

TRIBUNALE CIVILE DI ROMA

SEZIONE XIV PROCEDURE CONCURSUALI

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE N. 460/2026

MANET MOBILE SOLUTIONS S.R.L.

G.D. Dr. FRANCESCO COTTONE

CURATORE AVV. PAOLO BRESCIA

RELAZIONE DI STIMA
DEL VALORE COMMERCIALE DEL RAMO eSIM
E DEL GIUSTO CANONE DI AFFITTO

Giuseppe Cappuccio
Dottore commercialista – Revisore contabile
00141 Via Val d'Ala 26 – Roma
E-mail: g.cappuccio@studiocappuccio.com
Pec: giuseppe.cappuccio@pec.commercialisti.it

Indice:

1. INTRODUZIONE E OGGETTO DELL'INCARICO	3
2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA.....	5
3. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO	6
4. BREVE RICHIAMO ALL'OPERATIVITÀ DELLA SOCIETÀ	7
5. NOZIONE DI RAMO D'AZIENDA E IDENTIFICAZIONE DEL RAMO ESIM	9
6. CENNI SULLE METODOLOGIE DI STIMA DELLE AZIENDE.....	11
Il metodo fondamentale	12
I metodi alternativi.....	16
7. LA METODOLOGIA DI STIMA ADOTTATA.....	19
8. LA STIMA DEL VALORE COMMERCIALE DEL RAMO ESIM	20
Determinazione del reddito medio annuo.....	20
Determinazione del tasso di congrua remunerazione del capitale (Ke).....	23
Stima del valore economico del Ramo eSIM.....	25
9. LA DETERMINAZIONE DEL GIUSTO CANONE D'AFFITTO PER IL RAMO ESIM.....	26
10. CONCLUSIONI	27

1. INTRODUZIONE E OGGETTO DELL'INCARICO

In data 21 aprile 2026, Manet Mobile Solutions S.r.l. (nel seguito, anche solo la “**Società**” o “**Manet**”) con sede legale in Roma (RM), Viale Battista Bardanzellu n. 65, P.I. e C.F. n. 13464271009, iscritta presso il Registro Imprese di Roma con REA n. 1449947, e operante nel settore della progettazione, realizzazione e commercializzazione di soluzioni software mobile e web-based per la prestazione di servizi innovativi nell’ambito turistico, alberghiero e informatico, ha presentato ricorso dinanzi al Tribunale di Roma per l’apertura della propria Liquidazione Giudiziale.

Con sentenza n. 527/2026 del 20.5.2026, il Tribunale Ordinario di Roma, Sezione Procedure Concorsuali, ha dichiarato l’apertura della Liquidazione Giudiziale della Società, nominando il dott. Francesco Cottone quale Giudice Delegato e l’Avv. Paolo Brescia quale Curatore della procedura.

Nel corso della procedura, con informativa al Giudice Delegato del 4.06.2026 avente ad oggetto “*le prospettive di continuità aziendale*”, il Curatore, ha formulato talune considerazioni in merito alla fattibilità dell’esercizio provvisorio dell’impresa, finalizzato esclusivamente alla conservazione del valore aziendale e dell’avviamento in vista di una successiva cessione, con riferimento a uno specifico ramo di azienda dedicato alla fornitura di servizi di connettività eSIM e soluzioni digitali per viaggiatori e partner travel (tour operator, OTA, agenzie, reseller), tramite piattaforme web e app che consentono l’acquisto, l’attivazione e la gestione di piani dati eSIM e servizi turistici correlati (nel seguito, anche solo il “**Ramo eSIM**” o il “**Ramo d’Azienda**”).

In data 8.6.2026, il Curatore ha presentato istanza di autorizzazione all’esercizio dell’impresa del debitore ai sensi dell’art. 211 del Codice della Crisi di Impresa e dell’insolvenza (nel seguito anche solo “**CCII**”) limitatamente al Ramo eSIM, autorizzato con provvedimento dell’11 giugno 2026, per la durata iniziale di quattro mesi.

In data 23.06.2026, a seguito del provvedimento autorizzativo emesso dal Giudice Delegato in data 22 giugno 2026, il Curatore ha conferito al dott. Giuseppe Cappuccio, nato a Bassano del Grappa (VI) il 26.7.1984, dottore commercialista con studio in Roma, Via Val d’Ala n. 26 (e-mail: g.cappuccio@studiocappuccio.com, pec: giuseppe.cappuccio@pec.commercialisti.it), iscritto all’Ordine dei dottori commercialisti ed esperti contabili di Roma al numero AA_010877, l’incarico di stimare il

“compendio aziendale della società Manet Mobile Solutions s.r.l., con particolare riferimento al ramo di azienda, attualmente in esercizio provvisorio, dedicato alla fornitura di servizi di connettività eSIM e soluzioni digitali per viaggiatori e partner travel, tramite piattaforme web e app che consentono l’acquisto, l’attivazione e la gestione di piani dati eSIM e servizi turistici correlati. Si chiede, in particolare, di determinare il valore commerciale complessivo dell’azienda e/o del ramo di azienda per la definitiva cessione, nonché il giusto canone di affitto”.

Nel paragrafo che segue si riporta l’elenco della documentazione presa in esame nell’ambito del presente lavoro (secondo capitolo) e, successivamente, si precisano la natura e le limitazioni dell’incarico (terzo capitolo).

L'elaborato prosegue con una breve descrizione della Società e del relativo modello di business (quarto capitolo), vengono quindi riportate la nozione di ramo d'azienda e l'identificazione del Ramo eSIM oggetto di stima (quinto capitolo), per poi procedere alla descrizione delle principali metodologie di valutazione riconosciute dalla dottrina e dalla prassi professionale (sesto capitolo) e alla determinazione della metodologia adottata dallo scrivente per la valutazione del Ramo eSIM, consistente nel metodo reddituale sintetico a durata definita (settimo capitolo).

Si procede, dunque, alla stima del valore economico del Ramo eSIM (ottavo capitolo) e alla determinazione del giusto canone d'affitto (nono capitolo).

L'elaborato peritale termina con il riepilogo dell'attività svolta e la formulazione delle considerazioni conclusive (decimo capitolo).

2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Ai fini dell'espletamento dell'incarico, lo scrivente ha proceduto all'esame della documentazione contabile, societaria e commerciale resa disponibile dalla procedura, per come di seguito indicata:

- il ricorso per l'apertura della liquidazione giudiziale avanti al Tribunale Civile di Roma del 21 aprile 2026 e i successivi provvedimenti tra cui l'autorizzazione del giudice delegato dell'11.06.2026, recante l'autorizzazione all'esercizio provvisorio del Ramo d'Azienda per la durata di quattro mesi;
- bilanci d'esercizio della Società dal 2022 al 2024 approvati e depositati;
- la situazione patrimoniale *proforma* aggiornata al 31.12.2025;
- la relazione sull'attività d'impresa e gli elenchi dei clienti e dei partner eSIM;
- i rendiconti periodici relativi (i) al mese di giugno 2026 e (ii) al periodo sino a luglio 2026 predisposti dal Curatore avv. Paolo Brescia;
- la documentazione tecnica relativa all'architettura, alla portabilità e ai costi della piattaforma *Manet Travel*;
- la documentazione commerciale concernente i modelli reseller, API partner e *affiliation*;
- il verbale di inventario del 16 giugno 2026 e la relazione dell'Istituto Vendite Giudiziarie di Roma del 18 giugno 2026 relativa alla stima dei beni mobili di proprietà della Società;
- altra documentazione utile messa a disposizione della procedura ai fini del presente incarico.

