

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI
RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE
AI SENSI DELL'ART. 2441, QUINTO E SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE E DELL'ART. 158,
PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98**

**Al Consiglio di Amministrazione di
BPER Banca S.p.A.**

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla delega conferita dall'Assemblea degli Azionisti del 4 luglio 2019 di BPER Banca S.p.A. ("BPER" o la "Banca") al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, avente ad oggetto la facoltà di aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto e sesto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 ("TUIF"), abbiamo ricevuto da BPER la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 11 luglio 2019 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile ("Relazione degli Amministratori" o la "Relazione"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto:

- (i) l'emissione di un prestito obbligazionario *Additional Tier 1*, di durata perpetua, convertibile in azioni ordinarie BPER, per un importo complessivo massimo di nominali Euro 150.000.000 ("POC AT1"), da offrire in sottoscrizione a Fondazione di Sardegna ("Fondazione di Sardegna" o la "Fondazione") ad un prezzo di sottoscrizione sopra la pari determinato in complessivi Euro 180.000.000; e conseguentemente
- (ii) l'aumento del capitale sociale a pagamento, in una o più volte e in via scindibile, per un importo complessivo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di massimi Euro 150.000.000, a servizio esclusivo ed irrevocabile della conversione del POC AT1, mediante emissione di massime n. 35.714.286 azioni ordinarie BPER, prive del valore nominale espresso, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie BPER in circolazione alla data di emissione ("Aumento di Capitale AT1").

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce la presente relazione, il Consiglio di Amministrazione di BPER si è avvalso dell'attività di supporto di Equita SIM S.p.A., in qualità di *advisor* esterno (l'"Advisor").

In riferimento all'Aumento di Capitale AT1 di cui alla presente Relazione, il Consiglio di Amministrazione della Banca ci ha conferito l'incarico di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di BPER.

Nel corso della prima parte del Consiglio d'Amministrazione tenutosi in data odierna, gli Amministratori hanno formalmente provveduto all'approvazione della Relazione degli Amministratori, al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158 del TUIF. Ciò fermo restando che la Banca ha messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione necessaria per lo svolgimento del nostro incarico.

All'esito dell'avvenuto riscontro della documentazione approvata dal Consiglio di Amministrazione e a noi consegnata al termine della prima fase della richiamata seduta consiliare con quella in bozza a noi precedentemente fornita, abbiamo emesso il presente parere, al fine di consentire al Consiglio di Amministrazione stesso, nella seconda parte della seduta consiliare odierna, il completamento dell'iter previsto ai fini del suddetto aumento del capitale sociale, in forza della delega conferita dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di BPER tenutasi in data 4 luglio 2019.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, la proposta si inserisce nel più ampio contesto dell'operazione annunciata da BPER in data 8 febbraio 2019, a seguito della sottoscrizione con Fondazione di Sardegna di un accordo quadro stipulato in data 7 febbraio 2019 tra BPER e la Fondazione, avente ad oggetto, *inter alia*, il trasferimento a favore di BPER di tutte le azioni ordinarie e privilegiate del Banco di Sardegna S.p.A. ("Banco di Sardegna" o "BdS") – di cui BPER detiene ad oggi il 51% del capitale ordinario – possedute dalla Fondazione (l'«Accordo Quadro»).

Più precisamente, secondo quanto riferito dagli Amministratori, nel contesto dell'operazione BPER acquisirà:

- n. 10.819.150 azioni ordinarie e n. 430.850 azioni privilegiate BdS (fatto salvo l'esercizio del diritto di prelazione ai sensi dell'articolo 5 dello statuto di BdS da parte degli altri titolari di azioni privilegiate BdS e/o da parte di BPER), con contestuale offerta in sottoscrizione da parte di BPER a favore di Fondazione di Sardegna del POC AT1;
- n. 10.731.789 azioni ordinarie BdS, mediante conferimento in natura delle stesse, previa deliberazione di un aumento di capitale a pagamento di BPER, riservato alla Fondazione, oggetto di diversa e specifica relazione illustrativa.

Gli Amministratori riferiscono che, all'esito dell'operazione sopra descritta, BPER verrà a detenere (a) il 100% del capitale ordinario di BdS e (b) il 98,6% delle azioni privilegiate di BdS, fatto salvo l'esercizio del sopra indicato diritto di prelazione.

