

Funzione di Risk management
Nota n. 2025_008 Registro Risk management
Classificazione: verifica ad evento
Redattore: Paolo Piaggese

Piacenza, 5 marzo 2025

Egr. Signori

Direttore generale

Rag. A. Antoniazzi

e, p.c.,

Presidente del

Consiglio di amministrazione

Presidente del Collegio sindacale

Vice Direttore generale

Rag. P. Boselli

Resp.le Direzione finanza

Rag.ra E. Sckokai

Resp.le Ufficio Pianificazione e controllo di gestione

Dott. E. Modenesi

Resp.^{le} Funzione Compliance

Dott.^{ssa} L. Giannotti

Resp.^{le} Funzione Revisione interna

Rag. G. Tassi

Oggetto: Metodologia per la determinazione del valore di sottoscrizione e liquidazione delle azioni delle banche non quotate.

La presente espone le valutazioni e i risultati delle analisi condotte dalla Funzione di Risk management in merito alla metodologia utilizzata per la determinazione del valore di sottoscrizione/liquidazione delle azioni.

Rimanendo a disposizione per eventuali approfondimenti, porgiamo cordiali saluti.

Funzione di Risk management
Il Responsabile

Sintesi conclusiva

La Funzione di Risk management ha analizzato le metodologie utilizzate dal valutatore per la determinazione del valore economico della Banca di Piacenza. L'analisi evidenzia che l'utilizzo del metodo del "Dividend Discount Model - versione Excess Capital" (DDM-EC) costituisce la best practice per la valutazione del capitale azionario di un'azienda bancaria.

Il metodo presenta, tuttavia, limitazioni intrinseche che inducono a far ritenere preferibile il suo utilizzo congiuntamente anche ad altre metodologie reddituali, nel caso specifico il metodo del "Warranted Equity Method" (WEM), e di una o più analisi proprie del market approach. A queste metodologie va comunque assegnata una funzione informativa e di confronto della valutazione del capitale economico operata con il DDM-EC.

La Funzione ha eseguito un'ulteriore analisi di back-test, rispetto a quanto già svolto dal valutatore, per valutare la capacità previsionale della Banca. Le evidenze mostrano che, negli ultimi tre cicli di pianificazione, le voci di ricavo presentano delle stime prudenziali rispetto ai dati di consuntivo; in particolare il margine di interesse è stato stimato con una progressione contenuta e in assenza di ipotesi di anomali rialzi dei tassi di riferimento, impostazione particolarmente evidente nell'ultimo anno consuntivato che riporta uno scostamento positivo molto significativo rispetto ai dati di pianificazione. Anche il margine da servizi presenta stime conservative e con contenuti scostamenti, positivi, rispetto al dato di pianificazione. La voce che presenta maggiore volatilità è quella delle rettifiche/riprese di valore che presenta un andamento volatile sia in fase di pianificazione sia a consuntivo. Questa caratteristica è imputabile alla componente forward looking incorporata nei modelli valutativi del credito in bonis che risente delle incertezze derivanti dagli shock macroeconomici registrati nell'ultimo biennio (pandemia e conflitto russo/ucraino).

Analisi

1. Premessa

In data 29 ottobre 2019 la Banca di Piacenza si è dotata di una "Policy in materia di determinazione del valore delle azioni" con lo scopo di definire e illustrare i principi e le linee guida da seguire nell'annuale processo di determinazione del valore delle azioni.

Al suo interno vengono anche definite le linee guida cui il valutatore deve fare riferimento per la scelta dei criteri di valutazione. In particolare il valore economico delle azioni, espressione del valore intrinseco della Banca, deve essere determinato attraverso l'applicazione di un criterio analitico, basato sull'analisi fondamentale, che tenga conto sia della consistenza patrimoniale, sia dalla capacità di generare flussi di risultato nel futuro e del relativo livello di rischio. Viene altresì specificato che i risultati derivanti dall'applicazione del criterio analitico-fondamentale dovranno essere confrontati con i risultati di un criterio sintetico-empirico, basato sull'applicazione di moltiplicatori osservati nel settore di riferimento. I risultati di tale criterio sintetico-empirico dovranno essere considerati con mera finalità di confronto.