Si precisa che non sono state svolte procedure di revisione contabile, due diligence legale, fiscale, giuslavoristica o informatica, né verifiche indipendenti sul codice sorgente, sulla titolarità dei diritti di proprietà intellettuale, sulla trasferibilità dei singoli contratti o sulla conformità della piattaforma alla normativa applicabile. Tali profili sono stati considerati sulla base delle informazioni e delle rappresentazioni contenute nella documentazione ricevuta.

3. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretati alla luce delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

- i. i dati, le informazioni e i documenti necessari per lo svolgimento dell'incarico sono stati forniti dalla procedura. Lo scrivente, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione di tali dati, informazioni e documenti e avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde della loro veridicità, completezza, accuratezza e attendibilità;
- ii. la valutazione è stata basata sul presupposto, non verificato dello scrivente, della corretta rilevazione, nei documenti contabili della Società, delle grandezze di natura economica, patrimoniale e finanziaria di tali entità;
- iii. l'analisi delle componenti patrimoniali, reddituali e finanziarie e, conseguentemente, l'attribuzione del valore economico al Ramo d'Azienda sono state effettuate con riferimento alla data del 20 maggio 2026 coincidente con la data di apertura della liquidazione giudiziale;
- iv. non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni e sulla trasferibilità degli stessi, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione trasmessa al sottoscritto;
- v. la valutazione è stata effettuata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad esempio, nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali).

4. BREVE RICHIAMO ALL'OPERATIVITÀ DELLA SOCIETÀ

Manet Mobile Solutions S.r.l. con sede legale in Roma (RM), Viale Battista Bardanzellu n. 65, P.I. e C.F. n. 13464271009, iscritta presso il Registro Imprese di Roma con REA n. 1449947, è stata costituita in data 10.07.2015 con atto a rogito del Notaio Federico Corrado (Rep n. 2736). Il capitale sociale, a suo tempo, sottoscritto e integralmente versato di € 20.398,03, risulta posseduto come segue:

- per il 25,98% (corrispondente a un valore nominale di € 5.300,02) dal Sig. Antonio Calia (CF CLANTN85T31H5010);
- per il 10,52% (corrispondente a un valore nominale di € 2.146,21) da Zest Investments S.r.l. (CF 13467090968);
- per il 6,37% (corrispondente a un valore nominale di € 1.300,02) dal Sig. Marco Barbato (CF BRBMRC83L28H834U);
- per il 6,37% (corrispondente a un valore nominale di € 1.300,02) dal Sig. Luca Liparulo (CF LPRLCU83D23B519H);
- per il 6,37% (corrispondente a un valore nominale di € 1.300,02) dal Sig. Marco Maisto (CF MSTMRC86C01A341J);
- per il 6,37% (corrispondente a un valore nominale di € 1.300,02) dal Sig. Andrea Proietti (CF PRTNDR86S01H501Y);
- per il 6,33% (corrispondente a un valore nominale di € 1.290,83) dalla Sig.ra Marina Vergani (CF VRGMRN53R55F205K);
- per il 5,73% (corrispondente a un valore nominale di € 1.167,89) da Gesin Gestioni Aziendali e Informatiche – Società a responsabilità limitata (CF 06491920580);
- per il 5,18% (corrispondente a un valore nominale di € 1.056,23) da Echad S.r.l. (CF 12618861004);
- per il 20,77% (corrispondente a un valore nominale complessivo di € 4.236,77) da altri 17 soci, ciascuno dei quali detiene una quota di valore nominale inferiore a € 1.000,00.

La gestione societaria era affidata a un Consiglio di amministrazione composto come segue:

- Dott. Antonio Calia, nato a Roma il 31 dicembre 1985, codice fiscale CLANTN85T31H5010, presidente del Consiglio di amministrazione;
- Dott. Luca Liparulo, nato a Campobasso il 23 aprile 1983, codice fiscale LPRLCU83D23B519H, consigliere;
- Dott. Roberto Vitantonio Magnifico, nato a Roma il 12 aprile 1959, codice fiscale MGNRRT59D12H501N, consigliere.

L'attività di revisione legale dei conti è stata affidata a Dott. Paolo Bonori, codice fiscale BNRPLA80S19H501J, nominato con atto del 30.04.2024, come risulta dalla visura camerale acquisita dallo scrivente.

La Società ha operato storicamente nel settore dell'Information Technology (ICT) e dei servizi digitali, con particolare riferimento allo sviluppo e alla commercializzazione di software e piattaforme mobile e web. Più in particolare, l'attività era prevalentemente rivolta al settore turistico-alberghiero e del noleggio auto e consisteva nella fornitura di dispositivi mobili e applicazioni dedicate (c.d. ramo "Device & Content").

Durante l'emergenza sanitaria connessa alla pandemia da Covid-19, numerosi clienti della Società hanno cessato o significativamente ridotto la propria attività con conseguente risoluzione dei contratti di fornitura in essere. La conseguente e significativa contrazione

della clientela e dei ricavi ha reso non più sostenibile il modello di business tradizionale, fondato prevalentemente sui volumi di noleggio dei dispositivi.

Preso atto della difficoltà di proseguire secondo il precedente modello operativo, la Società ha avviato un percorso di riconversione strategica, estendendo la propria attività al settore della connettività virtuale attraverso lo sviluppo di servizi basati su tecnologia eSIM. Tale nuova linea di business ha evidenziato iniziali segnali positivi e prospettive di crescita; tuttavia, i volumi di attività e i margini conseguiti non sono risultati sufficienti a compensare la contrazione del business storico né a sostenere il complessivo fabbisogno finanziario della Società. Lo sviluppo del nuovo modello avrebbe, inoltre, richiesto ulteriori investimenti di natura strutturale, commerciale e tecnologica, necessari ad ampliare la base clienti, incrementare i volumi di vendita e migliorare la marginalità. La situazione di tensione finanziaria in cui versava la Società non ha consentito di supportare adeguatamente tale processo di riconversione.

Alla luce di quanto sopra si anticipa sin d'ora che la valutazione dello scrivente ha ad oggetto esclusivamente il **Ramo eSIM**, attualmente in esercizio provvisorio.

Dall'analisi della documentazione acquisita emerge che, alla data di riferimento della presente valutazione, non sussistono i presupposti per attribuire all'intero complesso aziendale un autonomo valore economico fondato sulla prosecuzione unitaria dell'attività d'impresa.

Sul punto, il Curatore, nell'informativa trasmessa al Giudice Delegato, in data 4.06.2026, in merito alle prospettive di continuità aziendale, ha rilevato *"l'insostenibilità economica di una prosecuzione, anche temporanea, dell'esercizio dell'impresa della società debitrice, che ricomprenda l'intera attività, atteso che essa sarebbe destinata a determinare, nell'immediato, un significativo aggravamento del passivo, a danno dei creditori concorsuali"*.

Dalla documentazione messa a disposizione dello scrivente emerge, inoltre, che i contratti riferibili al ramo "Device & Content" sono stati risolti con effetto dal 31 maggio 2026.