Gli Amministratori, nella loro Relazione, riferiscono che l'operazione nel contesto della quale si inserisce anche l'emissione del POC AT1 consentirà al Gruppo bancario BPER Banca (il "Gruppo BPER") di ottenere i seguenti benefici:

- il significativo miglioramento del livello di capitale regolamentare (impatto sul *CET1 ratio* e *Tier 1 ratio Fully Phased* positivo pari, rispettivamente, a circa +50 bps e +90 bps);
- l'accelerazione del processo di ottimizzazione dei costi nel Banco di Sardegna e realizzazione di sinergie di costo, con particolare riferimento alla rete distributiva e alle società controllate; e
- un'ulteriore semplificazione della struttura del Gruppo BPER.

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, TUIF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto Aumento di Capitale AT1.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Banca, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Banca i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- verbale dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di BPER, tenutasi in data 4 luglio 2019;
- bozza del verbale dell'adunanza del Consiglio di Amministrazione del 4 luglio 2019 che ha deliberato i criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni oggetto dell'Aumento di Capitale AT1;
- bozze e versione finale della Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione dell'11 luglio 2019 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile;
- Statuto della Banca;
- Accordo Quadro, stipulato in data 7 febbraio 2019 tra BPER e la Fondazione;
- *Terms and Conditions* del POC AT1 e relativo Accordo Modificativo (il "Regolamento");
- documentazione di dettaglio relativa alla valutazione predisposta dagli Amministratori, ai criteri e alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni BPER;
- bilancio di esercizio e bilancio consolidato di BPER al 31 dicembre 2018, da noi assoggettati a revisione legale, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 26 marzo 2019;
- piano industriale del Gruppo BPER relativo al periodo 2019-2021, approvato dal Consiglio di Amministrazione di BPER in data 27 febbraio 2019 e opportunamente modificato al fine di neutralizzare gli effetti dell'operazione (di seguito il "Piano Industriale");
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni BPER registrati in vari orizzonti temporali precedenti alla data della Relazione degli Amministratori;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico;

- presentazione di Citi concernente il POC AT1 predisposta nel mese di dicembre 2018 e successivamente aggiornata nei mesi di febbraio 2019 e luglio 2019 (le "presentazioni di Citi");
- "Documento di valutazione a supporto del Consiglio di Amministrazione" predisposto da Equita SIM S.p.A. e relativi dettagli di calcolo;
- comunicati stampa relativi all'operazione.

Inoltre, ai soli fini conoscitivi dell'operazione nel suo complesso, abbiamo ottenuto il parere del Comitato Amministratori Indipendenti della Banca emesso in data 7 febbraio 2019 e relativi allegati.

Abbiamo infine ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Banca in data 11 luglio 2019, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di BPER, alla data del presente parere di congruità, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni dei piani economico-finanziari sopra richiamati, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Gli Amministratori riferiscono che, ai sensi dell'Accordo Quadro, il POC AT1 sarà offerto integralmente in sottoscrizione alla Fondazione a un prezzo di sottoscrizione sopra la pari determinato in complessivi Euro 180.000.000.

Gli Amministratori hanno determinato il rapporto di conversione dividendo ogni singola obbligazione (*note*), avente taglio di nominali Euro 250.000, per il prezzo di conversione, che all'atto di emissione del POC AT1 è stato stabilito in Euro 4,20, salvo aggiustamenti che potranno intervenire tempo per tempo così come previsto nel Regolamento.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie BPER a servizio della conversione del POC AT1 è stato individuato dal Consiglio di Amministrazione convocato per esercitare la delega allo stesso attribuita dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 4 luglio 2019, secondo quanto di seguito indicato.

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, in linea con la migliore prassi valutativa nazionale ed internazionale per il settore finanziario e con riferimento a quanto previsto dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione, avvalendosi del supporto dell'*Advisor*, ha fatto riferimento, nella determinazione del prezzo delle azioni da emettere a fronte della conversione del POC AT1 di BPER, ai metodi di valutazione di seguito indicati, avuto peraltro riguardo alle caratteristiche proprie della Banca, alla tipologia di attività e al mercato di riferimento in cui essa opera.

Il Consiglio di Amministrazione ha così ritenuto di adottare, per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, le seguenti metodologie valutative principali:

- *Dividend Discount Model* nella variante dell'*Excess Capital* (nel seguito anche "*DDM*"), che determina il valore di una banca in funzione del flusso di dividendi che si stima sarà in grado di generare in chiave prospettica sulla base di un livello di patrimonializzazione *target*;
- Modello di *Gordon*, che determina il valore economico di una banca sulla base della relazione tra la redditività futura sostenibile nel lungo termine, il tasso di crescita atteso a lungo termine e il tasso di rendimento di mercato;

- Metodo delle Quotazioni di Borsa, che determina il valore di una banca in funzione dell'andamento dei prezzi di borsa.

