da fonti qualificate.

Le informazioni utilizzate includono, tra l'altro, e in via non esaustiva:

- Proiezioni economico-finanziarie 2026-2029 di Banca Sistema, su base *stand alone* al netto del contributo di Kruso Kapital S.p.A. ("**Kruso Kapital**"), approvate dal Consiglio di Amministrazione di Banca Sistema in data 17 giugno 2026 (le "**Proiezioni Finanziarie di BST**");

- Proiezioni economico-finanziarie 2026-2029 di Banca CF+, su base *combined*, ossia includendo il contributo di Banca Sistema, le sinergie e costi di integrazione attesi dalla Fusione, approvate dal Consiglio di Amministrazione di Banca CF+ in data 17 giugno 2026 (le “**Proiezioni Finanziarie di CF+**”);
- Situazione patrimoniale e capitale regolamentare pro-forma di Banca Sistema al 31/03/2026, che riflette gli impatti connessi al deconsolidamento di Kruso Kapital;
- Situazione patrimoniale e capitale regolamentare pro-forma di Banca CF+ al 31/03/2026;
- Ultima capital guidance in termini di CET1 ratio di Banca CF+ e di Banca Sistema (a livello standalone);
- Dettaglio delle sinergie di costo e costi di integrazione derivanti dalla Fusione con riferimento al periodo 2026-2029;
- Documenti di presentazione delle Proiezioni Finanziarie di BST e Proiezioni Finanziarie di CF+ contenenti le principali ipotesi ed assunzioni sottostanti i dati previsionali elaborati;
- Dettaglio del numero di azioni ordinarie e dell’azionariato di Banca CF+ e Banca Sistema;
- Dati di mercato e informazioni relative a dati economico-patrimoniali attuali e prospettici per un campione di banche italiane quotate;
- Elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini del presente documento.

3.2 Avvertenze sull’uso delle informazioni e delle fonti utilizzate

In relazione alle informazioni utilizzate e fonti utilizzate, si ritiene opportuno sottolineare che Deloitte ha assunto che tutte le informazioni siano accurate, veritiere e complete. Deloitte non ha proceduto alla verifica indipendente dell’attendibilità e accuratezza di tali informazioni.

Non rientra nell’incarico a noi conferito alcuna verifica, revisione contabile o attività di due diligence delle proiezioni economico-finanziarie delle Società Partecipanti alla Fusione che ci sono state fornite e delle relative assunzioni sottostanti.

Deloitte non assume pertanto alcuna responsabilità in relazione ai dati contabili utilizzati, né in relazione all’attendibilità e all’accuratezza delle relative fonti di provenienza.

Inoltre, Deloitte ha fatto affidamento sul fatto che non sia stato omesso il riferimento ad alcun dato, evento o circostanza che, anche solo potenzialmente, se fosse stato reso noto a Deloitte o comunque da essa conosciuto, avrebbe potuto influenzare in modo rilevante le conclusioni di cui alla presente Fairness Opinion.

Ne consegue che scostamenti anche significativi rispetto agli assunti e quindi alle conclusioni di cui alla presente Fairness Opinion potrebbero risultare da eventuali imprecisioni, errori od omissioni nei dati, nei documenti e nelle informazioni fornite a Deloitte, che non assume alcun impegno a rivedere, successivamente al rilascio della presente Fairness Opinion, i dati e le assunzioni che ne sono stati posti alla base.

3.3 Principali limiti e difficoltà nell'analisi

L'utilizzo della presente Fairness Opinion non potrà prescindere dal tenere in considerazione, tra l'altro, i limiti e le difficoltà di seguito esposti:

- la necessità di assumere a riferimento dati di natura previsionale contenuti nelle Proiezioni Finanziarie di CF+ e nelle Proiezioni Finanziarie di BST e conseguentemente di tener conto dei profili di incertezza che tali dati per loro natura comportano;
- in considerazione del fatto che le Proiezioni Finanziarie di 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 Riferimento Banca Sistema controllata al 85,7% da Banca CF+;
- le valutazioni effettuate riflettono limiti e particolarità insiti nei diversi metodi di valutazione utilizzati;
- una percentuale significativa dei risultati derivanti dall'applicazione della metodologia del Dividend Discount Model nella variante Excess Capital è rappresentata dal *terminal value*, che sono altamente sensibili alle assunzioni adottate per le variabili fondamentali quali il livello di CET1 ratio target, il tasso di crescita perpetua, il fattore di attualizzazione e la redditività normalizzata, variabili che sono soggettive ed aleatorie;
- le società utilizzate ai fini dell'applicazione del metodo dei multipli di mercato 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;
- il contesto geopolitico e i potenziali impatti legati alla guerra russo-ucraina e ai conflitti in Medio Oriente che generano addizionali incertezze economiche che possono incidere significativamente sulla volatilità dei prezzi di mercato delle azioni e di altri parametri finanziari;