Resta ferma la presenza di un eventuale autonomo valore di realizzo dei singoli beni e diritti ad esso riferibili, di importo in ogni caso non materiale¹.

¹ In data 16 giugno 2026 il Curatore ha proceduto all'inventario dei beni della Società. Si tratterebbe di arredi, apparecchiature telefoniche e accessori, siti, account social e domini internet e ulteriori dispositivi "Manet" ancora in uso presso clienti, indicati in circa 1.176 unità complessive. Il medesimo inventario richiama inoltre la titolarità del marchio figurativo "manet – upgrading travel experiences", di un brevetto, di tre registrazioni SIAE di programmi per elaboratore e dei domini manetmobile.com, manet.travel e wannaticket.net. Tali beni oggetto di inventario sono stati valutati in data 18 giugno 2026 da apposita perizia di IVG di Roma S.r.l. in complessivi € 5.500 oltre iva (a cui andrebbero sottratti i compensi di IVG pari al 10% + IVA del valore di vendita).

5. NOZIONE DI RAMO D'AZIENDA E IDENTIFICAZIONE DEL RAMO ESIM

Con specifico riferimento all'identificazione del ramo oggetto di valutazione, si è provveduto in primo luogo a verificare che esso possa essere effettivamente considerato un "ramo d'azienda" e non un mero agglomerato di attività o servizi interni all'impresa, privo d'autonomia tecnica, finanziaria e organizzativa rispetto al resto dell'azienda.

In assenza di una chiara definizione normativa, dottrina e giurisprudenza si sono impegnate a identificare le caratteristiche di un "ramo d'azienda".

In particolare, per "ramo d'azienda" si intende tipicamente un'area dell'attività dell'impresa, concretizzantesi in un complesso di beni, diritti e rapporti avente autonomia gestionale e cioè, un complesso in grado di avere, se separato dal resto dell'azienda, una propria autonoma capacità di funzionamento.

In questo senso, il complesso aziendale relativo a un singolo ramo dell'impresa va individuato in un'entità minore rispetto all'azienda e si concretizza in un insieme di beni che, nel loro complesso, possono costituire un sistema idoneo allo svolgimento di un'attività produttiva, ossia un insieme di beni provvisto di organica capacità di soddisfare le esigenze tecniche di un'attività produttiva.

Il ramo d'azienda coincide così con un insieme di elementi ben definiti, caratterizzati da un legame di funzionalità economica e tra loro coordinati per mezzo di una destinazione unitaria e autonoma che li distingue dall'intero complesso aziendale.

Il ramo d'azienda, inoltre, non può essere disegnato e modificato solo al momento del trasferimento e in esclusiva funzione di esso, ma deve viceversa consistere in un'entità economica organizzata in maniera stabile, la quale, in occasione del trasferimento, conservi la propria struttura, il che presuppone una preesistente realtà produttiva autonoma e funzionalmente finalizzata.

In altre parole, per ramo d'azienda deve intendersi ogni entità economica autonoma e organizzata in maniera stabile, la quale, in occasione del trasferimento, conservi la sua identità.

Nel caso di specie, sulla base della documentazione e delle informazioni rese disponibili dalla procedura, il perimetro operativo del Ramo eSIM risulta composto dai seguenti elementi, tra loro funzionalmente coordinati:

- dalla piattaforma commerciale "Manet Travel" destinata all'acquisto e la gestione di eSIM virtuali da parte di viaggiatori in numerose destinazioni internazionali. Il servizio è offerto sia direttamente agli utenti finali sia attraverso partner commerciali, affiliati e reseller.
- dall'infrastruttura tecnologica a supporto della piattaforma ospitata su Amazon Web Services e comprendente, tra l'altro, frontend statico, backend PHP, API dedicate ai partner, database MySQL, code SQS, funzioni Lambda, integrazioni con sistemi di pagamento e comunicazione e collegamenti con provider eSIM esterni;

- dal codice sorgente sviluppato internamente e versionato su Bitbucket/Git;
- dai rapporti commerciali e contrattuali con i provider eSIM e con i partner commerciali;
- dalle risorse umane dedicate all'operatività del Ramo rappresentate da due dipendenti, rispettivamente addetti alla contabilità e alla gestione tecnica.

La piattaforma è accessibile attraverso quattro diversi canali, tutti alimentati dalla medesima infrastruttura back-end:

- Web Storefront pubblico, dedicato all'acquisto delle eSIM da parte degli utenti finali;
- Dashboard Utente, attraverso la quale è possibile acquistare e gestire le eSIM anche successivamente all'acquisto;
- Dashboard Partner, destinata agli affiliati e ai reseller e dotata di funzionalità per la consultazione di statistiche e report, nonché per la gestione degli acquisti e del wallet;
- App mobile per sistemi iOS e Android, che consente agli utenti finali di accedere alla piattaforma mediante un'interfaccia basata su WebView, integrata con componenti native.

Il modello di business prevede che i reseller accedano alla piattaforma mediante un wallet prepagato, il cui credito viene progressivamente decurtato in occasione di ciascun acquisto di eSIM. I reseller possono definire autonomamente il prezzo di rivendita applicato alla propria clientela. I partner affiliati operano, invece, secondo un sistema basato sul riconoscimento di commissioni (tipicamente del 10%).

Le transazioni effettuate dagli utenti finali sono gestite tramite il sistema di pagamento Stripe, mentre i movimenti del wallet dei partner, costituiti da accrediti e addebiti, sono registrati e gestiti internamente nel database della piattaforma.

La piattaforma integra e standardizza le API messe a disposizione da molteplici provider di servizi eSIM, individuando e proponendo, per ciascuna destinazione, i pacchetti ritenuti più vantaggiosi in termini di qualità del servizio, prezzo e quantità di dati disponibili. Sotto il profilo tecnico si precisa che lo scrivente non ha effettuato autonome verifiche informatiche sul codice sorgente, sull'architettura della piattaforma o sulle modalità tecniche di separazione del database. La valutazione assume, pertanto, sulla base della documentazione tecnica e delle informazioni rese disponibili dalla procedura, la concreta possibilità di separare e trasferire gli elementi funzionali all'operatività del Ramo eSIM senza comprometterne la capacità di funzionamento.

Tenuto conto dell'insieme degli elementi sopra descritti lo scrivente ritiene che il compendio in esame presenti caratteristiche compatibili con la nozione di ramo d'azienda e possa, pertanto, costituire autonomo oggetto di valutazione ai fini della relativa cessione.

6. CENNI SULLE METODOLOGIE DI STIMA DELLE AZIENDE

È concorde opinione della dottrina che il valore di un'attività imprenditoriale sia funzione della sua capacità di produrre ritorni economici per l'investitore in capitale di rischio.

Ne consegue che il metodo di stima del valore del capitale di un'azienda dovrebbe essere fondato sull'attualizzazione dei ritorni che l'impresa sarà in grado di produrre in futuro.

Tali ritorni potranno essere variamente espressi e rappresentati, in relazione alle caratteristiche dell'impresa e dei suoi processi produttivi. In particolare, in funzione della natura del flusso preso in considerazione (reddituale o finanziario) e della sua tipologia (flusso operativo o flusso netto), il metodo di attualizzazione dei flussi può essere articolato in due distinte formule valutative: la formula reddituale, basata sull'attualizzazione dei redditi (operativi o netti), e la formula finanziaria, basata, invece, sull'attualizzazione dei flussi di cassa (netti disponibili ovvero operativi).

