

Dott. Paolo Della Casa
Via C. Tambroni, 3
40137 Bologna
e-mail: paolo.dellacasa@studiodellacasa.com
PEC: paolo.dellacasa@pec.it

PERIZIA DI STIMA DEL VALORE DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA IN MAVIGEX S.R.L.

(nell'ambito della procedura di Liquidazione Giudiziale di Socialcities S.r.l. - R.G. 9/2026)

PREMESSE

Il sottoscritto Paolo Della Casa, Dottore Commercialista con studio in Bologna, Via C. Tambroni n. 3, ha ricevuto incarico, su richiesta della Curatela e previa autorizzazione del Giudice Delegato, di procedere alla stima della partecipazione detenuta da Socialcities S.r.l. in liquidazione giudiziale nella società Mavigex S.r.l., al fine di individuarne il potenziale valore economico e di realizzo nell'ambito della procedura.

Dalla documentazione camerale e societaria esaminata risulta infatti che Socialcities S.r.l. detiene una partecipazione pari al 100% del capitale sociale di Mavigex S.r.l., con sede in Bologna, Via Piero Gobetti n. 52/3, codice fiscale 02538241205, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna al n. REA BO-447111.

La presente relazione ha pertanto ad oggetto la stima del valore della partecipazione totalitaria in Mavigex S.r.l., considerata quale autonomo asset patrimonialmente ed economicamente significativo nell'ambito della procedura. Tale stima pertanto sarà finalizzata esclusivamente alla determinazione del presumibile valore economico della partecipazione, alla data di riferimento dell'incarico, quale strumento tecnico destinato a supportare le determinazioni della Curatela nell'ambito delle future attività liquidatorie.

OGGETTO DELL'INCARICO E PREMESSA

L'incarico, come visto, ha ad oggetto la determinazione del valore economico della partecipazione detenuta nella società Mavigex S.r.l., è verrà espletato mediante l'applicazione di metodologie estimative generalmente riconosciute dalla dottrina aziendalistica e dalla prassi professionale.



L'attività valutativa, sulla base delle informazioni reperite, è stata svolta assumendo quale presupposto la continuità aziendale della società partecipata, non risultando infatti elementi tali da giustificare una valutazione secondo criteri di liquidazione del patrimonio sociale.

La finalità della presente relazione consiste pertanto nell'individuazione del capitale economico dell'impresa in funzionamento, dal quale ricavare il valore della partecipazione oggetto di stima. La presente valutazione non è quindi finalizzata alla determinazione di un valore puramente contabile, bensì alla stima del capitale economico della società, inteso quale espressione sintetica della capacità dell'impresa di conservare e sviluppare valore attraverso l'organizzazione coordinata dei fattori produttivi; impostazione ritenuta coerente con i Principi Italiani di Valutazione (PIV).

La stima è stata pertanto condotta perseguendo un criterio di ragionevole prudenza, evitando sia approcci eccessivamente conservativi, suscettibili di sottostimare il valore della partecipazione, sia metodologie fondate su ipotesi eccessivamente ottimistiche che potrebbero determinare valori non concretamente conseguibili nell'ambito di una procedura competitiva di vendita.

L'applicazione di un metodo estimativo presuppone la preventiva individuazione della metodologia maggiormente idonea rispetto alle caratteristiche dell'impresa oggetto di analisi, alla disponibilità delle informazioni economico-finanziarie e alla finalità della valutazione. Nel caso di specie, l'analisi preliminare della società ha evidenziato come Mavigex S.r.l. presenti caratteristiche tipiche di una piccola impresa operante nel settore dello sviluppo software e dei servizi informatici: una struttura patrimoniale relativamente contenuta, un'attività fortemente basata sul capitale umano, una limitata consistenza di immobilizzazioni materiali e una redditività in progressivo miglioramento.

Tali elementi rendono non pienamente rappresentativi né un criterio esclusivamente patrimoniale, che finirebbe per trascurare la capacità dell'impresa di generare reddito, né un criterio esclusivamente reddituale, che attribuirebbe rilievo marginale alla consistenza patrimoniale effettivamente esistente. Per tali ragioni si è ritenuto che il metodo maggiormente idoneo fosse il metodo misto patrimoniale-reddituale, nel quale il patrimonio netto rettificato costituisce la base della valutazione mentre la capacità prospettica di produrre reddito integra il valore economico mediante la determinazione della componente reddituale.