3.4 Assunzioni e metodologie di valutazione adottate

Deloitte, nell'elaborazione della presente Fairness Opinion, ha considerato Banca Sistema e Banca CF+ in ottica *going-concern* e ha proceduto all'applicazione di diverse metodologie di stima normalmente utilizzate nella prassi valutativa italiana ed internazionale. Deloitte ha tenuto in considerazione

le finalità dell'analisi, i dati inclusi nelle Proiezioni Finanziarie di CF+ e Proiezioni Finanziarie di BST e delle ulteriori informazioni fornite dal management.

Anche al fine di mantenere l'omogeneità e la coerenza di valutazione, si è ritenuto di utilizzare le medesime metodologie di valutazione sia per Banca Sistema sia per Banca CF+.

Deloitte, nell'elaborazione della presente Fairness Opinion, non ha considerato gli impatti legati alle sinergie e oneri di integrazione derivanti dalla Fusione, essendo le valutazioni relative predisposte in un'ottica pre-fusione.

La valutazione è stata effettuata alla data del 31 marzo 2026 sulla base delle informazioni ricevute e sulla documentazione disponibile sino alla data del 22 giugno 2026 (la "**Data di Riferimento**").

In particolare, Deloitte ha utilizzato le seguenti metodologie di valutazione:

Metodo del Dividend Discount Model nella variante Excess Capital (metodo principale)

La metodologia del DDM si fonda sull'assunto che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore attuale di:

- flussi di cassa dei potenziali dividendi futuri distribuibili agli azionisti generati nell'orizzonte temporale prescelto senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere un predeterminato livello target di patrimonio regolamentare di lungo periodo. Tali flussi prescindono quindi dalla politica dei dividendi effettivamente prevista o adottata dal management;
- *terminal value* calcolato quale valore attuale di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso di cassa distribuibile normalizzato economicamente, sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo periodo.

Per il tasso di attualizzazione si è fatto riferimento al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio, determinato secondo il Capital Asset Pricing Model ("**CAPM**"). Tale tasso è stato stimato pari a 13,4%, mentre il tasso di crescita di lungo periodo è stato stimato pari a 1,9%.

Si sottolinea che nella determinazione della valutazione complessiva si è tenuto conto di alcuni aggiustamenti specifici ed elementi non ricorrenti.

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità dei risultati ottenuti rispetto ai principali parametri valutativi, Deloitte ha effettuato un'analisi di sensitivity con riferimento al tasso di attualizzazione e al CET1 ratio target.

Metodo di valutazione dei multipli di mercato (metodo di controllo)

Ai fini di sostanziare i risultati derivanti dall'applicazione del metodo del DDM nella variante Excess Capital (metodo di valutazione principale) si è proceduto all'applicazione del metodo di valutazione dei multipli di mercato (metodo di controllo).

In base alla metodologia dei multipli di mercato, il valore economico di una società può essere stimato sulla base delle indicazioni fornite dal mercato borsistico avendo riguardo a un campione di società quotate. Ai fini di questa metodologia, è stato selezionato un campione di banche italiane quotate. In particolare, il metodo dei multipli di borsa si basa sulla determinazione di multipli calcolati come il rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie del campione selezionato di società quotate. I moltiplicatori così determinati vengono applicati alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

In particolare, sulla base delle caratteristiche proprie del settore bancario e della prassi di mercato è stato selezionato il multiplo del prezzo / utile netto (P/E) prospettico al 2027.

Metodo di valutazione della regressione lineare (metodo di controllo)

Ai fini di sostanziare i risultati derivanti dall'applicazione del metodo del DDM nella variante Excess Capital (metodo di valutazione principale) si è proceduto all'applicazione del metodo di valutazione della regressione lineare (metodo di controllo).

In base alla metodologia della regressione lineare, il valore economico di una società può essere stimato sulla base delle indicazioni fornite dal mercato borsistico avendo riguardo a un campione di società quotate. Ai fini di questa metodologia, è stato selezionato un campione di banche italiane quotate. Secondo il metodo della regressione lineare, il valore economico di una società può essere determinato sulla base di parametri identificati mediante la correlazione (se statisticamente significativa) tra i multipli del prezzo / patrimonio netto tangibile del campione di società quotate ed i rispettivi livelli di redditività prospettica espressi dal rendimento sul patrimonio netto tangibile di periodo (RoTE).

Nello specifico si è proceduto all'analisi di regressione lineare del prezzo / patrimonio netto tangibile ultimo disponibile (31 marzo 2026) rispetto al RoTE atteso al 2027 ed al 2028 al fine di definire i parametri necessari alla valorizzazione delle società.