Il metodo di attualizzazioni dei flussi (c.d. metodo fondamentale), pur essendo l'unico metodo razionale (in quanto coerente con la logica sottostante alla nozione di valore economico) e universale (in quanto, da una parte, di condivisa applicazione in ambito nazionale e internazionale e, dall'altra parte, utilizzabile per tutti i fini che riguardano le valutazioni d'impresa), può, tuttavia, rivelarsi di applicazione assai complessa a causa delle difficoltà insite, da un lato, nella formulazione delle previsioni in ordine ai ritorni economico-finanziari che l'impresa si prevede sarà in grado di produrre nel medio-lungo termine e, dall'altro lato, nella scelta dei parametri che concorrono a formare il tasso di attualizzazione.

Tali difficoltà, quando privano l'applicazione del metodo fondato sull'attualizzazione dei flussi dei connotati di razionalità, obiettività e generalità – intesi nel senso che viene loro attribuito dalla dottrina prevalente in materia² –, portano la prassi valutativa a suggerire l'applicazione di metodologie alternative al metodo di attualizzazione dei flussi, basate sulla valorizzazione delle consistenze patrimoniali dell'impresa.

Di qui, l'applicazione di una serie di metodologie alternative a quella reddituale o finanziaria che, in quanto basano la determinazione del valore del capitale prevalentemente sul patrimonio aziendale, vengono denominate "metodi patrimoniali" o "metodi misti patrimoniali-reddituali".

² Secondo la prevalente dottrina i termini sopra esposti assumono il seguente significato: *razionalità*: la stima del valore del capitale economico deve derivare da un processo logico, chiaro e convincente e, come tale, largamente condivisibile; *obiettività (o dimostrabilità)*: il processo di valutazione deve essere fondato su dati affidabili, credibili e controllabili; *generalità (o neutralità)*: la stima del valore economico del capitale deve prescindere da effetti contingenti di domanda e offerta, dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione e dalla forza contrattuale e abilità negoziale che esse esprimono.

Va precisato che, talora, la stima del valore del capitale di un'azienda viene effettuata anche mediante l'impiego di metodologie che utilizzano parametri di mercato, nel presupposto che il prezzo di un'attività economica non si discosti dal suo valore economico. In questo caso, i metodi di valutazione vengono denominati "metodi diretti" o "metodi dei multipli di mercato".

Nel seguito, vengono illustrati il metodo fondamentale e i principali metodi alternativi, in modo da definirne, pur in estrema sintesi, caratteristiche e modalità applicative.

Il metodo fondamentale

Il metodo fondamentale eguaglia il valore di un complesso aziendale al valore attuale dei flussi (reddituali o finanziari) ottenibili dall'impresa per l'intera durata della sua vita economica stimata.

Il metodo in esame si distingue in metodo fondato sull'equity approach to valuation e metodo basato sull'entity approach to valuation, a seconda che la formula di valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (equity) o del capitale investito nell'attività aziendale (firm value). In quest'ultimo caso, la stima del capitale proprio si ottiene sottraendo al firm value il valore di mercato della posizione finanziaria netta.

La formula di valutazione del capitale di un complesso aziendale basata sul metodo fondamentale di tipo equity è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n Fl_t (1+i)^{-t} + VT(1+i)^{-n} + VBA$$

dove:

W è il valore del complesso aziendale oggetto di stima;

$\sum_{t=1}^n Fl_t (1+i)^{-t}$ è la somma del valore attuale dei flussi netti attesi (Fl_t) per il periodo di previsione esplicita (nel primo flusso è ricompreso il valore della liquidità iniziale);

$VT(1+i)^{-n}$ è il valore terminale (VT) del complesso aziendale oggetto di stima, attualizzato alla data di riferimento della valutazione;

i è il tasso di attualizzazione dei flussi netti attesi;

VBA è il valore dei beni accessori⁽³⁾.

La formula più diffusa di valutazione del capitale di un complesso aziendale basata sui metodi fondamentali di tipo entity è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n Flgop_t (1 + wacc)^{-t} + VT(1 + wacc)^{-n} - Pfn + VBA$$

dove:

W è il valore del complesso aziendale oggetto di stima;

$\sum_{t=1}^n \frac{Flgop_t}{(1 + wacc)^t}$ è la somma del valore attuale dei flussi della gestione operativa attesi ($Flgop_t$) per il periodo di previsione esplicita;

$VT(1 + wacc)^{-n}$ è il valore terminale (VT) del complesso aziendale oggetto di stima attualizzato alla data di riferimento della valutazione;

wacc è il tasso di attualizzazione dei flussi della gestione operativa;

Pfn è il valore di mercato della posizione finanziaria netta del complesso aziendale oggetto di stima;

VBA è il valore dei beni accessori ⁽⁴⁾.

La stima del valore di un complesso aziendale con il metodo fondamentale, sia esso di tipo equity oppure entity, richiede che siano definiti: (a) i flussi attesi (reddituali o finanziari) relativi al periodo di previsione esplicita; (b) il tasso di attualizzazione dei flussi; (c) il valore terminale del complesso aziendale.

³ Al riguardo si precisa che i flussi attesi non debbono considerare se non componenti tipici della gestione aziendale e che eventuali beni accessori (partecipazioni, immobili non strumentali, crediti finanziari, investimenti temporanei di liquidità, cassa eccedente) devono essere separatamente valutati rispetto al complesso aziendale, applicando criteri *ad hoc*.

⁴ Cfr. nota precedente.

Per quanto attiene alla stima dei flussi attesi per il periodo di previsione esplicita (di cui alla lettera a), si fa presente che essa può essere effettuata secondo una delle seguenti alternative:

- i redditi oppure i cash flow attesi sono calcolati in relazione ai risultati economici e finanziari realizzati dal complesso aziendale oggetto di valutazione in un congruo periodo di tempo antecedente alla data di riferimento della valutazione (solitamente si considera un periodo che va da un minimo di tre anni ad un massimo di dieci anni), opportunamente normalizzati (i.e. rettificati delle componenti straordinarie e non ripetitive e depurati dell'effetto delle eventuali "politiche di bilancio" e delle distorsioni prodotte dall'applicazione della normativa fiscale), riespressi in moneta riferita alla data di valutazione e mediati, ovvero estrapolati, a seconda che si ritenga che, in futuro, il complesso aziendale sia in grado di produrre un flusso di redditi cash flow in linea con i risultati passati ovvero con l'andamento registrato nel periodo storico considerato;
- i redditi cash flow attesi sono calcolati sulla base dei valori prospettici risultanti da piani e programmi pluriennali predisposti dal management aziendale oppure da proiezioni direttamente formulate dal valutatore tenendo conto delle caratteristiche del complesso aziendale oggetto di stima e del mercato in cui lo stesso opera.

Per quanto attiene alla stima del tasso di attualizzazione (aspetto di cui alla lettera b), si fa presente che, in applicazione del principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare flussi netti (nominali o reali), essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale); di converso, ove si debbano attualizzare flussi operativi (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).