Gli Amministratori hanno fatto inoltre riferimento all'analisi dei *target price* degli analisti quale metodologia di controllo. Tale metodologia determina il valore economico di una società sulla base delle raccomandazioni riportate nei *research report* pubblicati dalle principali case di analisi.

Gli Amministratori affermano di avere condotto le loro valutazioni in ottica *stand alone* e *cd. pre money*, ossia applicando le metodologie in parola in ipotesi di autonomia operativa della Banca, senza considerare gli effetti derivanti dalla realizzazione dell'operazione.

Nell'applicazione dei suddetti metodi il Consiglio di Amministrazione riferisce di avere considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale normalmente seguita nel settore dei servizi finanziari. L'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia dovrà essere letta alla luce della complementarità che si crea con gli altri criteri nell'ambito di un processo valutativo da considerarsi unitario.

Il Consiglio di Amministrazione ha inoltre preso in considerazione, ma non ha utilizzato, le metodologie valutative dei Multipli di Borsa e della Retta di Regressione in quanto ritenute non significative nelle specifiche circostanze, tenuto conto dell'utilizzo del metodo delle Quotazioni di Borsa quale criterio di mercato.

Dividend Discount Model nella variante dell'Excess Capital

Il *Dividend Discount Model* determina il valore di una banca 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 banca è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di previsione e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione ottimale, coerente con le istruzioni dettate in materia dalle Autorità di Vigilanza e compatibile con l'evoluzione attesa delle attività (" D_i ");
- valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di previsione esplicita, coerente con un *pay-out ratio* (rapporto dividendo / utile netto) che rifletta una redditività a regime sostenibile ("*Terminal Value*" o "*TV*").

Il metodo descritto prescinde dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate dalla Banca nell'ambito dell'arco temporale preso a riferimento.

La formula su cui si basa la metodologia *DDM* nella versione *Excess Capital* è la seguente:

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

dove:

- W = valore economico della banca;
- n = periodo esplicito di previsione (numero di anni);
- D_i = flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nel periodo i -esimo di previsione esplicita;
- K_e = tasso di sconto, pari al costo del capitale proprio della banca;

- TV = valore residuo pari al valore attuale della rendita perpetua del dividendo sostenibile dopo il periodo di previsione esplicita.

Nell'applicazione del *DDM* sono identificabili le seguenti fasi:

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

In particolare, il Consiglio di Amministrazione ha considerato quale intervallo temporale per la determinazione analitica dei flussi di dividendo il periodo 1 aprile 2019 - 31 dicembre 2021, oltre al quale il valore di BPER è stato calcolato sinteticamente tramite il *Terminal Value*.

La stima dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nel periodo 1 aprile 2019 - 31 dicembre 2021 è stata effettuata dagli Amministratori nell'ipotesi che BPER mantenga un livello di patrimonializzazione ritenuto adeguato a supportarne lo sviluppo futuro, identificato in un rapporto *Common Equity (Basilea III compliant)* su attività ponderate pari al 13,9% ("*CET1 Ratio Target*"), corrispondente alla media dei *CET1 ratio phased-in* al 31 marzo 2019 di un campione di banche italiane comparabili (Banco BPM, Unione di Banche Italiane, Credito Emiliano e Credito Valtellinese).

Il tasso di sconto dei flussi di dividendo corrisponde, secondo quanto riferito dagli Amministratori, al rendimento che gli investitori qualificati richiederebbero per investimenti alternativi con profilo di rischio comparabile (costo del capitale o *cost of equity*).

Secondo la Relazione, tale tasso di sconto è stato calcolato coerentemente con la prassi valutativa, utilizzando il modello del *Capital Asset Pricing Model* (nel seguito anche "*CAPM*"). Secondo il *CAPM*, il costo del capitale è determinato come segue:

$$K_e = r_f + Beta * ERP$$

dove:

- r_f = tasso di rendimento delle attività finanziarie prive di rischio (*risk free*). Tenuto conto dell'intervallo temporale di riferimento, è stato assunto quale tasso privo di rischio il rendimento medio a 12 mesi dei Buoni del Tesoro Poliennali trentennali emessi dal Governo Italiano, pari al 3,6% (Fonte: *FactSet*, 2 luglio 2019);
- $Beta$ = coefficiente di correlazione tra il rendimento effettivo del titolo della banca oggetto di analisi e il rendimento complessivo del mercato di riferimento. Il Beta misura la volatilità di un titolo rispetto a un portafoglio rappresentativo del mercato ed è stimato, sulla base del valore medio degli ultimi tre anni rilevato con cadenza settimanale di un campione di banche italiane comparabili (Banco BPM, Unione di Banche Italiane, Credito Emiliano e Credito Valtellinese), pari a 1,35 (Fonte: *FactSet*, 2 luglio 2019);
- ERP = premio che un investitore qualificato richiede in caso di investimento sul mercato azionario rispetto al tasso di rendimento privo di rischio (*risk premium*). Tale premio al rischio è stato stimato pari al 5,0% anche sulla base di serie storiche di lungo periodo.