La scelta appropriata del metodo valutativo dipende anche dalla grandezza economica oggetto di valutazione. Nel caso in esame, l'oggetto è il "valore economico d'impresa", ossia il valore generale che in normali condizioni di mercato deve ritenersi congruo per la totalità del capitale economico, ossia del capitale azionario, della Banca di Piacenza, come sussistente al 31.12.2024 stante le consistenze patrimoniali e le prospettive reddituali della stessa.

Nell'ambito del mandato ricevuto dalla Banca il valutatore ricorre a due metodi analitici per la stima del valore intrinseco (income approach) e a due analisi sintetiche-empiriche sviluppate, coerentemente alle indicazioni della policy, a mero scopo illustrativo (market approach). Inoltre, sempre in ottemperanza ai requisiti specificati all'interno della succitata Policy, ai risultati ottenuti con le metodologie income approach sono state applicate prove di sensitività sui principali elementi dei modelli (costo del capitale, tasso di crescita di lungo periodo, requisito patrimoniale Tier1 ratio) sia nello scenario medio atteso di pianificazione, fornito dalla banca, sia applicando allo stesso delle prove di sensitività sulle principali assunzioni del processo di pianificazione: decremento del Margine di intermediazione costante per gli anni di previsione, decremento degli Interessi su titoli costante per gli anni di previsione e incremento dei Costi operativi costante per gli anni di previsione. Sempre nell'ambito del proprio mandato il valutatore è tenuto ad analizzare i dati prospettici predisposti dalla banca e ad effettuare le relative considerazioni in merito alla ragionevolezza e alla coerenza degli stessi con le ipotesi reddituali sottostanti.

Nei paragrafi successivi la Funzione di Risk management analizza le metodologie (paragrafi da 2 a 4) utilizzate dal valutatore per la determinazione del valore economico aziendale ed effettua un ulteriore esercizio di back-test ed analisi degli scostamenti (paragrafo 5) dei dati a consuntivo rispetto a quelli prospettici utilizzati per il processo di valutazione.

2. Stima del valore intrinseco - Income approach - metodo del "Dividend Discount Model - versione Excess Capital" (DDM-EC)

Tra i metodi basati sull'income approach, il valutatore fa uso di quello ritenuto essere best practice per la valutazione del capitale azionario delle banche: il Dividend Discount Model, nella variante nota come "Excess Capital" (DDM-EC).

Il DDM-EC assume che il capitale economico di una banca sia pari alla somma di:

- a) capitale disponibile in eccesso, quindi liberamente distribuibile agli azionisti, rispetto al livello di capitalizzazione target che la banca è opportuno raggiunga e preservi nel tempo per perseguire i propri obiettivi economici dati i vincoli regolamentari e le indicazioni della Vigilanza;
- b) valore attuale dei flussi futuri di reddito che, da un lato, si stima saranno generati dall'azienda sull'orizzonte temporale di previsione esplicita delle variabili reddituali, patrimoniali e finanziarie d'impresa (in genere 3-5 anni) e, dall'altro lato, si ritiene saranno liberamente distribuibili agli azionisti senza intaccare il livello di capitalizzazione target necessario o opportuno per sostenere lo sviluppo atteso delle attività della banca;
- c) valore terminale (attualizzato a oggi), ossia il valore della banca atteso al termine del periodo esplicito di pianificazione analitica, ottenuto proiettando in perpetuità, sulla base di ipotesi standard di carattere generale, la dinamica attesa dei redditi distribuibili.

L'applicazione del metodo DDM-EC presuppone che il valutatore abbia a disposizione:

- a) una previsione ragionevole e non arbitraria di futuri flussi economici e finanziari prodotti dalla banca su un orizzonte di previsione di solito compreso tra i 3 e i 5 anni. Tali previsioni sono tratte da dati e documenti di pianificazione elaborati dall'azienda, approvati dagli organi di vertice della banca (budget, piani industriali e strategici, motivate e condivise estrapolazioni previsionali del management);

b) una stima del grado di capitalizzazione della banca adeguato a garantire il suo sviluppo alla luce delle disposizioni regolamentari e di autonome valutazioni strategiche e di mercato da parte del management. Tale stima è indispensabile per quantificare tanto l'eventuale presenza di un'eccedenza di capitale distribuibile agli azionisti, quanto la parte dei futuri utili attesi distribuibile senza pregiudicare il mantenimento del livello target di capitalizzazione.