Il costo del capitale proprio può essere stimato secondo molteplici approcci. Tra questi, uno dei più diffusi nella prassi valutativa è il c.d. metodo del "build up approach" secondo il quale il tasso di attualizzazione è così determinato:

$$i = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

- i è il tasso di attualizzazione;
- i₁ è il risk free rate o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio. Tale saggio viene, di norma, calcolato sul fondamento del rendimento medio (storico o prospettico) dei titoli di Stato a medio/lungo termine, in quanto si ritiene che tali titoli costituiscano una attendibile proxy del rendimento di un asset privo di rischio;
- i₂ è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (Capital Asset Pricing Model). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato

moltiplicando il beta-factor (β)⁽⁵⁾ (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario - R_m - e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio - i_1):

$$i_2 = \beta (R_m - i_1)$$

- scr è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, legati alla sua struttura finanziaria, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via;
- md è la maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate in ragione del fatto che le azioni non negoziate scontano rischi di negoziabilità superiori a quelli delle azioni quotate.

In ordine alla stima del costo medio ponderato del capitale (*wacc*), si fa presente che la formula di determinazione del *wacc* più diffusa nella prassi valutativa, coerente con una configurazione di flusso al netto delle imposte teoriche, è la seguente:

$$wacc = i\theta + i_d(1-t)(1-\theta)$$

dove:

- wacc* è il costo medio ponderato del capitale;
- i* è il costo del capitale proprio, calcolato secondo la tecnica dianzi illustrata;
- $i_d(1-t)$ è il costo del capitale di credito, al netto delle imposte, da determinare avendo quale parametro di riferimento il costo dei debiti finanziari del complesso aziendale oggetto di stima, ovvero utilizzando, quale proxy, il costo dei finanziamenti di imprese aventi analogo grado di rischio;
- θ e $(1-\theta)$ rappresentano rispettivamente il "peso" del capitale proprio e del capitale di credito sul valore delle attività aziendali. Tali grandezze dovrebbero essere calcolate sulla base dei valori economici dei debiti finanziari e del capitale proprio.

⁵ Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima.

Così facendo, peraltro, si crea un problema di circolarità delle formule valutative che viene, in genere, risolto stimando i "pesi" in parola o sulla base dei valori di mercato del capitale proprio e del capitale di credito desunti dall'applicazione di metodologie alternative a quelle fondate sui flussi ovvero sulla base dei valori contabili del capitale proprio e del capitale di credito, oppure ancora in relazione alla ipotizzata struttura finanziaria target dell'azienda.

Per quanto concerne la stima del valore terminale (VT) del complesso aziendale (aspetto di cui alla lettera c), si fa presente che VT può essere determinato in diversi modi, tra i quali i due più utilizzati sono i seguenti:

- VT è calcolato come valore attuale di un flusso (reddituale o finanziario) crescente, in perpetuo, ad un tasso di crescita (g), funzione della capacità dell'impresa di mantenere un vantaggio competitivo sostenibile sul mercato, della presenza di barriere all'entrata nel settore, della crescita attesa dell'economia in generale e dei settori nei quali il complesso aziendale da valutare opera e così via; in formula:

$$VT = \frac{Fl}{i - g} (1 + i)^{-n}, \text{ nel caso di attualizzazione di flussi netti e}$$

$$VT = \frac{Fl_{gop}}{wacc - g} (1 + wacc)^{-n}, \text{ nel caso di attualizzazione di flussi operativi;}$$

- VT è calcolato sulla base di metodologie alternative a quelle fondate sui flussi, quali ad esempio i metodi diretti. Talora, in relazione alle caratteristiche specifiche del business oggetto di valutazione, è possibile fare riferimento a valori di VT determinati in ipotesi di liquidazione ovvero di non continuazione dell'attività aziendale secondo le modalità indicate nell'arco di previsione esplicita dei flussi.

Da ultimo, tra i criteri riconosciuti dalla dottrina e dalla prassi è annoverato anche il metodo reddituale sintetico a durata definita.

La formula applicata è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n R / (1 + i)^t$$

dove:

- W è il valore commerciale del Ramo;
- R è il risultato operativo annuo normalizzato;
- i è il tasso di attualizzazione, costruito mediante il metodo build up approach sopra menzionato e corrispondente al Cost of Equity;
- n è l'orizzonte temporale di valorizzazione esplicita.

I metodi alternativi

I metodi alternativi stimano il valore del capitale sulla base della consistenza patrimoniale dell'azienda alla data di valutazione, eventualmente rettificata per tenere conto della sua

capacità di generare redditi superiori o inferiori a quelli congrui rispetto al capitale investito nell'attività economica. Si distinguono in "metodi patrimoniali puri" e "metodi misti patrimoniali-reddituali".

Nei metodi patrimoniali puri (o metodi asset based), la stima del valore economico di un complesso aziendale è fondata sul valore corrente del patrimonio netto dell'impresa eventualmente comprensivo anche del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati.

Ai fini dell'applicazione del metodo patrimoniale (comprensivo o meno dei beni immateriali non contabilizzati), occorre:

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
- stimare il valore corrente degli stessi e, conseguentemente, le rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento;
- determinare il patrimonio netto rettificato, eventualmente comprensivo dei beni immateriali non contabilizzati, sommando algebricamente il valore corrente delle attività e delle passività, oppure rettificando il patrimonio netto contabile in aumento o in diminuzione delle plusvalenze/minusvalenze risultanti dalla differenza tra valore corrente e valore contabile dei singoli cespiti;
- verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito. In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare, nella dovuta misura, il goodwill/badwill aziendale. Nello svolgimento di tale verifica appare opportuno che i beni accessori - eventualmente presenti nel patrimonio del complesso aziendale oggetto di stima - vengano stimati autonomamente rispetto al valore del patrimonio "operativo" del complesso aziendale.

I metodi misti di valutazione del capitale economico costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e i metodi fondati su grandezze flusso (segnatamente i metodi reddituali). La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda ponderando la componente patrimoniale (rappresentata dal patrimonio netto riespresso a valori correnti ed eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati) e la componente reddituale della gestione rappresentata dal sovra/sottoreddito atteso.

La formula di valutazione del capitale economico effettuata mediante il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento – che rappresenta il metodo misto patrimoniale-reddituale maggiormente diffuso nella prassi valutativa – è la seguente:

$$W = K' + CR$$

dove:

W è il valore economico dell'azienda/ramo d'azienda alla data convenzionalmente assunta quale riferimento temporale;

K' è il valore del patrimonio netto rettificato dell'azienda/ramo d'azienda;

CR è il valore della correzione reddituale.