Ai fini del calcolo del costo del capitale, gli Amministratori hanno applicato un *additional risk premium* pari all'1,0%, in considerazione di un risultato netto al primo trimestre 2019 inferiore alle previsioni degli analisti (a causa della presenza in tale trimestre di elementi straordinari e non ricorrenti) e del rischio di *execution* relativo alla realizzabilità futura delle sinergie ipotizzate a seguito dell'integrazione con Unipol Banca.

I flussi di dividendo analiticamente determinati dagli Amministratori sono stati attualizzati utilizzando come tasso di sconto il costo del capitale identificato (K_e pari all'11,4%).

Il *Terminal Value* è stato calcolato dal Consiglio di Amministrazione utilizzando la formula della rendita perpetua, capitalizzando la stima del flusso distribuibile dell'ultimo anno di previsione esplicita al tasso di attualizzazione sopra descritto (K_e), corretto per un coefficiente di crescita di lungo periodo g stimato pari all'1%, secondo la seguente formula:

$$TV = D_n * (1 + g) / (K_e - g)$$

L'applicazione del DDM ha condotto gli Amministratori ad individuare un valore economico di BPER compreso in un intervallo tra Euro 2.119 milioni ed Euro 2.899 milioni, ossia Euro 4,41 ed Euro 6,03 per ciascuna azione.

Modello di Gordon

Il Modello di *Gordon* stabilisce che il valore economico di una società sia determinato sulla base della relazione tra la redditività futura sostenibile nel lungo termine " R ", il tasso di crescita " g " atteso a lungo termine e il tasso di rendimento di mercato espressivo del K_e , applicando tale relazione al patrimonio netto contabile della società.

In sintesi, questa metodologia determina il valore economico della società applicando la seguente formula di calcolo:

$$W = \frac{(R - g)}{(K_e - g)} * BV$$

Dove:

- W = valore economico della banca oggetto di valutazione;
- R = redditività futura sostenibile nel lungo periodo derivante dalle stime prospettiche;
- g = tasso di crescita atteso a lungo termine sostenibile, stimato pari all'1%;
- K_e = costo del capitale proprio, stimato pari all'11,4%;
- BV = patrimonio netto contabile consolidato al 31 marzo 2019, pari a Euro 4.451 milioni.

Ai fini della Relazione, gli Amministratori affermano di avere ipotizzato quale redditività futura sostenibile nel lungo periodo la media delle redditività attese negli ultimi anni di piano, ovvero del periodo 2020-2021, pari al 7,2%, dato che la redditività attesa nel 2019 risulta influenzata da elementi straordinari e non ricorrenti.

L'applicazione del Modello di Gordon ha condotto il Consiglio di Amministrazione ad individuare un valore economico di BPER compreso in un intervallo tra Euro 2.236 milioni ed Euro 3.095 milioni, ossia Euro 4,65 ed Euro 6,44 per ciascuna azione.

Quotazioni di Borsa

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

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

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

I presupposti per l'adeguata applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa sono, secondo quanto riferito nella Relazione, i seguenti:

- mercati efficienti, in riferimento alla sistematica e tempestiva considerazione nei prezzi di tutte le informazioni pubblicamente disponibili;
- ampio flottante, in riferimento alla quota del capitale sociale negoziato sui mercati;
- elevata liquidità, in riferimento al volume degli scambi giornalieri aventi ad oggetto i titoli delle società oggetto di valutazione;
- estesa copertura di ricerca, in riferimento al numero di società di intermediazione finanziaria che pubblicano analisi sulle società oggetto di valutazione.

Le Quotazioni di Borsa sono espressamente richiamate, per le società quotate, dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile il quale recita: "[...] *La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre*".

Ai fini della determinazione di un intervallo di valori connesso all'applicazione del presente metodo, è stato considerato dagli Amministratori il prezzo ufficiale massimo e minimo assunto dal titolo negli ultimi sei mesi, prendendo a riferimento la data del 2 luglio 2019.

