

3 ARERE VALUTATIVO

* * *

Oggetto: quantificazione del possibile prezzo negoziabile delle quote di minoranza della controllata Pasvim Spa

* * *

Premessa

Il sottoscritto Paolo Romagnoli, nato a Pavia il 25/10/1964 ed ivi residente in Viale Lungo Ticino Visconti n. 5, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Pavia al numero 156 Sez. A, codice fiscale RMG PLA 64R25 G388G, a seguito dell'incarico conferitogli in data 12/11/2018 dalla Fondazione Banca del Monte di Lombardia (di seguito "*Fondazione*"), in persona del Presidente del Consiglio di Amministrazione, Dott. Aldo Poli, formula il seguente **parere** circa il possibile prezzo negoziabile delle partecipazioni detenute dai soci di minoranza della Società controllata "Partner Sviluppo Imprese S.p.A. - PASVIM" (di seguito "*Pasvim*"), con sede in Pavia – Via Bordoni n. 12, capitale sociale di €14.850.000 - interamente versato, numero d'iscrizione al Registro delle Imprese di Pavia e codice fiscale 01861900189.

1. Oggetto e finalità

L'oggetto del presente lavoro è l'individuazione di un **prezzo negoziabile delle quote di minoranza (non qualificata) detenute dai soci di Pasvim, tenendo presente, quale riferimento di base della valutazione, il patrimonio netto risultante dal bilancio semestrale al 30/06/2018, approvato dal C.d.A di Pasvim in data 10/08/2018 e trasmesso a Banca d'Italia secondo i regolamenti e le disposizioni del settore.**

Quanto sopra nella premessa ed in funzione di un riassetto della compagine sociale della medesima controllata Pasvim che prevede la proposta di acquisto,



da parte della Fondazione quale socio di maggioranza, delle quote di partecipazione detenute dai soci di minoranza.

Il parere in oggetto è elaborato nel presupposto della corretta valutazione del patrimonio netto aziendale, così come quantificato nel bilancio semestrale sopra richiamato e non ha previsto attività di audit delle singole poste contabili: in conformità all'incarico ricevuto, non si è quindi proceduto alla verifica dell'esattezza, veridicità e completezza dei dati e delle informazioni forniti da Pasvim e posti a base della stima effettuata.

Ciò premesso, per quanto a conoscenza del redattore del presente documento ed in base alle informazioni acquisite dagli organi societari, non sussistono ragioni che possano far presumere l'inattendibilità dei dati presi a base della presente valutazione.

Resta in ogni caso ferma l'esclusione della responsabilità del sottoscritto conseguente ad informazioni e/o dati errati e/o omessi che possano inficiare le conclusioni della valutazione in oggetto.

E' infine opportuno precisare che la stima del prezzo negoziabile di una partecipazione non è un'operazione matematica priva di elementi d'incertezza e, pertanto, il valore cui si è pervenuti è soltanto uno dei possibili valori che solo un'effettiva negoziazione di mercato può esprimere.

I criteri adottati, le considerazioni specifiche assunte e le conclusioni numeriche richieste, sono esposti nella seguente relazione.

2. Dati e notizie della Società

La società "Partner Sviluppo Imprese S.p.A. - PASVIM", con sede legale in Pavia (PV), Via Bordoni n. 12 e capitale sociale di €. 14.850.000 i.v. è stata costituita in data 25/3/2000 con atto redatto dal Notaio Antonio Trotta Rep. 96614 – Racc. 25596.

L'attività svolta da Pasvim è orientata a sostenere l'universo delle PMI, affiancando il sistema Confidi per facilitarne l'accesso al credito bancario e ciò al



fine di favorire la crescita economica del territorio, consolidare la struttura imprenditoriale, rafforzare la coesione sociale.

Pasvim, avendo maturato nel corso del 2007 il progetto di trasformazione in Intermediario Finanziario, ha ottenuto la relativa autorizzazione da Banca d'Italia in data 19 gennaio 2009.

Il prodotto erogato da Pasvim ai suoi clienti è costituito da Certificati di Garanzia, ossia Crediti di firma.

A seguito delle evoluzioni normative, decretate con l'introduzione di Basilea II nel contesto italiano, Pasvim ha deciso di porsi quale interlocutore da una parte dei Confidi e, dall'altra, degli Istituti di Credito, al fine di garantire continuità all'accesso al credito per i consorziati Confidi, grazie alla garanzia a prima richiesta rilasciata da Pasvim.