L'adozione di tale metodologia sarà illustrata analiticamente nei successivi capitoli della presente relazione, unitamente alle motivazioni che hanno condotto all'esclusione degli altri criteri valutativi astrattamente applicabili.

AVVERTENZE E LIMITI DELL'INCARICO

La presente relazione è stata redatta sulla base della documentazione contabile, societaria e informativa messa a disposizione dello scrivente, assumendone la sostanziale attendibilità, completezza e coerenza ai fini estimativi.

Si precisa come lo scrivente non abbia svolto attività di revisione legale dei conti, né procedure autonome di audit o di due diligence contabile finalizzate a verificare in modo sistematico la correttezza sostanziale delle scritture, la completezza delle registrazioni, la piena esigibilità delle poste attive, l'integrale emersione delle passività o la piena conformità dei dati esaminati ai principi contabili applicabili e alle pertinenti disposizioni normative.

Ne consegue che le conclusioni della presente stima devono intendersi formulate sul presupposto della ragionevole attendibilità della documentazione esaminata, fermo restando che eventuali difformità, omissioni, inesattezze o sopravvenienze che dovessero emergere in esito a successive verifiche contabili, fiscali o legali potrebbero potenzialmente incidere sui valori espressi nella presente relazione.

Con specifico riguardo all'esercizio 2025, si dà atto che dalla documentazione disponibile emerge che il bilancio della società è stato oggetto di approvazione piena e senza rilievi da parte del revisore, circostanza che costituisce un elemento certamente rilevante sul piano informativo e di contesto. Tale elemento è stato tenuto in considerazione quale fattore di maggiore affidabilità del dato contabile di riferimento, senza che ciò possa tuttavia equivalere, nell'ambito del presente incarico estimativo, a un'autonoma attestazione della correttezza sostanziale delle singole poste di bilancio.

Parimenti, le informazioni desunte dalla relazione sulla gestione predisposta dall'organo amministrativo sono state considerate quali elementi integrativi di inquadramento economico, organizzativo e commerciale della società, nei limiti del presente incarico e senza che ciò implichi autonoma validazione di tutte le affermazioni ivi contenute.

DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Al fine di provvedere all'espletamento del suddetto incarico, lo scrivente ha provveduto preliminarmente a reperire, autonomamente o per mezzo della Curatela, la seguente documentazione:

- fascicolo storico di Socialcities S.r.l. in liquidazione giudiziale estratto dal Registro delle Imprese;



- fascicolo storico di Mavigex S.r.l. estratto dal Registro delle Imprese;
- bilanci di Mavigex S.r.l. relativi agli esercizi 2022, 2023 e 2024;
- situazione contabile e documentazione di bilancio relativa all'esercizio 2025 di Mavigex S.r.l.;
- relazione sulla gestione dell'Amministratore Unico di Mavigex S.r.l. per l'esercizio 2025;

Si precisa come sia poi stato possibile ottenere anche ulteriori chiarimenti e informazioni direttamente dal management della società. Tale attività interlocutoria ha consentito di acquisire elementi qualitativi integrativi rispetto ai soli dati documentali, con particolare riferimento all'effettiva operatività della società, all'evoluzione del modello di business, alle prospettive commerciali e all'eventuale esistenza di elementi non direttamente desumibili dai bilanci.

L'analisi della documentazione è poi stata integrata mediante autonome elaborazioni economico-finanziarie finalizzate alla riclassificazione dei dati di bilancio, alla normalizzazione dei risultati economici ed alla determinazione del patrimonio netto rettificato, costituenti il presupposto dell'applicazione del metodo valutativo prescelto.

INQUADRAMENTO DELLA SOCIETA' OGGETTO DI VALUTAZIONE

Mavigex S.r.l. è una società a responsabilità limitata operante nel settore dei servizi informatici e dello sviluppo software, con sede legale in Italia e classificata secondo il codice ATECO 62.10.00 (Produzione di software non connesso all'edizione).

L'attività aziendale si inserisce nel comparto delle imprese che operano nell'ambito dell'Information Technology (IT), caratterizzato da un elevato contenuto di conoscenza, da una rapida evoluzione tecnologica e da una crescente domanda di soluzioni digitali da parte delle imprese.