L'utilizzo del metodo delle Quotazioni di Borsa in base ai criteri sopra riportati ha condotto gli Amministratori ad individuare un valore economico di BPER compreso in un intervallo tra Euro 1.416 milioni ed Euro 2.047 milioni, ossia Euro 2,95 ed Euro 4,26 per ciascuna azione.

Target Price degli Analisti

Il metodo del *Target Price* degli Analisti si basa sull'analisi delle raccomandazioni riportate nei *research report* pubblicati dalle principali case d'analisi al fine di individuare un teorico valore della società oggetto di valutazione.

La caratteristica principale di tale metodologia risiede nella possibilità di individuare un valore ritenuto ragionevole dal mercato. La significatività di tale metodologia dipende dal livello di copertura del titolo da parte degli intermediari finanziari, che regolarmente pubblicano documenti di ricerca contenenti analisi dei profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e sviluppo delle società.

Ai fini della determinazione di un intervallo di valori connesso all'applicazione del presente metodo, il Consiglio di Amministrazione ha considerato il *Target Price* minimo e il *Target Price* massimo come risultanti dai *report* degli analisti successivi alla comunicazione dei risultati al 31 marzo 2019.

L'utilizzo dei *Target Price* espressi dagli analisti di ricerca sul titolo BPER successivamente alla comunicazione dei risultati relativi al primo trimestre 2019 ha condotto il Consiglio di Amministrazione ad individuare un valore economico di BPER compreso in un intervallo tra Euro 1.971 milioni ed Euro 2.645 milioni, ossia Euro 4,10 ed Euro 5,50 per ciascuna azione.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione degli Amministratori non vengono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli stessi nelle valutazioni di cui al punto precedente.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Gli Amministratori riferiscono che, partendo dagli intervalli indicati per ciascun metodo e riportati al precedente paragrafo 5, il Consiglio di Amministrazione è pervenuto a individuare un *range* di valore economico di BPER compreso tra Euro 3,60 ed Euro 5,54 per azione. Detto intervallo discende dalla media di ciascun metodo e, più precisamente, dall'utilizzo del valore minimo e di quello massimo emerso da detta media.

Al fine della determinazione del prezzo delle azioni, il Consiglio di Amministrazione riferisce di avere tenuto altresì conto delle caratteristiche proprie dello strumento *Additional Tier 1*, nonché del premio pagato dal sottoscrittore dello strumento, pari ad Euro 30 milioni (20% del valore nominale), rappresentativo sostanzialmente del valore dell'opzione di conversione implicita nello strumento stesso, oltre che di quanto pattuito nell'Accordo Quadro in termini di numero di azioni da emettere e di controvalore dell'operazione.

In considerazione di quanto sopra, il Consiglio reputa appropriato individuare il prezzo delle azioni di nuova emissione a servizio dell'eventuale conversione del POC AT1 in Euro 4,2, tenuto conto che, per quanto sopra riportato, tale valore approssima sostanzialmente il valore economico implicito di cui all'emissione delle azioni a servizio del conferimento delle azioni BdS da parte della Fondazione, pari a Euro 5,1. In ogni caso, detto prezzo di emissione si colloca all'interno di valori determinati secondo la miglior prassi valutativa nazionale ed internazionale per il settore finanziario, nonché conforme al disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile.

8. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- esaminato il verbale dell'Assemblea degli Azionisti di BPER Banca tenutasi in data 4 luglio 2019;
- esaminato la bozza del verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione della Banca tenutosi in data 4 luglio 2019;
- svolto una lettura critica delle bozze della Relazione degli Amministratori che ci sono state progressivamente messe a disposizione dalla Banca prima dell'approvazione della medesima nella prima parte della seduta odierna;