Con riguardo alla stima dei parametri della formula di valutazione, si precisa quanto segue:

- la stima del valore del patrimonio netto rettificato (K') segue le stesse logiche esposte in sede di illustrazione del metodo patrimoniale puro;
- la determinazione del valore della correzione reddituale (CR) è di solito effettuata sulla base della seguente formula:

$$CR = (R - iK')a_{\overline{n}|i'}$$

dove:

- il reddito prospettico dell'azienda/ramo d'azienda (R) può essere stimato facendo riferimento a metodologie di stima del valore dei redditi attesi analoghe a quelle che sono utilizzate per il calcolo dei flussi di redditi impiegabili per la determinazione del valore economico di un compendio imprenditoriale con il metodo reddituale;
- la remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività economica (iK') può essere stimata moltiplicando il patrimonio netto rettificato, stimato secondo le logiche in precedenza esposte, per il tasso di remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività (i). Ai fini della stima di tale tasso di attualizzazione, si rinvia a quanto esposto in precedenza;
- il tasso di attualizzazione (i') della correzione reddituale – che rappresenterà un sovrareddito o un sottoreddito a seconda che R sia maggiore o minore di iK' – può essere calcolato secondo diverse tecniche. In particolare, i' può essere eguagliato al tasso di rendimento del capitale proprio (i), ovvero può essere fatto pari al tasso di remunerazione del puro compenso finanziario;
- la durata della correzione reddituale (n) è riferita ad un periodo limitato di tempo, nel presupposto che le condizioni generatrici di extraredditi non possano durare per un tempo indeterminato, ma siano destinate, entro un arco di tempo ragionevole, ad estinguersi. Nella prassi professionale, il periodo di durata limitata della correzione reddituale è stato, spesso, indicato in 3-5 anni. La crescente rilevanza attribuita alla previsione dei flussi reddituali rispetto alla componente patrimoniale, peraltro, ha condotto, in epoche più recenti, ad una sostanziale revisione di tale indicazione, sicché per aziende dotate di elevata e stabile redditività l'arco temporale di durata del sovrareddito è stato spesso esteso anche a dieci o più anni, purché si possa dimostrare che le condizioni generatrici del sovrareddito tendano a permanere durevolmente nel tempo.

7. LA METODOLOGIA DI STIMA ADOTTATA

Il valore economico di un'attività imprenditoriale deve essere calcolato, quando possibile, mediante un metodo fondato sull'attualizzazione dei flussi (economici o finanziari) che l'azienda è in grado di produrre nel tempo.

L'adozione delle metodologie alternative per la stima del valore economico di un compendio aziendale è suggerita dalla dottrina quando si intenda determinare il valore economico "odierno" di un'attività economica in un'ottica prudente che tenda ad apprezzare, in modo preponderante, la componente patrimoniale del business e le potenzialità economiche già acquisite che produrranno il loro effetto nel breve termine, ovvero nel caso di valutazioni economiche di aziende che operino in perdita o non siano in grado di remunerare congruamente il capitale in esse investito.

In tale ultimo caso, la scelta del modello misto patrimoniale-reddituale viene preferita ai metodi fondamentali in ragione del fatto che si ritiene che tale metodologia valutativa porti a stime del valore economico maggiormente obiettive e dimostrabili rispetto a quelle che si otterrebbero a seguito dell'adozione di metodi fondamentali, necessariamente fondati su piani economico finanziari prospettici di difficile e in parte arbitraria definizione, quando l'impresa operi in perdita.

Premesso quanto sopra esposto, va rilevato che, nel caso di specie, tenuto conto della finalità dell'incarico e della circostanza che il ramo d'azienda oggetto di valutazione risulta mantenuto in esercizio al fine di preservarne la funzionalità, i rapporti commerciali e l'avviamento in vista della successiva cessione, lo scrivente ha ritenuto opportuno procedere alla stima del valore del ramo eSIM in funzionamento, assumendo la prospettiva di un potenziale acquirente operante sul mercato. In considerazione dell'assenza di beni materiali del ramo, il criterio principale è stato individuato in un metodo fondato sull'attualizzazione dei flussi reddituali prospettici ragionevolmente attribuibili al ramo, opportunamente normalizzati e verificati alla luce dei risultati storici e dell'andamento registrato nel corso dell'esercizio provvisorio.

In ragione di quanto sopra si è ritenuto opportuno fare ricorso al metodo di stima reddituale sintetico a durata definita.

8. LA STIMA DEL VALORE COMMERCIALE DEL RAMO eSIM

Come descritto al capitolo che precede, lo scrivente ha ritenuto opportuno adottare un metodo reddituale sintetico a durata definita, fondato sull'attualizzazione di un risultato operativo annuo normalizzato.

Di seguito si richiama la formula applicata:

$$W = \sum_{t=1}^n R / (1 + i)^t$$

dove:

- W è il valore commerciale del Ramo;
- R è il reddito annuo normalizzato;
- i è il tasso di attualizzazione, costruito mediante il metodo build up approach sopra menzionato e corrispondente al Cost of Equity;
- n è l'orizzonte temporale di valorizzazione esplicita assunto.

Determinazione del reddito medio annuo

Ai fini dell'applicazione del metodo reddituale sintetico, occorre procedere alla determinazione del reddito medio normale prospetticamente attribuibile al Ramo eSIM.

La stima di tale grandezza presenta, nel caso di specie, profili di particolare complessità, tenuto conto della limitata disponibilità di dati storici disponibili e dell'assenza di un piano economico-finanziario pluriennale.

Per tale ragione, lo scrivente ha proceduto all'esame congiunto delle informazioni storiche disponibili, delle previsioni formulate dal Curatore ai fini dell'autorizzazione all'esercizio provvisorio e dei risultati successivamente consuntivati nel corso dello stesso, riferiti al mese di giugno 2026.

Dalla relazione sull'attività d'impresa, redatta dall'amministratore e resa disponibile allo scrivente, come anche riportato nell'informativa del Curatore al Giudice Delegato del 5.06.2026, risultano complessivamente censiti n. 323 clienti eSIM, dei quali n. 45 indicati come operativamente attivi, costituiti da n. 44 partner commerciali e dal canale proprietario B2C.

In particolare la relazione del curatore evidenzia ricavi storicamente generati dal Ramo eSIM per complessivi € 474.684,80 (a partire dal mese di febbraio 2022 e sino al 2026) e ricavi medi mensili pari a € 14.296,62⁶. Si precisa che tale ultimo dato, come si legge nella

⁶ Si precisa che nella relazione dell'amministratore della Società si riportino importi leggermente diversi. Nell'elaborato infatti si legge che "...tra canale diretto e rete partner, il modello eSIM ha generato ad oggi un fatturato

relazione, è riferito alle medie mensili riferibili ai singoli clienti e partner, caratterizzati da differenti date di avvio dei rapporti commerciali.

Con riferimento alle prospettive di prosecuzione dell'attività, nell'istanza di autorizzazione all'esercizio provvisorio il Curatore ha formulato, per un periodo di quattro mesi, una previsione di ricavi complessivi pari a € 32.000 e di costi operativi pari a € 25.794,84, con un margine operativo complessivo, pari a circa € 6.205. Tali previsioni corrispondono, su base mensile, a ricavi per circa € 8.000 (32.000/4), costi operativi per circa € 6.449 (25.794,84 / 4) e a un risultato operativo di circa € 1.551 (pari al 19,39% dei ricavi), il tutto come di seguito indicato.

Descrizione - valori in €	Importo stimato esercizio provvisorio (quattro mensilità)	Media mensile
Ricavi	32.000	8.000
Costi operativi	25.795	6.449
Margine operativo prima del canone	6.205	1.551

Il rendiconto relativo al mese di giugno 2026, quale primo mese di esercizio provvisorio, depositato dal Curatore in data 15.07.2026 e rimesso all'attenzione del Giudice Delegato, evidenzia ricavi complessivi pari a € 16.811,54, costi operativi pari a € 9.333,00 e, per l'effetto, un risultato di periodo pari a € 7.478,54 (pari a circa il 44,5% dei ricavi), come di seguito riportato.