Laddove il valutatore disponga del set informativo appropriato, l'applicazione del metodo DDM-EC costituisce la best practice a cui ricorrere per valorizzare il capitale economico di una banca. L'attrattività del DDM-EC deriva dal fatto che esso consente un immediato, chiaro e trasparente collegamento, per di più fondato direttamente su una nota e condivisa teoria del valore d'impresa, tra gli input e l'output della valutazione. I fruitori della stessa possono così disporre di agevoli e oggettivi punti di riferimento a cui ancorare il proprio personale giudizio sull'affidabilità della valutazione proposta.

L'applicazione del metodo DDM-EC resta, però, comunque esposta a limiti e difficoltà. Esso dipende da proiezioni economiche e finanziarie aleatorie, soggette a significativi cambi di scenario e sempre sensibili a mutamenti del contesto di mercato, del ciclo macroeconomico, delle politiche fiscali e, soprattutto, monetarie, dei principi contabili, nonché della struttura regolamentare e dell'attività di vigilanza esercitata dalle Autorità.

Inoltre, tale metodo di valutazione richiede la stima di una pluralità di parametri finanziari derivati da dati di mercato (tasso risk free, beta, equity market risk premium). Stante la perdurante turbolenza dei mercati, tale stima resta esposta al rischio di subire variazioni, anche rilevanti, in breve tempo rendendo instabile e incerto l'esito del processo valutativo. Di conseguenza è appropriata la decisione del valutatore di utilizzare, a supporto del metodo DDM-EC, un ulteriore metodo analitico scelto nell'ambito dell'income approach come di seguito illustrato.

In tale ambito la Funzione di Risk management ha provveduto ad effettuare un'analisi di benchmark tra i dati utilizzati dal valutatore e quelli reperibili da fonti pubbliche.

| | | | Benchmark | | |
|---------------------|------------|--|---------------------|------------------|--|
| COST OF EQUITY | Valutatore | Fonte | Bank (Money Center) | Banks (Regional) | Fonte |
| Risk Free Rate (rf) | 3,70% | --> BTP 10y 12m 31.12.24 | 3,71% | 3,71% | Fonte Bloomberg |
| Beta | 1,03 | --> 5Y weekly, media campione banche comparabili | 1,15 | 0,39 | dato riferito all'aggregato "Europa" - www.damodaran.com |
| Equity Risk Premium | 6,00% | | 6,0% | 6,0% | Business School - Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 96 countries in 2024 |
| Cost of Equity (Ke) | 9,87% | | 10,61% | 6,05% | |

L'analisi evidenzia la ragionevolezza e la prudenza delle assunzioni adottate dal valutatore nella scelta dei parametri finanziari alla base della metodologia DDM-EC.

3. Stima del valore intrinseco - Income approach - metodo del "Warranted Equity Method" (WEM)

Secondo la metodologia del Warranted Equity Method ("WEM", anche noto come Gordon Growth Model), il valore di una banca può essere determinato sulla base della relazione tra:

- Redditività futura stimata espressa dal ROE - Return On Equity;

- Tasso di Crescita Sostenibile degli utili della banca nel lungo termine; il valore utilizzato coincide con quello utilizzato per il metodo del Dividend Discount Model;
- Costo del Capitale, tasso di rendimento richiesto per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio; il valore utilizzato coincide con quello utilizzato per il metodo del Dividend Discount Model

La relazione tra questi tre fattori è espressa sulla base della formula della crescita perpetua dei dividendi, la quale fa sì che l'impatto della redditività netta di una banca (in termini di ROE) sulla valutazione venga moltiplicato dalla crescita stimata. Peraltro, è opportuno specificare che il patrimonio netto cui la formula del WEM fa riferimento rappresenta un patrimonio netto normalizzato, ovvero necessario a mantenere una capitalizzazione adeguata allo svolgimento delle normali attività di business. Il capitale in eccesso viene invece valutato ad un multiplo unitario del valore contabile, rappresentando capitale potenzialmente distribuibile agli azionisti e coincide con quello utilizzato per il metodo del Dividend Discount Model.