- riscontrato che il testo della Relazione approvato nella prima parte della riunione del Consiglio di Amministrazione tenutasi in data odierna, con specifico riferimento al paragrafo 4 relativo ai "Criteri per la determinazione del rapporto di conversione e del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio della conversione", non presentasse modifiche sostanziali rispetto alle bozze della Relazione precedentemente messe a nostra disposizione;
- esaminato il documento di analisi predisposto dall'Advisor e le presentazioni di Citi;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Banca;
- esaminato, per le sole finalità conoscitive dell'operazione nel suo complesso, il parere del Comitato Amministratori Indipendenti della Banca emesso in data 7 febbraio 2019 e relativi allegati
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, l'Accordo Quadro e il Regolamento;
- analizzato, sulla base di discussioni con la Direzione, il lavoro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- discusso con la Direzione di BPER, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, il Piano Industriale del Gruppo BPER, modificato al fine di neutralizzare gli effetti dell'operazione ed utilizzato dalla Banca per la determinazione dei flussi utilizzati nel metodo DDM e nel Modello di Gordon, allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fonda;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa di BPER nei sei mesi precedenti la data della Relazione, e rilevato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri, turnover ratio e bid-ask spread;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento, nonché la correttezza matematica del calcolo del prezzo di emissione delle azioni effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione;
- svolto analisi di sensibilità, nell'ambito dei metodi adottati dal Consiglio di Amministrazione per la valutazione di BPER, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nei parametri assunti;
- riscontrato la corretta applicazione dei criteri prescelti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Banca, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione del Piano Industriale, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le elaborazioni del piano, sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni.

9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

La Relazione degli Amministratori descrive al paragrafo 4 le motivazioni sottostanti le metodologie adottate dal Consiglio di Amministrazione e il processo logico dallo stesso seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale AT1.

Al riguardo, in considerazione delle specifiche caratteristiche dell'Aumento di Capitale AT1, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi adottati dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del prezzo di emissione delle nuove azioni di BPER, come riportato nel paragrafo 4 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla loro corretta applicazione.

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di BPER è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione ricorrendo ad una pluralità di metodi, secondo criteri ampiamente condivisi nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i relativi valori stimati per la Banca.
- La valutazione del capitale economico di BPER è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione per le finalità specifiche dell'Aumento di Capitale AT1, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale in sede di valutazione di istituti di credito.
- Ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile il prezzo di emissione delle azioni, nel caso di esclusione del diritto di opzione, deve essere determinato *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*. Con riguardo all'espressione *"valore del patrimonio netto"*, la dottrina ritiene che il legislatore abbia inteso riferirsi non al patrimonio netto contabile, quanto piuttosto al valore corrente del capitale economico della società determinato secondo le metodologie ritenute più appropriate secondo la prassi valutativa. Con riguardo poi al riferimento all'*"andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*, la prassi e la dottrina sono concordi nel ritenere che il periodo di osservazione debba essere determinato alla luce delle circostanze e delle peculiari caratteristiche del titolo, sempre con l'obiettivo di individuare il valore corrente della società emittente.
- La scelta del Consiglio di Amministrazione di adottare, ai fini delle proprie valutazioni, sia criteri economico-analitici in grado di raccogliere le aspettative circa lo sviluppo dei flussi di reddito futuri (nella specie, il metodo del *Dividend Discount Model* e il Modello di *Gordon*, entrambi utilizzati con valenza principale), sia criteri di mercato, basati sugli apprezzamenti esterni dei mercati e degli analisti (nella specie, il metodo delle Quotazioni di Borsa utilizzato anch'esso con finalità principale e, con finalità di controllo, il metodo dei *target price* degli analisti), appare nelle circostanze ragionevole e non arbitraria. In effetti, i metodi di tipo analitico e quelli di mercato risultano ad oggi quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti e osservatori internazionali. Tale scelta appare inoltre coerente con le indicazioni rinvenibili nell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile sopra richiamato.
- Nell'applicazione di tali metodi, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche e i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.