Descrizione - valori in €	Importo
Ricavi complessivi	16.812
Stipendi	(2.393)
Contributi	(677)
Provvigioni intermediari eSIM	(292)
Commissioni bancarie	(15)
Servizi cloud, internet e web	(305)
Telefonia eSIM / costi provider	(5.339)
Commissioni Stripe	(307)
Altri costi	(6)
Totale costi operativi	(9.333)
Utile del periodo giugno 2026	7.479

Il dato consuntivo, pur fornendo una prima evidenza della capacità del Ramo eSIM di generare risultati economici positivi, si riferisce a un arco temporale estremamente limitato e potrebbe risentire sia della stagionalità propria dei flussi turistici sia della dinamica temporale di rilevazione contabile dei ricavi e dei costi, questi ultimi costituiti da costi di acquisto dei servizi dai provider eSIM, dalle commissioni riconosciute ai partner commerciali e ai sistemi di pagamento, dai costi del personale e dell'infrastruttura tecnologica. In effetti

totale di 499.789,90 €, con una media mensile complessiva di 14.507,77 €". Tale dato, tuttavia, non risulta riconciliato a livello analitico. Il sottoscritto ha quindi ritenuto opportuno considerare il dato riportato dal Curatore, nella propria informativa al Giudice Delegato, dove si riportano ricavi relativi al Ramo eSIM pari ad € 474.684,80 (a partire dal mese di febbraio 2022 e sino al 2026) e a ricavi medi mensili pari a € 14.296,62.

come risulta dal rendiconto sino a luglio 2026, depositato dal Curatore in data 21.08.2026 e rimesso all'attenzione del Giudice Delegato, evidenzia ricavi complessivi pari a € 25.770,70, costi operativi pari a € 17.059,96 e, per l'effetto, un risultato di periodo pari a € 8.710,74 (pari a circa il 33,8% dei ricavi), come di seguito riportato.

Descrizione - valori in €	Importo
Ricavi complessivi	25.771
Stipendi	(5.690)
Contributi	(1.608)
Arrotondamenti negativi	(3)
Contributo F.do Cometa azienda	(226)
Contributi EBM	(28)
Compensi a terzi	(426)
Abbuoni passivi	(6)
Postali e bolli	(72)
Provvigioni intermediari Esim	(1.963)
Commissioni bancarie	(90)
Servizi cloud internet web	(1.282)
Telefonia esim	(5.339)
Commissioni Stripe	(307)
Perdite su cambi	(18)
Totale costi operativi	(17.060)
Utile del periodo sino a luglio 2026	8.711
Utile %	33,8%

Ai fini della determinazione del reddito normale prospettico, lo scrivente ha pertanto proceduto, per quanto possibile sulla base delle informazioni disponibili, alla normalizzazione del livello dei ricavi e della relativa marginalità operativa.

Quanto ai ricavi, come detto, la documentazione resa disponibile indica una "media mensile complessiva" pari a circa 14,3 migliaia di euro. Come precedentemente evidenziato, tale grandezza è costruita sulla base delle medie mensili riferibili ai singoli clienti e partner, in continuità, caratterizzati da differenti date di avvio dei relativi rapporti commerciali.

Ai fini valutativi, il predetto dato è stato pertanto prudenzialmente normalizzato mediante l'applicazione di un abbattimento del 20%, al fine di tenere conto (i) della diversa anzianità dei rapporti commerciali, (ii) della concentrazione dei volumi su un numero limitato di controparti, (iii) dell'incertezza circa la piena replicabilità dei livelli storicamente espressi nonché (iv) dell'assenza di un piano commerciale pluriennale.

Sulla base di tali considerazioni, lo scrivente ha ritenuto ragionevole assumere un livello di ricavi normalizzati nell'ordine di 11,4 migliaia di euro mensili, pari al 20% di 14,3 migliaia di euro.

Tale importo risulta, peraltro, intermedio rispetto alle ulteriori evidenze disponibili, rappresentate, da un lato, (i) dalla previsione prudenziale di 8 migliaia di euro mensili formulata dal Curatore ai fini dell'esercizio provvisorio e, dall'altro, (ii) dai ricavi pari a circa 16,8 migliaia di euro effettivamente consuntivati nel mese di giugno 2026 nonché (iii) dei ricavi pari a circa 9 migliaia di euro registrati nel mese di luglio 2026.

Quanto alla marginalità, le previsioni formulate dal Curatore esprimono un risultato operativo pari a circa il 19,4% dei ricavi, mentre il consuntivo del periodo giugno-luglio 2026 riportato dal Curatore evidenzia una marginalità significativamente superiore, pari a circa il 33,8%⁷. Quest'ultimo dato, in ragione della limitata estensione temporale del periodo osservato, non è stato ritenuto integralmente rappresentativo di una redditività stabilmente conseguibile. In tale prospettiva, assume altresì rilievo quanto rappresentato nella documentazione esaminata, secondo cui la marginalità caratteristica del Ramo eSIM risulterebbe strutturalmente inferiore rispetto a quella storicamente espressa dal ramo "Device & Content".

Considerata, tuttavia, la capacità reddituale effettivamente manifestata dal Ramo nel primo periodo di esercizio provvisorio, unitamente alla struttura operativa relativamente snella, ulteriormente alleggerita a seguito della riduzione di una delle risorse precedentemente dedicate al Ramo (che sarebbero passate da tre a due unità), e, in senso opposto, alla necessità di sostenere nel tempo i costi e gli investimenti necessari alla manutenzione e all'aggiornamento della piattaforma, lo scrivente ha ritenuto ragionevole assumere una marginalità operativa normalizzata pari al 25% dei ricavi.

L'applicazione della predetta marginalità ai ricavi medi attesi, pari a 136,8 migliaia di euro (11,4*12), conduce a un reddito operativo normalizzato corrispondente a circa **34,2 migliaia di euro su base annua**, assunto dallo scrivente quale reddito medio normale prospetticamente attribuibile al Ramo.

Da ultimo, tenuto conto della rapida evoluzione tecnologica e competitiva del mercato e dell'incertezza connessa alla stabilità nel medio-lungo periodo dei rapporti con partner e provider, lo scrivente ha ritenuto prudente limitare a tre anni l'orizzonte temporale di valorizzazione del reddito normale atteso.

Determinazione del tasso di congrua remunerazione del capitale (Ke)

Il tasso applicato ai fini dell'analisi del valore economico del ramo eSIM con il metodo reddituale sintetico è stato eguagliato al Cost of Equity (il "Tasso di Remunerazione"). Tale tasso di congrua remunerazione del patrimonio netto Cost of Equity è stato stimato come somma di due componenti. In formula:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

⁷ Più precisamente il mese di giugno 2026 evidenzia una marginalità pari a circa il 44,5% che decresce poi al 13,8% nel mese di luglio 2026.

- i è il costo del capitale proprio;
- i₁ è il risk free rate o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio;
- i₂ è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Nel caso di specie, la stima del Tasso di Remunerazione Reale è stata svolta avendo riferimento alla data del 20 maggio 2026.