Come frequentemente accade nelle società di minori dimensioni operanti nel settore software, il valore dell'impresa non è rappresentato principalmente dai beni materiali iscritti in bilancio, bensì dall'insieme delle competenze professionali maturate, dalle relazioni commerciali consolidate con la clientela, dal know-how sviluppato nel tempo e dalla capacità dell'organizzazione di progettare, sviluppare e mantenere soluzioni informatiche. Tale circostanza costituisce uno degli elementi che saranno successivamente considerati nella scelta del criterio estimativo adottato.

Dall'esame della documentazione acquisita emerge come la società abbia progressivamente consolidato la propria presenza nel mercato dei servizi informatici, sviluppando un'attività prevalentemente orientata alla realizzazione di software personalizzati, allo sviluppo di applicativi gestionali ed alla prestazione di servizi di assistenza tecnica e consulenza specialistica.

L'evoluzione dell'attività appare coerente con le dinamiche che hanno caratterizzato negli ultimi anni il mercato della digitalizzazione delle imprese, nel quale la domanda di soluzioni software dedicate ha registrato un progressivo incremento.

L'analisi dei risultati economici evidenzia inoltre un miglioramento della capacità reddituale della società nel corso degli ultimi esercizi, circostanza che lascia presumere un possibile progressivo consolidamento del modello di business.

La natura prevalentemente professionale dei servizi offerti determina una limitata incidenza delle immobilizzazioni materiali rispetto al complessivo valore dell'impresa, attribuendo invece particolare rilievo al capitale umano, all'organizzazione aziendale ed alle competenze tecniche sviluppate nel tempo.

Nel caso di Mavigex S.r.l., la capacità di generare reddito appare pertanto strettamente correlata alla continuità dei rapporti commerciali con la clientela ed alla capacità dell'organizzazione di acquisire e sviluppare nuove commesse. Tale attività, di contro, risulta esposta ai rischi tipici delle micro e piccole imprese operanti nel settore dell'Information Technology.

Tra i principali elementi di rischio si segnalano:

- la dipendenza dalle competenze professionali delle principali risorse aziendali;
- la possibile concentrazione del portafoglio clienti;
- la rapida evoluzione delle tecnologie informatiche;
- la crescente pressione competitiva esercitata da operatori nazionali ed internazionali;
- la limitata trasferibilità di parte del know-how aziendale.

Tali elementi saranno successivamente considerati sia ai fini della determinazione del tasso di attualizzazione sia nella valutazione della ridotta commerciabilità della partecipazione.

PROFILO ECONOMICO E COMMERCIALE

L'analisi economico-patrimoniale costituisce il presupposto indispensabile per la scelta del criterio estimativo e per la successiva determinazione del capitale economico della società.

L'esame dei dati di bilancio consente infatti di valutare l'evoluzione della situazione patrimoniale, la capacità della società di generare risultati economici e le principali caratteristiche della gestione, individuando gli elementi suscettibili di incidere sul valore dell'impresa.

Ai fini della presente relazione sono stati analizzati i bilanci relativi agli esercizi 2023, 2024 e 2025, ritenuti sufficientemente rappresentativi dell'andamento recente della gestione, per cui si riportano preliminarmente di seguito i dati economici principali.

Voce	2023	2024	2025
Ricavi da vendite e prestazioni	Euro 465.416,66	Euro 573.529,00	Euro 898.542,68
Valore della produzione	Euro 466.300,38	Euro 594.980,83	Euro 912.535,11
Costi della produzione	Euro 461.653,79	Euro 559.249,10	Euro 889.429,10
Differenza A-B	Euro 4.646,59	Euro 35.731,73	Euro 23.106,01
Utile netto	Euro 2.493,20	Euro 32.411,67	Euro 20.529,12

L'esame dei conti economici evidenzia un progressivo miglioramento della capacità reddituale della società nel corso del triennio considerato. Pur permanendo una struttura tipica delle piccole imprese operanti nel settore dei servizi informatici, caratterizzata da un'elevata incidenza del costo del personale e dei costi direttamente connessi all'erogazione delle prestazioni, l'andamento dei risultati economici mostra un progressivo consolidamento dell'attività.

L'andamento dei risultati di utile assume particolare rilievo ai fini estimativi, in quanto costituisce un indice della capacità dell'impresa di generare redditi in condizioni di normale operatività. In considerazione di tale evoluzione, nella successiva determinazione del reddito normalizzato verrà attribuito un peso prevalente all'ultimo esercizio, ritenuto maggiormente rappresentativo della situazione economica attuale della società.

Sotto il profilo patrimoniale la società presenta una struttura sostanzialmente equilibrata.