Secondo tale schema, a fronte di finanziamenti convenzionati dalla Banca ed erogati ai soci del Confidi, Pasvim, per la stessa tipologia di finanziamenti, rilascia garanzia fidejussoria (Certificato di Garanzia) a favore della Banca erogatrice, nell'interesse dell'impresa richiedente, ottenendo, di norma, contestuale copertura totale o parziale dal Confidi (Attestato di Garanzia – Co-assicurazioni). Pasvim è pertanto attualmente una società mono prodotto (Crediti di firma) che opera in un unico mercato, quello dei Confidi, rilasciando "Garanzie fidejussorie a prima richiesta" a favore delle banche erogatrici, collegate ai Confidi clienti, secondo modalità regolate dalle convenzioni stipulate con primari gruppi bancari e con diversi Confidi.

Capitale sociale.

Il capitale sociale di Pasvim - pari ad Euro 14.850.000,00 interamente versato e rappresentato da n. 14.850.000 azioni del valore nominale di Euro 1,00 - alla data del 30/06/2018 risulta così ripartito:



6PFLR	ICI DJ IRCL	I
Fondazione Banca del Monte di Lombardia	12.378.641	83,35
Confiab (Consorzio fidi imprese artigiane Prov. BG in liquidazione)	789.033	5,31
Ascom Fidi (Coop. garanzia operatori commercio, turismo e servizi Prov. Pavia)	779.674	5,25
UBI Banca S.p.A.	572.825	3,86
Camera di Commercio IAA di Pavia	197.377	1,33
Comune di Pavia	132.450	0,90

Alla data odierna non si sono verificate modifiche rispetto alla situazione sopra specificata.

Organi societari.

La società ha adottato il sistema di amministrazione monistico: il Consiglio di Amministrazione, nominato dall'Assemblea dei soci in data 19/05/2017, è composto da sette consiglieri, ha nominato al suo interno il Comitato di controllo sulla gestione, composto da due membri, cui è affidato il controllo sull'amministrazione.

Compongono il Consiglio di Amministrazione i seguenti soggetti:

- Alberto Arnaldo Majocchi - Presidente del C.d.A.;
- Andrea Massimo Astolfi - Vice Presidente del C.d.A.;
- Giampiera Vecchi - Amministratore e membro del Comitato di controllo sulla gestione;
- Luigi Migliavacca - Amministratore e membro del Comitato di controllo sulla gestione;
- Nicola Carmelo Advastro - Amministratore e Direttore generale;
- Ferdinando Crovace - Amministratore;
- Pietro Ferretti - Amministratore.



La revisione legale dei conti (controllo contabile) è affidato alla Società di revisione PriceWaterhouseCoopers S.p.A. - PWC, nominata in data 21/4/2011 ed in carica fino all'approvazione del bilancio chiuso al 31/12/2019.

3. Metodologia di valutazione

Occorre preliminarmente sottolineare che la valutazione di una partecipazione, rappresentata da un pacchetto di azioni/quote di un'azienda inferiore al 100% , è effettuata con un approccio differente, rispetto a quello adottato per valutare un'azienda nel suo complesso.

In ipotesi di negoziazione, accade infatti che il valore di una singola partecipazione possa risultare differente dalla sommatoria dei valori dei singoli titoli che la compongono ovvero che il valore dell'azienda, nel suo complesso, possa risultare diverso dalla sommatoria dei valori attribuibili ad ogni singola partecipazione,.

Per la valutazione del prezzo negoziabile delle quote di partecipazione di minoranza (di entità non "qualificata", come si evince dal prospetto del capitale sociale di Pasvim sopra rappresentato), la base di riferimento è rappresentata dal Patrimonio netto contabile al 30/06/2018, così come esposto nella situazione di bilancio "semestrale" della Società a tale data.

Sono state quindi raccolte tutte le informazioni necessarie per qualificare, analizzare e comprendere la specificità di dette partecipazioni minoritarie e tutti gli elementi che possono, in qualche modo, influenzarne il valore (ad esempio presenza di patti parasociali, diritti particolari, patti di sindacato o altro).

Si è infine valutata l'eventuale sussistenza di elementi, di natura non contabile come sopra esposto, che possano in concreto condurre ad una rettifica (positiva e/o negativa) di tale patrimonio netto: avviamento (capacità futura di generazione di utili), premio di maggioranza e/o sconto di minoranza (Pasvim è controllata per 83,35% dalla Fondazione), sconto di liquidità (livello di fungibilità



delle quote azionarie nel contesto in cui la Società opera), non sussistendo un mercato di scambio attivo dei titoli azionari oggetto di valutazione.

4. Dati e informazioni utilizzati

Ai fini dell'elaborato in oggetto, sono stati utilizzati i dati e le informazioni desunti dalla seguente documentazione:

- situazione economica e patrimoniale al 30/06/2018, approvata dal Consiglio di Amministrazione del 10/08/2018 e trasmessa alla Banca d'Italia secondo regolamenti in vigore;
- visura camerale storica aggiornata;
- informazioni contabili e gestionali derivanti dalla documentazione societaria e da incontri con i responsabili ed i dipendenti della società.