4. Analisi sintetico-empirico - Market approach - metodo dei multipli di mercato

I metodi rientranti nell'ambito del market approach derivano il valore del capitale economico non per via analitica a partire da una stima diretta della capacità intrinseca dell'azienda di produrre ricchezza, bensì per via comparativa, tramite l'impiego di appropriati multipli di valore, a partire da valutazioni riscontrate in transazioni intervenute sul mercato e aventi a oggetto il capitale azionario, o parti di esso, di aziende similari impiegando sempre a base della comparazione il multiplo "Prezzo/Book Value" e il multiplo "Prezzo/Tangible Book Value". Il metodo dei multipli di mercato basa la valutazione su dati rilevati da transazioni concluse su un mercato liquido, trasparente, attivo in modo continuativo e con un processo vigilato di corretta formazione dei prezzi. Nello specifico il valutatore ha fatto riferimento ad osservazioni riferite alle banche:

- i cui titoli azionari sono scambiati sulla piattaforma di negoziazione Vorvel, segmento Equity Auction (Multipli Vorvel);
- i cui titoli azionari sono scambiati sul mercato gestito da Borsa Italiana (Multipli di Borsa).

Con riferimento ai Multipli Vorvel si osserva che la liquidità dei titoli su tale piattaforma di negoziazione, sebbene in crescita (a dicembre 2024 il valore totale degli scambi ha raggiunto circa € 90,4 milioni rispetto a € 69,9 milioni del 2023), è ancora limitata e ciò riduce la significatività dei prezzi che su tale mercato si formano.

La metodologia dei Multipli di Borsa presenta lo svantaggio che i prezzi delle transazioni di Borsa risentono di una volatilità assai maggiore di quella di natura "fondamentale" associabile al valore dell'intero capitale economico d'impresa, ossia all'oggetto della valutazione per la quale questa nota è predisposta. Le transazioni di Borsa determinano in modo diretto il valore della singola azione e quindi la capitalizzazione di Borsa, grandezza utilizzabile quale possibile misura di valore del capitale economico d'azienda. Bisogna comunque osservare che il prezzo a cui tratta una singola azione sul mercato di Borsa è maggiormente esposto alla possibilità di andamenti erratici che non il valore del capitale economico d'impresa inteso nella sua totalità. Quest'ultimo è meglio ancorato all'andamento dei cosiddetti "fondamentali", mentre il primo risente assai di più di un sentiment di mercato mutevole, dettato da fattori non sempre correlati ai "fondamentali", e non sempre spiegabili in modo razionale. Pertanto, il valore di Borsa della singola azione,

quando utilizzato come componente di base per la determinazione dell'intero capitale economico d'impresa, trasferisce a esso l'intera propria volatilità, sia essa legata a fattori fondamentali o erratici. Una seconda osservazione nell'impiegare il metodo dei Multipli di Borsa per valorizzare l'intero capitale economico della Banca sta nel non elevato grado di "comparabilità" esistente tra la stessa e le banche quotate sotto il profilo dimensionale, industriale (differenti business model, differente estensione geografica), giuridico e di quadro regolamentare.

5. Back testing e analisi di scostamento sui dati previsionali

Come esposto al punto 2 uno degli aspetti fondamentali alla base delle metodologie income approach è una previsione ragionevole e non arbitraria di futuri flussi economici e finanziari prodotti dalla banca su un orizzonte di previsione di solito compreso tra i 3 e i 5 anni. Risulta pertanto essere una buona prassi svolgere, da parte del valutatore, un'analisi di back-test al fine di valutare la capacità previsionale storicamente dimostrata dalla Banca. Nello specifico il valutatore ha analizzato gli scostamenti piano strategico-consuntivo con riferimento alle principali voci economico-patrimoniali nel periodo 2023 – 2024. La scrivente funzione ha esteso l'esercizio di valutazione della capacità previsionale della Banca a 3 cicli di pianificazione triennale (dal 2021 al 2023) confrontandoli con i risultati consuntivi dal 2022 al 2024. Le evidenze emerse dall'analisi delle principali macro voci di bilanci vengono utilizzate per valutare l'attendibilità delle ipotesi alla base dei dati prospettici (Pianificazione 2025 - 2027) utilizzati per la stima del valor economico aziendale.