- Nell'ambito del procedimento valutativo sviluppato dal Consiglio di Amministrazione, l'utilizzo di un *panel* composto da tre metodi di valutazione ai quali è stata attribuita, ancorché non esplicitata dagli Amministratori, eguale rilevanza principale, non ha comportato la necessità di individuazione di criteri di importanza relativa tra gli stessi.
- Con riferimento ai criteri principali prescelti dal Consiglio di Amministrazione, il metodo *Dividend Discount Model* (il "DDM") rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, in questo caso rappresentati dai dividendi futuri, riconosciuti dalla migliore dottrina soprattutto con riferimento al settore bancario. Sotto il profilo dell'applicazione della metodologia principale, nella Relazione degli Amministratori vengono sinteticamente indicati i principali parametri utilizzati dagli Amministratori per lo sviluppo del DDM e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione degli stessi. Le scelte valutative effettuate dal Consiglio di Amministrazione e le modalità di determinazione dei parametri dallo stesso prescelti risultano ragionevoli e in linea con la migliore dottrina e prassi valutativa.
- Il Modello di *Gordon* è un metodo finanziario che determina il valore economico di una banca sulla base della relazione tra redditività futura sostenibile nel lungo termine e il tasso di rendimento di mercato. Anche in questo caso, nella Relazione vengono indicati i principali parametri utilizzati dagli Amministratori per lo sviluppo del modello: le scelte degli Amministratori al riguardo sono state da noi esaminate e risultano ragionevoli e in linea con la dottrina e prassi valutativa.
- Il riferimento ai corsi di borsa individuato dagli Amministratori quale terza metodologia principale è comunemente accettato ed utilizzato a livello sia nazionale sia internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti, le quotazioni di borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Come ricordato all'inizio del presente paragrafo, l'adozione del metodo delle Quotazioni di Borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile. Conseguentemente, in considerazione di tutto quanto sopra, l'adozione del metodo delle Quotazioni di Borsa appare, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.
- Gli Amministratori hanno osservato i prezzi di borsa del titolo BPER nei 6 mesi antecedenti alla data del 2 luglio 2019 (compresa). Tali osservazioni hanno evidenziato la presenza di significative oscillazioni nei valori del titolo, che si è mosso in un ampio *range* compreso tra un prezzo ufficiale minimo di Euro 2,95 e un prezzo ufficiale massimo di Euro 4,26. Ai fini della determinazione di un intervallo di valori connesso all'applicazione di tale metodo, gli Amministratori hanno ritenuto di considerare i due estremi sopra indicati, individuando così un valore medio pari a Euro 3,60. Tale approccio, seppur non in linea con un più usuale approccio che prevede l'utilizzo di medie calcolate su orizzonti temporali più o meno ampi, risulta nelle circostanze accettabile, tenuto conto che detto valore di Euro 3,60 non si discosta significativamente rispetto ai valori rivenienti dal calcolo delle medie a 6, 3 e 1 mese, che evidenziano rispettivamente valori unitari pari a Euro 3,56, 3,74 e 3,50. Si tratta in ogni caso, per tutti i valori sia puntuali sia medi sopra indicati, di valori ampiamente inferiori rispetto al prezzo di emissione individuato dagli Amministratori.
- Le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.

- In accordo con la prassi e la tecnica professionale, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno ampliare il proprio approccio di analisi anche ai fini della possibile identificazione di criteri di controllo. La metodologia dei prezzi obiettivo espressi dagli analisti finanziari appartiene ai criteri di mercato e permette di apprezzare il valore e l'appetibilità di una società sulla base di tutte le informazioni disponibili al mercato, al momento della valutazione, sulla società e sul suo settore di riferimento. Nel caso specifico, gli Amministratori hanno scelto di utilizzare i *report* degli analisti finanziari emessi successivamente alla pubblicazione dei risultati del primo trimestre dell'esercizio 2019: la scelta degli Amministratori al riguardo appare ragionevole e non arbitraria, in quanto tiene conto dell'informativa più aggiornata fornita al mercato dalla Banca.
- Gli Amministratori hanno ritenuto di non utilizzare le ulteriori metodologie valutative dei multipli di mercato e della retta di regressione, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo. Nella Relazione degli Amministratori sono illustrate le ragioni che motivano tale scelta metodologica. Alla luce degli argomenti richiamati nella Relazione, detta decisione degli Amministratori, appare, nelle circostanze, accettabile.
- Sulla base dei *range* risultanti dallo sviluppo e dall'applicazione delle metodologie principali e di quella di controllo, gli Amministratori della Banca hanno ritenuto di individuare il "*valore economico implicito*" dell'azione BPER in circa Euro 5,1, che si colloca nella parte alta del *range* individuato dall'*Advisor* sulla base dei valori medi dei *range* rivenienti dalle tre metodologie principali applicate (Euro 5,22 per il DDM, Euro 5,54 per il Modello di *Gordon*, Euro 3,60 per le Quotazioni di Borsa, che ha appunto condotto gli Amministratori a individuare un *range* da Euro 3,60 a Euro 5,54). Peraltro, tenuto conto delle caratteristiche del POC AT1 e del valore dell'opzione di conversione implicita nello strumento, determinato in circa il 20% del valore nominale e valorizzato in via separata, gli Amministratori hanno ritenuto di individuare lo *strike price* del POC AT1 e, conseguentemente, il prezzo di emissione delle azioni al suo servizio in Euro 4,2 (riveniente dalla divisione degli Euro 150 milioni di valore nominale per il numero di azioni da emettere al servizio del POC AT1). Considerando il corrispettivo complessivo dello strumento (Euro 180 milioni, di cui Euro 150 milioni di valore nominale e la parte residua, pari a Euro 30 milioni, sostanzialmente coincidente con la componente opzionale), il valore unitario dell'azione BPER approssimerebbe per l'appunto Euro 5,1, valore effettivamente preso a riferimento dagli Amministratori.