5. Valutazione

5.1 Patrimonio netto contabile

La situazione patrimoniale ed economica di riferimento al 30/06/2018 presenta le seguenti risultanze (*valori espressi in euro*):

Situazione economica e patrimoniale al 30/06/2018 (Allegato 1)		
	Attivo	Importi €
10.	Cassa e disponibilità liquide	226
40.	Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	17.089.651
	a) Crediti verso banche	7.937.242
	b) crediti verso società finanziarie	1.282.203
	c) crediti verso clientela	7.870.206
80.	Attività materiali	30.154
90.	Attività immateriali	19.155
100.	Attività fiscali	26.508

	a) correnti	26.508
	b) anticipate	
120.	Altre attività	38.214
	Totale Attivo	17.203.908
	Passivo	
10.	Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato	4.310
	a) debiti	4.310
60.	Passività fiscali	25.938
	a) correnti	-
	b) differite	25.938
80.	Altre passività	1.029.134
90.	Trattamento di fine rapporto	78.104
100.	Fondi per rischi ed oneri	4.392.355
	a) impegni e garanzie rilasciate	3.978.816
	b) quiescenza ed obblighi simili	-
	c) altri fondi per rischi ed oneri	413.539
110.	Capitale sociale	14.850.000
150.	Riserve di Utili (+) / Perdite a nuovo (-)	- 2.961.921
160.	Riserve da valutazione	
	Utile (+) / Perdita d'esercizio (-)	-214.012
	Totale Passivo e Patrimonio netto	17.203.908
Dettaglio del Patrimonio netto al 30/06/2018		
	Capitale sociale	14.850.000
	Altre riserve di capitale	46.404
	Perdite a nuovo	-3.008.325
	Perdita periodo 1/1 - 30/06/2018	- 214.012
	Totale Patrimonio netto al 30/06/2018	11.674.067



5.2 Avviamento

Al fine di determinare l'eventuale maggior valore da attribuire al Patrimonio netto, derivante dalla capacità della Società di produrre redditi prospettici, si sono presi a riferimento i risultati netti dell'ultimo decennio, sino alla situazione infrannuale al 30/6/2018:

Anno	Utile / Perdita
30/6/2018	-214.012
2017	-2.776.670
2016	-453.703
2015	-813.510
2014	-714.159
2013	-735.929
2012	-786.474
2011	-489.515
2010	-787.094
2009	-758.888
2008	-195.887

I valori sopra riportati evidenziano come non sia ragionevolmente possibile, basandosi su dati storici, ipotizzare l'attribuzione di un maggior valore alle partecipazioni, derivante dalla futura capacità reddituale della Società. Anche in termini prospettici, stante l'attuale situazione di significativa difficoltà del comparto creditizio e dei consorzi fidi in particolare, non è possibile quantificare un potenziale valore di avviamento, a prescindere dalle potenziali strategie dell'Azienda.



5.3 Premio di maggioranza, sconto di minoranza e sconto di liquidità

La valutazione di pacchetti azionari è certamente collegata alla valutazione dell'azienda, ma in realtà quando si fa riferimento ad azioni/quote di una società di capitali, non si può prescindere dal fatto che le stesse attribuiscono ai loro possessori sia diritti amministrativi, sia diritti economici.

Alcuni momenti della vita della società richiedono maggioranze (più o meno qualificate) per l'assunzione di determinate delibere e decisioni, dalla nomina degli amministratori, all'approvazione del bilancio sino alle operazioni di natura straordinaria (quali fusioni, scissioni, conferimenti, aumenti di capitale ovvero investimenti di rilievo); da ciò emerge che, sebbene i diritti attribuiti siano, come nel caso di specie, i medesimi per tutti gli azionisti, occorre considerare le possibilità connesse al loro concreto esercizio, sulla base dell'entità della quota di partecipazione detenuta.

Occorre quindi valutare le differenti prerogative che sono associate ad un pacchetto di (più o meno ampia) maggioranza, piuttosto che una quota di minoranza qualificata (ossia di rilievo) ovvero ancora, come nel caso che qui ricorre, quote di minoranza significativamente ridotte nella loro entità.

Ciò inevitabilmente influenza sia il valore del pacchetto azionario, sia la sua fungibilità / negoziabilità sul mercato.

Quanto sopra esposto comporta quindi la necessità di considerare i *premi di maggioranza* e gli *sconti di minoranza*, ai fini delle valutazioni richieste con il presente parere: risulterebbe infatti fuorviante determinare il valore di possibile negoziazione di una partecipazione semplicemente con una proporzione aritmetica, rispetto al valore totale attribuito all'impresa.