In dettaglio la voce che, in passato, è stata maggiormente soggetta a sottostime è il **Margine di interesse** con scostamenti significativi a partire già dal primo anno di previsione. Nell'ultimo anno di consuntivo lo scostamento è in riduzione. Con riferimento al ciclo di pianificazione 2024 il margine di interesse prospettico, 2025 - 2027, si attesta ad un livello inferiore rispetto a quanto consuntivato nel 2024 (84,6 €/mln), soltanto nel 2027 il margine si pone a circa 85,0 €/mln.

La voce **Margine da servizi** presenta in generale una buona capacità di stima con scostamenti contenuti anche negli anni successivi al primo. Con riferimento all'ultimo periodo di pianificazione si evidenzia andamento più prudentiale rispetto a quanto prospettato in precedenza, con incrementi annui di circa 1 milione di euro.

| MARGINE DI INTERESSE | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|------------|------------|------------|
| (dati in Euro/000) | 31/12/2022 | 31/12/2023 | 31/12/2024 | 31/12/2025 | 31/12/2026 | 31/12/2027 |
| Pianificazione 2021 | 44.179 | 44.929 | 47.025 | | | |
| Pianificazione 2022 | | 71.510 | 72.915 | 76.974 | | |
| Pianificazione 2023 <small>Piano strategico 24-26</small> | | | 78.991 | 81.899 | 84.665 | |
| Pianificazione 2024 | | | | 78.164 | 82.226 | 84.985 |
| Consuntivo | 63.292 | 83.565 | 84.619 | | | |

| Scostamento vs Consuntivo | | | |
|--|--------|--------|--------|
| Pianificazione 2021 | 19.113 | 38.636 | 37.594 |
| Pianificazione 2022 | | 12.055 | 11.704 |
| Pianificazione 2023 <small>Piano strategico 24-26</small> | | | 5.628 |

| MARGINE SERVIZI | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|------------|------------|------------|
| (dati in Euro/000) | 31/12/2022 | 31/12/2023 | 31/12/2024 | 31/12/2025 | 31/12/2026 | 31/12/2027 |
| Pianificazione 2021 | 47.871 | 48.491 | 49.239 | | | |
| Pianificazione 2022 | | 47.355 | 48.749 | 49.925 | | |
| Pianificazione 2023 <small>Piano strategico 24-26</small> | | | 49.000 | 51.095 | 53.178 | |
| Pianificazione 2024 | | | | 50.091 | 50.982 | 51.921 |
| Consuntivo | 48.071 | 48.476 | 48.906 | | | |

| Scostamento vs Consuntivo | | | |
|--|-----|-------|------|
| Pianificazione 2021 | 200 | -15 | -333 |
| Pianificazione 2022 | | 1.121 | 157 |
| Pianificazione 2023 <small>Piano strategico 24-26</small> | | | -94 |

Con riferimento alle **Spese per il personale** gli scostamenti sono riferibili alle incertezze legate al rinnovo del contratto collettivo nazionale del settore bancario avvenuto a novembre 2023. Le stime prospettiche evidenziano un andamento più prudenziale ed allineato rispetto all'ultimo dato di consuntivo.

| SPESE PER IL PERSONALE: ▼ | | | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|------------|------------|------------|
| (dati in Euro/000) | 31/12/2022 | 31/12/2023 | 31/12/2024 | 31/12/2025 | 31/12/2026 | 31/12/2027 |
| Pianificazione 2021 | -35.662 | -34.767 | -35.089 | | | |
| Pianificazione 2022 | | -37.596 | -38.348 | -39.696 | | |
| Pianificazione 2023 Piano strategico 24-26 | | | -39.542 | -40.864 | -42.286 | |
| Pianificazione 2024 | | | | -42.133 | -42.663 | -44.050 |
| Consuntivo | -36.373 | -38.090 | -40.821 | | | |
| Scostamento vs Consuntivo | | | | | | |
| Pianificazione 2021 | -711 | -3.323 | -5.732 | | | |
| Pianificazione 2022 | | -494 | -2.473 | | | |
| Pianificazione 2023 Piano strategico 24-26 | | | -1.278 | | | |