Del resto, ulteriore conforto rispetto a quanto sviluppato dagli Amministratori emerge, a nostro avviso, anche qualora si volesse adottare un approccio tipico di un investitore finanziario, e quindi che si fondi sul valore corrente di mercato dell'azione BPER e dell'opzione di conversione incorporata nello strumento POC AT1. In tale caso, infatti, se al valore dei corsi di borsa dell'azione BPER alla data di ieri, pari a Euro 3,85, si sommasse il valore della componente opzionale per un medesimo *strike price* di Euro 4,2 (stimabile in circa il 20% dello *strike price*, e dunque in circa Euro 0,84), si arriverebbe a un valore complessivo comunque inferiore rispetto al valore economico implicito dell'azione BPER individuato dagli Amministratori, pari a Euro 5,1. Il valore individuato dagli Amministratori ai fini della fissazione del prezzo di emissione risulta dunque più vantaggioso per gli azionisti esclusi dal diritto di opzione.

In definitiva, tenuto conto delle considerazioni svolte dagli Amministratori e anche alla luce del conforto riveniente dagli spunti qui sopra sviluppati, l'approccio utilizzato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione risulta, nelle circostanze, ragionevole e non arbitrario.

10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

- (i) In merito ai limiti ed alle difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:
- Le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione sulla base della metodologia DDM e del Modello di *Gordon* si fondano su previsioni economico-finanziarie desunte dal Piano Industriale predisposto dal *management*. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato, della regolamentazione e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, 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 fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.
 - Le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo delle Quotazioni di Borsa e il metodo del Target Price degli Analisti, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. A influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.
- (ii) Si richiama l'attenzione dei destinatari del presente parere sui seguenti aspetti di rilievo:
- gli Amministratori, tenuto conto delle caratteristiche del POC AT1 e del valore dell'opzione di conversione implicita nello strumento, determinato in circa il 20% del valore nominale e valorizzato in via separata, hanno ritenuto di individuare lo *strike price* del POC AT1 e, conseguentemente, il prezzo di emissione delle azioni al suo servizio in Euro 4,2 (riveniente dalla divisione degli Euro 150 milioni di valore nominale per il numero di azioni da emettere al servizio del POC AT1). Come illustrato al precedente paragrafo 9, considerando peraltro il corrispettivo complessivo dello strumento (Euro 180 milioni, di cui Euro 150 milioni di valore nominale e la parte residua, pari a Euro 30 milioni, sostanzialmente coincidente con la componente opzionale), il valore unitario dell'azione BPER approssimerebbe per l'appunto Euro 5,1, valore effettivamente preso a riferimento dagli Amministratori.
 - Il prezzo di emissione del POC AT1 potrà essere oggetto di aggiustamenti in conformità alla prassi di mercato, al verificarsi degli eventi specificamente individuati nel Regolamento.
 - L'approccio valutativo adottato dagli Amministratori è finalizzato ad individuare il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito e per le specifiche finalità connesse all'Aumento di Capitale AT1, tenuto conto delle peculiari caratteristiche dell'operazione e del POC AT1. Tale approccio metodologico non può pertanto essere di per sé comparato con quello sottostante processi valutativi intervenuti, o che potranno intervenire, in contesti temporali o per finalità intrinsecamente differenti, quale, a titolo esemplificativo, quello relativo alla determinazione del prezzo di emissione nell'ambito dell'aumento di capitale al servizio del conferimento della partecipazione detenuta dalla Fondazione di Sardegna nel Banco di Sardegna, ovvero degli ulteriori aumenti di capitale delegati al Consiglio di Amministrazione dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 4 luglio 2019.

- Esula inoltre dalla nostra attività anche ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura dell'operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'operazione stessa.
- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà della Fondazione di Sardegna, a seguito della consegna da parte della Banca delle nuove azioni a seguito dell'eventuale esercizio della facoltà di conversione, di negoziare le suddette azioni sul mercato.

11. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10, e in particolare *sub (ii)*, riteniamo che i criteri adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni pari a Euro 4,2 delle massime n. 35.714.286 nuove azioni ordinarie di BPER Banca S.p.A. nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione al servizio della conversione del prestito obbligazionario *Additional Tier 1*, avente valore nominale di Euro 150 milioni, ad un prezzo di sottoscrizione di Euro 180 milioni.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.


Marco Benini
Socio

Bologna, 11 luglio 2019