Se si analizza la migliore dottrina valutativa (in particolare *Organismo Italiano di Valutazione - Principi Italiani di Valutazione – PIV – Premi e Sconti - 1 dicembre 2014*), emerge che, di norma, i premi di maggioranza sono compresi in un range che oscilla dal 24% al 44%; inoltre, viene fatta rilevare l'esistenza, su base statistica, di una correlazione inversa tra il grado di controllo ed il premio, nel



senso che maggiore sarà il premio quanto più funzionale all'acquisizione del controllo sarà la quota di partecipazione oggetto di vendita.

Allo stesso modo, per quanto attiene è la stima dello sconto di minoranza, sempre il citato documento redatto dall'OIV, prevede l'applicazione di percentuali che oscillano da 15% al 40%.

In aggiunta a ciò, va poi detto che, nelle imprese di dimensioni ridotte, lo sconto di minoranza, al verificarsi di determinate condizioni, può essere spesso associato, come nel caso in esame, ad un ulteriore sconto di liquidità, che, sempre secondo quanto emerge dal documento OIV, prevede l'applicazione di percentuali comprese nel range fra il 13% ed il 45%, nei casi in cui l'assenza di un mercato reale per la partecipazione sia oggettivamente verificabile dall'esperto e non possa non incidere in modo obiettivo sul reale valore di mercato della partecipazione.

Nel caso specifico, occorre considerare le seguenti circostanze:

- la Fondazione, quale proponente acquirente, detiene già l'83,35% delle azioni di Pasvim: è quindi evidente che l'ulteriore acquisto di quote non modificano, ne integra, il ruolo di socio di ampia maggioranza già prerogativa della quota detenuta;
- sia l'azionista Comune di Pavia (in data 25/06/2015), sia l'azionista Camera di Commercio di Pavia (in data 21/12/2017), hanno indetto avvisi d'asta pubblica per l'alienazione delle rispettive partecipazioni societarie in Pasvim senza che si sia addivenuti, in nessuno dei due casi, alla conclusione di alcuna trattativa

Ciò impone di considerare pertanto anche lo sconto ulteriore, legato alla illiquidità dell'asset, nella stima del potenziale prezzo di compravendita che tali pacchetti di minoranza debbono incorporare, poiché la presente congiuntura di mercato, che è caratterizzata da scarsa liquidità e da un ridotto numero di operazioni, rende assai difficile cedere pacchetti di minoranza (si ribadisce, non qualificata) di società controllate da terzi.



Tenuto quindi conto delle situazioni sopra descritte e, con preciso riferimento al parere richiesto, si può ragionevolmente sostenere l'opportunità di applicare, in maniera prudentiale:

- *sconto di minoranza*, nella misura prudentiale (bassa mediana) pari al 24% dell'*equity value*;
- *sconto di liquidità*, nella misura prudentiale (bassa mediana) pari al 20% dell'*equity value*, al netto dello sconto di minoranza.

(fonte OIV - *Principi Italiani di Valutazione – PIV – Premi e sconti del 1 dicembre 2014 – Marco Vulpiani Membro del Consiglio di Gestione OIV, Equity Partner, Head of Valuation Services presso Deloitte Financial Advisory S.r.l.*)

6. Conclusioni

Il processo di stima del prezzo negoziabile delle partecipazioni di minoranza della Pasvim in ipotesi di proposta d'acquisto da parte di Fondazione, si può così sintetizzare:

Patrimonio netto contabile da bilancio semestrale al 30/06/2018 (<i>equity value</i>)	€ 11.674.067
Sconto di minoranza (= 24% dell' <i>equity value</i>)	- € 2.801.776
Equity value al netto dello sconto di minoranza	€ 8.872.291
Sconto di liquidità (= 20% dell' <i>equity value</i> al netto dello sconto di minoranza)	- € 1.774.458
Patrimonio netto rettificato (base value)	€ 7.097.833



In relazione a quanto esposto ed alle specifiche finalità dell'incarico conferito, si valorizza il capitale economico della società "Partner Sviluppo Imprese S.p.A. - PASVIM", alla data del 30/06/2018, previo arrotondamento per difetto dei valori individuati, nell'importo di

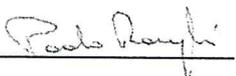
Euro 7.100.000,00= (settemilionicentomila/00)

pari ad un prezzo per azione così determinato:

Patrimonio netto rettificato (<i>base value</i>)	€ 7.100.000
Capitale Sociale	€ 14.850.000
Valore per azione	€ 0.48

Il sottoscritto ritiene che tale valore possa ragionevolmente rappresentare un prezzo di riferimento in ipotesi di negoziazione di partecipazioni detenute dai soci di minoranza di Pasvim.

Pavia, li 23 novembre 2018


Dott. Paolo Romagnoli