DATI PATRIMONIALI AL 31/12/2025	
Voce	Importo
Capitale sociale	10.000,00 €
Riserve	2.000,00 €
Utili portati a nuovo	101.341,51 €
Utile dell'esercizio	20.529,12 €
Patrimonio netto	133.870,63 €
Totale attivo	688.067,55 €
Totale debiti	512.111,63 €

L'attivo risulta prevalentemente composto da attività correnti, con una limitata incidenza delle immobilizzazioni, circostanza coerente con la natura dell'attività esercitata. Nelle software house di dimensioni analoghe, infatti, il principale fattore produttivo è rappresentato dal capitale umano e dal patrimonio di competenze professionali, elementi che solo in parte trovano rappresentazione nello stato patrimoniale.

Le immobilizzazioni materiali assumono un rilievo contenuto e sono costituite prevalentemente da dotazioni informatiche e attrezzature funzionali allo svolgimento dell'attività. Analogamente, le immobilizzazioni immateriali iscritte in bilancio presentano un valore modesto e non sono ritenute integralmente espressive dell'effettiva consistenza del patrimonio immateriale dell'impresa.

L'esame della situazione finanziaria non evidenzia particolari elementi di criticità. La società non presenta un significativo indebitamento finanziario e l'attività risulta prevalentemente sostenuta da mezzi propri e dalla normale gestione del capitale circolante.

Ai fini della presente valutazione la posizione finanziaria netta è stata pertanto considerata sostanzialmente neutra, non risultando elementi tali da incidere in misura significativa sulla determinazione del valore economico della società.

IL SETTORE DI RIFERIMENTO E IL CONTESTO COMPETITIVO

Mavigex S.r.l., come visto, opera primariamente nel comparto dello sviluppo software e dei servizi informatici, settore che negli ultimi anni ha beneficiato della crescente digitalizzazione dei processi aziendali e della diffusione di soluzioni tecnologiche destinate all'automazione, alla gestione dei dati e all'integrazione dei sistemi informativi.

Il mercato italiano dell'Information Technology è caratterizzato da una domanda strutturalmente in crescita, sostenuta sia dagli investimenti privati sia dagli incentivi pubblici destinati alla trasformazione digitale delle

imprese. Parallelamente, il settore presenta un elevato grado di concorrenza, determinato dalla presenza di numerosi operatori di piccole e medie dimensioni che operano prevalentemente su base territoriale o in specifiche nicchie applicative.

In tale contesto competitivo, il valore delle imprese non dipende esclusivamente dalla consistenza del patrimonio iscritto in bilancio, ma è influenzato in misura significativa dalla qualità delle competenze professionali, dalla capacità di sviluppare soluzioni innovative e dalla stabilità dei rapporti con la clientela.

Le società operanti nello sviluppo software presentano caratteristiche peculiari rispetto alle imprese manifatturiere o commerciali. Il principale fattore produttivo è rappresentato dalle risorse umane e dal patrimonio di conoscenze tecniche maturato nel tempo, mentre le immobilizzazioni materiali assumono normalmente un'incidenza limitata.

Ne consegue che una parte rilevante del valore economico dell'impresa deriva da elementi immateriali – quali know-how, organizzazione, relazioni commerciali e capacità progettuale – che non trovano piena rappresentazione nei valori contabili.

Nelle imprese di minori dimensioni, inoltre, il conseguimento dei risultati economici risulta spesso strettamente collegato alla continuità dei rapporti con i principali clienti e alla permanenza delle figure professionali chiave. Tali elementi determinano un profilo di rischio generalmente superiore rispetto a quello delle società di maggiori dimensioni o caratterizzate da ricavi ricorrenti e maggiormente diversificati.

Le caratteristiche del settore in cui opera la società assumono rilievo diretto ai fini della presente valutazione. Da un lato, la presenza di un patrimonio immateriale non integralmente rappresentato in bilancio rende insufficiente un approccio esclusivamente patrimoniale. Dall'altro, la dimensione della società e la limitata prevedibilità dei risultati di lungo periodo suggeriscono cautela nell'utilizzo di metodologie fondate su piani economico-finanziari pluriennali, quali il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow).

In tale contesto, il metodo misto patrimoniale-reddituale consente invece di rappresentare in modo equilibrato sia la consistenza patrimoniale effettivamente esistente sia la capacità dell'impresa di produrre risultati economici in condizioni di normale operatività, riducendo il grado di aleatorietà insito nelle valutazioni esclusivamente prospettiche.