Nello specifico, il costo dei mezzi propri è stato determinato in osservanza alle linee guida emanate dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) riportate nel discussion paper "DP.01.2012" del 14 giugno 2012, optando per la metodologia valutativa secondo cui il rischio paese è implicito nel tasso risk free.

In particolare, l'OIV basa il calcolo del (K_e) sulla formula del CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$K_e = Rf + \beta * ERP$$

dove con Rf si intende il tasso risk free, con β si intende il coefficiente beta e con ERP si intende l'Equity Risk Premium.

Il tasso risk free rate è stato determinato pari al rendimento dei titoli di Stato italiani con scadenza a dieci anni alla data di riferimento della stima del 20 maggio 2026, pari a 3,817% (fonte: worldgovernmentbonds).

Il coefficiente beta (β), espressione del rischio sistematico non diversificabile, è stato identificato tra quelli elaborati a gennaio 2026 dal Prof. Aswath Damodaran per le società dell'Europa occidentale del settore "Telecom Services" pari a 0,73 (fonte: Stern NYU – A. Damodaran, gennaio 2026).

Il premio per il rischio (c.d. Equity Risk Premium) corrisponde alle rilevazioni effettuate dal Prof. A. Damodaran con riferimento all'Italia pari a 6,69% (fonte: Stern NYU – gennaio 2026).

La tabella di seguito illustra le risultanze delle analisi svolte, sintetizzando le assunzioni e le modalità di calcolo dei parametri e delle grandezze finanziarie utilizzate ai fini della determinazione del tasso di sconto K_e , stimato pari a 8,69%.

Variabile	Simbolo	Valore	Descrizione
Risk free rate	Rf	3,817%	Rendimento lordo BTP a 10 anni al 20 maggio 2026 (fonte worldgovernmentbonds.com)
Beta	β	0,729	Coefficiente Beta levered stimato per il settore Telecom Services dal Prof A. Damodaran (Stern NYU – A. Damodaran, gennaio 2026)

Equity Risk Premium	ERP	6,69%	Premio per il rischio riferibile all'Italia rilevato dal Prof. A. Damodaran (fonte: Stern NYU – A. Damodaran, gennaio 2026)
Cost of Equity	Ke	8,69%	= $R_f + \beta * ERP$

Ai fini dell'analisi del valore economico del Ramo eSIM (W) si è ritenuto quindi di considerare un costo del capitale proprio (Ke^8) pari al 8,69%.

Stima del valore economico del Ramo eSIM

Il valore economico del Ramo eSIM (W), applicando il metodo reddituale sintetico in un orizzonte di previsione esplicita di 3 anni calcolato sulla base delle ipotesi dianzi descritte e dei dati sopra determinati – è pari a € 87.045 che è possibile arrotondare a € 87.000, il tutto come rappresentato nella tabella seguente.

Calcolo valore ramo eSIM - valori in €	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Reddito annuo normalizzato	34.200	34.200	34.200
Periodo	1	2	3
Coeff. Attualizzazione	0,92	0,85	0,78
Reddito attualizzato ($W = \sum_{t=1}^n R / (1+i)^t$)	31.465	28.948	26.632
Reddito cumulato	31.465	60.412	87.045
Valore Ramo eSIM arrotondato			87.000

In sostanza, alla data di riferimento, il valore dell'azienda in funzionamento è rappresentato dal Ramo eSIM, unico compendio dotato di una capacità reddituale corrente documentata. Il valore commerciale del Ramo, pari a € 87.000,00, comprende le utilità economiche della piattaforma, dei rapporti commerciali, del know-how e dei diritti immateriali funzionali alla produzione dei redditi stimati.

8 Si precisa che, nel caso di specie, il Ramo eSIM non presenta una propria struttura finanziaria autonoma né risultano allo stesso specificamente riferibili talune componenti finanziarie tali da determinare uno scostamento significativo tra il risultato operativo normalizzato e il reddito netto prospetticamente attribuibile al Ramo.

9. LA DETERMINAZIONE DEL GIUSTO CANONE D'AFFITTO PER IL RAMO eSIM

Il canone di affitto deve contemperare l'interesse della procedura a conseguire una remunerazione per la concessione in godimento del Ramo d'Azienda con l'esigenza di assicurare la sostenibilità economica della gestione, preservando la continuità aziendale del Ramo, i rapporti commerciali e l'avviamento in vista della vendita definitiva.

Considerata la durata limitata del rapporto, i costi e i rischi connessi al subentro nella gestione del Ramo, nonché la necessità di preservare in capo all'affittuario un adeguato margine imprenditoriale, il canone di affitto non può ragionevolmente assorbire integralmente la redditività operativa prospetticamente generata dal Ramo.

Muovendo dall'assunto, dianzi illustrato, che il Ramo eSIM sia in grado di generare un reddito operativo medio prospettico pari a circa € 34.200 annui, corrispondente al 25% dei ricavi annui normalizzati (cfr. pg. 23), stimati in circa € 136.800 (dato da € 11.400*12 cfr. pagina 22 e 23), lo scrivente ha ritenuto ragionevole preservare in capo al potenziale affittuario una quota di redditività idonea a remunerare l'attività di gestione, i rischi operativi assunti e i costi connessi al subentro.

A tal fine, è stata prudenzialmente assunta una redditività in capo all'affittuario pari al 15% dei ricavi, corrispondente a circa € 20.520 annui ($136.800 \times 0,15$), ovvero € 1.710 mensili ($20.520/12$).

Ne consegue che la quota assunta quale congruo canone annuale di affitto del Ramo eSIM risulta pari a € **13.680 annui** (data dalla differenza tra il reddito annuale prospettico di € 34.200 e il margine *target* di € 20.520), corrispondenti a € **1.140 mensili**.

10. CONCLUSIONI

Il sottoscritto dott. Giuseppe Cappuccio ha ricevuto l'incarico professionale di redigere una relazione di stima del valore economico del compendio aziendale della società Manet Mobile Solutions s.r.l., con particolare riferimento al ramo di azienda, attualmente in esercizio provvisorio, dedicato alla fornitura di servizi di connettività eSIM e soluzioni digitali per viaggiatori e partner travel, nonché di determinare il giusto canone di affitto.

All'esito delle analisi effettuate, lo scrivente, tenuto conto di quanto rappresentato nell'ambito della Relazione che qui si intende nella sua interezza espressamente richiamato, stima che:

- il valore commerciale del Ramo eSIM di Manet Mobile Solutions S.r.l., in funzionamento alla data del 20 maggio 2026, in € **87.000,00**;
- il giusto canone per l'affitto del compendio in € 1.140,00 mensili (oltre IVA) pari a € **13.680,00** (oltre IVA) annuali.

Le conclusioni dovranno essere aggiornate ove i rendiconti dei mesi successivi evidenzino uno scostamento strutturale e significativo rispetto ai dati assunti, ovvero qualora il perimetro della cessione sia modificato mediante l'inclusione o l'esclusione di beni, contratti, personale o passività non considerati nella presente analisi.

°_°_°

Il presente documento si compone di n° 26 pagine.

Rimanendo a disposizione per eventuali chiarimenti e ringraziando per la fiducia accordata, si inviano distinti saluti.

Roma 2/9/2026

Dott. Giuseppe Cappuccio