Con riferimento alle **Spese amministrative** si evidenzia che i cicli di pianificazione del 2022 e 2023 presentano stime conservative. Gli scostamenti che si rilevano rispetto al consuntivo 2024 sono imputabili al termine del periodo di contribuzione agli schemi di garanzia dei depositi e al fondo di risoluzione delle crisi, che si è concluso anticipatamente rispetto a quanto stimato. Tale fenomeno impatta anche la pianificazione 2024 che presenta valori più contenuti sia rispetto al dato di consuntivo 2024 sia rispetto ai precedenti cicli di pianificazione. Prospetticamente le spese presentano un andamento in aumento.

| ALTRE SPESE AMMINISTRATIVE: ▼ | | | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|------------|------------|------------|
| (dati in Euro/000) | 31/12/2022 | 31/12/2023 | 31/12/2024 | 31/12/2025 | 31/12/2026 | 31/12/2027 |
| Pianificazione 2021 | -23.487 | -23.823 | -23.853 | | | |
| Pianificazione 2022 | | -26.010 | -26.808 | -27.632 | | |
| Pianificazione 2023 Piano strategico 24-26 | | | -26.072 | -24.802 | -25.191 | |
| Pianificazione 2024 | | | | -23.000 | -23.601 | -24.381 |
| Consuntivo | -24.025 | -24.398 | -23.720 | | | |
| Scostamento vs Consuntivo | | | | | | |
| Pianificazione 2021 | -538 | -575 | 133 | | | |
| Pianificazione 2022 | | 1.612 | 3.088 | | | |
| Pianificazione 2023 Piano strategico 24-26 | | | 2.352 | | | |

Con riferimento alle **Rettifiche di valore** è evidente la sovrastima nei cicli di pianificazione 2022 e 2023 che incorporavano le incertezze legate ai possibili effetti negativi del conflitto Russo/Ucraino e al contesto di forte incremento dei tassi di interesse. La pianificazione 2024 presenta stime allineate al dato di consuntivo per l'anno 2025 e andamento in crescita per gli ultimi due anni di proiezione.

| RETTIFICHE E RIPRESE DI VALORE: ▼ | | | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|------------|------------|------------|
| (dati in Euro/000) | 31/12/2022 | 31/12/2023 | 31/12/2024 | 31/12/2025 | 31/12/2026 | 31/12/2027 |
| Pianificazione 2021 | -12.437 | -12.005 | -11.070 | | | |
| Pianificazione 2022 | | -21.000 | -19.000 | -19.000 | | |
| Pianificazione 2023 Piano strategico 24-26 | | | -17.271 | -19.171 | -19.500 | |
| Pianificazione 2024 | | | | -14.649 | -18.650 | -19.000 |
| Consuntivo | -15.556 | -11.965 | -14.578 | | | |
| Scostamento vs Consuntivo | | | | | | |
| Pianificazione 2021 | -3.119 | 40 | -3.509 | | | |
| Pianificazione 2022 | | 9.035 | 4.422 | | | |
| Pianificazione 2023 Piano strategico 24-26 | | | 2.693 | | | |

Con riferimento al **Risultato netto** risultano evidenti gli scostamenti positivi rispetto ai dati di consuntivo, per effetto delle prudenze sopra descritte, e riconducibili principalmente alle voci Margine di interesse e Rettifiche di valore. Nella ciclo di pianificazione 2024 viene rappresentata una sostanziale stabilità del livello di redditività raggiunto dalla Banca.

| RISULTATO NETTO | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|------------|------------|------------|
| (dati in Euro/000) | 31/12/2022 | 31/12/2023 | 31/12/2024 | 31/12/2025 | 31/12/2026 | 31/12/2027 |
| Pianificazione 2021 | 16.064 | 17.436 | 19.885 | | | |
| Pianificazione 2022 | | 22.334 | 24.437 | 26.385 | | |
| Pianificazione 2023 <small>Piano strategico 24-26</small> | | | 29.807 | 31.848 | 33.662 | |
| Pianificazione 2024 | | | | 32.324 | 32.204 | 32.995 |
| Consuntivo | 20.610 | 29.971 | 34.470 | | | |
| Scostamento vs Consuntivo | | | | | | |
| Pianificazione 2021 | 4.546 | 12.535 | 14.584 | | | |
| Pianificazione 2022 | | 7.637 | 10.033 | | | |
| Pianificazione 2023 <small>Piano strategico 24-26</small> | | | 4.663 | | | |