CENNI GENERALI SUI PRINCIPALI CRITERI DI VALUTAZIONE DEI COMPENDI AZIENDALI

La determinazione del valore economico di una partecipazione societaria, e conseguentemente dell'azienda ad essa riferita, presuppone l'individuazione del criterio estimativo maggiormente idoneo alle caratteristiche dell'impresa oggetto di valutazione, alla qualità delle informazioni disponibili e alla finalità dell'incarico.

La dottrina aziendalistica e i Principi Italiani di Valutazione non individuano un metodo universalmente preferibile, ma richiedono che il criterio adottato sia coerente con le specificità del caso concreto e adeguatamente motivato. Ne consegue che la scelta del metodo rappresenta una fase essenziale del processo estimativo e deve essere il risultato di una valutazione critica delle caratteristiche della società e del contesto nel quale essa opera.

Nel caso di specie, la valutazione è finalizzata alla determinazione del valore della partecipazione detenuta in Mavigex S.r.l. nell'ambito di una procedura di liquidazione giudiziale. Tale circostanza impone l'adozione di un criterio improntato a prudenza, fondato su dati oggettivamente verificabili e idoneo a rappresentare il capitale economico dell'impresa in funzionamento.

Tra i criteri generalmente utilizzati nella prassi professionale possono individuarsi il metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa (Discounted Cash Flow) e i metodi comparativi fondati sui multipli di mercato.

Il metodo patrimoniale puro determina il valore dell'impresa sulla base del patrimonio netto rettificato, attribuendo rilievo esclusivamente agli elementi patrimoniali attivi e passivi. Pur rappresentando un criterio oggettivo e facilmente verificabile, esso non consente di valorizzare adeguatamente la capacità dell'impresa di generare reddito, particolarmente rilevante nel caso di società operanti nel settore dei servizi informatici, nelle quali il patrimonio immateriale costituisce uno dei principali fattori di creazione del valore.

Il metodo reddituale puro, per converso, concentra l'attenzione esclusivamente sulla capacità prospettica di produrre risultati economici, prescindendo in larga misura dalla consistenza patrimoniale dell'impresa. Anche tale criterio presenta, nel caso in esame, alcuni limiti, poiché la dimensione della società e la naturale variabilità dei risultati delle piccole imprese rendono opportuno ancorare la valutazione anche ad una base patrimoniale oggettivamente determinabile.

Analogha considerazione vale per il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow), la cui applicazione richiede la predisposizione di attendibili previsioni economico-finanziarie di medio-lungo periodo. Nel caso di Mavigex S.r.l. non risultano disponibili piani industriali formalizzati né elementi tali da consentire la formulazione di stime prospettiche caratterizzate da un sufficiente grado di affidabilità. L'impiego di tale metodologia comporterebbe pertanto un'eccessiva dipendenza da ipotesi discrezionali, non pienamente coerente con la finalità della presente valutazione.

I metodi basati sui multipli di mercato consentono invece di confrontare la società con operatori aventi caratteristiche analoghe. Essi rappresentano un utile strumento di verifica, ma richiedono la disponibilità di un campione di imprese effettivamente comparabili sotto il profilo dimensionale, organizzativo, reddituale e competitivo. Tali condizioni risultano solo parzialmente soddisfatte nel caso delle micro e piccole imprese non quotate, per le quali le informazioni di mercato sono spesso limitate e caratterizzate da un significativo grado di eterogeneità.

CRITERIO VALUTATIVO PRESCELTO

Alla luce delle considerazioni che precedono, il criterio ritenuto maggiormente idoneo risulta essere il metodo misto patrimoniale-reddituale. Tale metodologia consente infatti di integrare due differenti prospettive di analisi: da un lato, la consistenza patrimoniale dell'impresa, opportunamente rettificata per tenere conto dell'effettivo valore economico delle attività e delle passività; dall'altro, la capacità della società di produrre redditi in condizioni di normale operatività.

L'integrazione tra componente patrimoniale e componente reddituale appare particolarmente appropriata nel caso di Mavigex S.r.l., poiché consente di rappresentare adeguatamente sia la limitata consistenza dei beni materiali iscritti in bilancio sia il contributo economico derivante dall'organizzazione aziendale, dalle competenze professionali e dai rapporti commerciali sviluppati nel tempo.