3.5 Risultati ottenuti

Sulla base di quanto sopra esposto, si riportano nella tabella seguente i risultati ottenuti dall'applicazione delle diverse metodologie di valutazione utilizzate.

Intervallo del Rapporto di Cambio (# azioni ordinarie Banca Sistema per 1 azione ordinaria Banca CF+)¹

Metodo		Min	Media	Max
DDM nella variante dell'Excess Capital (metodo principale)	<i>P per azione CF+ (€)</i>	2,078	2,299	2,521
	<i>P per azione BST (€)</i>	1,534	1,678	1,822
	Rapporto di Cambio	1,140x	1,370x	1,644x
Multipli di borsa (metodo di controllo)	<i>P per azione CF+ (€)</i>	2,020	2,383	2,746
	<i>P per azione BST (€)</i>	1,550	1,788	2,026
	Rapporto di Cambio	0,997x	1,333x	1,771x
Metodo della regressione lineare (metodo di controllo)	<i>P per azione CF+ (€)</i>	2,476	2,570	2,664
	<i>P per azione BST (€)</i>	1,576	1,696	1,815
	Rapporto di Cambio	1,364x	1,516x	1,690x

¹ Minimo dell'intervallo del Rapporto di Cambio determinato considerando il prezzo per azione minimo di Banca CF+ e il prezzo per azione massimo di Banca Sistema; massimo dell'intervallo del Rapporto di Cambio determinato considerando il prezzo per azione massimo di Banca CF+ e il prezzo per azione minimo di Banca Sistema; valore medio dell'intervallo del Rapporto di Cambio determinato considerando il prezzo per azione medio di Banca CF+ e Banca Sistema

4. Avvertenze Finali

Le valutazioni contenute nella Fairness Opinion sono riferite alle condizioni di mercato ed economiche esistenti e valutabili sino alla Data di Riferimento. Deloitte in particolare non assume, pertanto, alcuna responsabilità in ordine ad eventuali sopravvenute carenze delle analisi o delle conclusioni espresse nella presente Fairness Opinion, dipendenti da eventi che potrebbero verificarsi dopo la Data di Riferimento.

Fermo quanto precede, Deloitte non è a conoscenza e, pertanto, non ha considerato, l'impatto di eventuali fatti verificatisi e non conosciuti, o gli effetti conseguenti ad eventi che si potrebbero verificare, ivi compresi quelli di natura normativa e regolamentare, che possano comportare modifiche nelle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali posti alla base della presente Fairness Opinion. Pertanto, qualora si fossero verificati ovvero si verificassero fatti o eventi sopra menzionati, tali da comportare modifiche alle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali e/o degli aspetti e delle modalità di realizzazione della Fusione, potrebbero venire meno alcuni essenziali presupposti delle analisi propedeutiche al rilascio della Fairness Opinion e, pertanto, anche le conclusioni ivi contenute.

La presente Fairness Opinion è rilasciata ad esclusivo uso e beneficio del Comitato Parti Correlate di Banca Sistema per l'autonoma elaborazione delle considerazioni di propria competenza nell'ambito del processo decisionale sulla Fusione e assume che i termini e le condizioni finali non si discostino da quanto rappresentatoci.

La Fairness Opinion non è finalizzata ad un'analisi di merito della Fusione, degli effetti e delle prospettive che dalla stessa derivino e/o possano derivare per gli azionisti di Banca Sistema e dell'andamento/valore che i titoli della stessa avrà fino alla definizione della Fusione. Deloitte non assume, pertanto, alcuna responsabilità, diretta o indiretta, in ordine alle conseguenze di qualsiasi tipo che possano derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni e delle conclusioni raggiunte nella Fairness Opinion.

La presente Fairness Opinion non può, inoltre, essere riprodotta, pubblicata e/o divulgata - in tutto o in parte - sotto qualsiasi forma senza il previo consenso scritto di Deloitte, salvo per l'adempimento di inderogabili obblighi di legge o regolamentari a cui è soggetta Banca Sistema.

5. Conclusioni

Tenuto conto della natura, della portata e dei limiti del lavoro, della documentazione analizzata, della metodologia di valutazione descritta e applicata, si ritiene che il valore del Rapporto di Cambio sia compreso tra 1,140x e 1,644x azioni ordinarie di Banca Sistema per ogni azione di Banca CF+, come risultante dall'applicazione del metodo di valutazione principale, che risulta sostanzialmente confermato dall'applicazione delle metodologie di valutazione di controllo.

DELOITTE ADVISORY S.r.l. S.B.



Umberto Rorai
Partner