La scelta risulta inoltre coerente con i Principi Italiani di Valutazione, secondo i quali il criterio estimativo deve essere selezionato in funzione delle caratteristiche dell'attività oggetto di stima e delle finalità della valutazione, privilegiando metodi fondati su presupposti ragionevoli e verificabili.

L'applicazione del metodo misto si svilupperà attraverso le seguenti fasi:

- determinazione del patrimonio netto rettificato, mediante analisi critica delle principali poste patrimoniali e applicazione delle rettifiche ritenute necessarie;
- individuazione del reddito normalizzato della società, ottenuto attraverso l'esame dei risultati economici degli ultimi esercizi e la ponderazione degli stessi in funzione della loro rappresentatività;
- determinazione della componente reddituale mediante attualizzazione del reddito normalizzato per un orizzonte temporale limitato, ritenuto maggiormente coerente con il profilo dimensionale e operativo della società;

- determinazione del capitale economico quale somma della componente patrimoniale e della componente reddituale;
- applicazione di un correttivo per la ridotta commerciabilità della partecipazione (Discount for Lack of Marketability – DLOM), finalizzato ad esprimere il presumibile valore della partecipazione nell'ambito della procedura di liquidazione;
- verifica finale della ragionevolezza del risultato mediante confronto con il multiplo implicito Enterprise Value/Ricavi.

APPLICAZIONE DEL METODO PATRIMONIALE-REDDITUALE

Componente patrimoniale rettificata

La componente patrimoniale del metodo misto è rappresentata dal patrimonio netto rettificato della società, ottenuto mediante la revisione critica dei valori contabili iscritti nel bilancio d'esercizio.

Il patrimonio netto risultante dal bilancio costituisce infatti il punto di partenza della valutazione, ma non sempre rappresenta in modo fedele il valore economico delle singole attività e passività. La presenza di poste di difficile realizzo, di beni aventi un'utilità economica ridotta o di valori contabili non più pienamente rappresentativi rende pertanto necessario procedere ad alcune rettifiche, ispirate a criteri di prudenza e ragionevolezza.

Nel caso di specie le rettifiche operate hanno riguardato esclusivamente le poste ritenute maggiormente significative ai fini della presente stima, senza alterare l'impostazione complessiva del bilancio della società.

Dall'ultimo bilancio disponibile emerge un patrimonio netto contabile pari a Euro 133.870,63. Tale valore costituirà la base di partenza per la determinazione del patrimonio netto rettificato.

Partendo dalle immobilizzazioni immateriali iscritte in bilancio si evidenzia come il loro valore netto ammonti ad Euro 2.179,20. Trattandosi di valori il cui effettivo realizzo dipende dalla possibilità di trasferire a terzi le relative utilità economiche, si è ritenuto prudenzialmente di non attribuire ad esse autonomo valore estimativo.

L'intero importo è stato pertanto rettificato a zero: Rettifica effettuata: -2.179,20 Euro

Le immobilizzazioni materiali risultano iscritte per complessivi Euro 14.304,14. Esse sono costituite prevalentemente da dotazioni informatiche e attrezzature utilizzate nello svolgimento dell'attività caratteristica.

In considerazione della natura dei beni, della loro fisiologica obsolescenza tecnologica e del presumibile valore di realizzo atomistico, si è ritenuto congruo assumere un valore pari al 30% del valore contabile, procedendo conseguentemente ad una rettifica del 70%.

La riduzione operata riflette una valutazione prudentiale del presumibile valore recuperabile dei beni:
Rettifica effettuata: -10.012,90 Euro

Tra le componenti dell'attivo circolante, i crediti verso clienti rappresentano la posta di maggiore rilevanza ai fini della presente valutazione, ammontando a Euro 162.083,29.

Le restanti poste creditorie iscritte nell'attivo circolante, tra cui i crediti verso il fondo pensioni, verso dipendenti per anticipi su TFR, i crediti tributari e previdenziali e i depositi cauzionali, presentano una natura giuridica e un profilo di rischio profondamente diversi rispetto ai crediti di natura commerciale. Trattandosi di posizioni aventi fondamento contrattuale o legale determinato, non soggette al rischio tipico di insoluto commerciale e non derivanti da rapporti di fornitura di beni o servizi, esse sono state mantenute al valore nominale senza applicazione di alcuna rettifica estimativa.

La rettifica è stata pertanto circoscritta esclusivamente ai crediti verso clienti di natura commerciale. Pur non emergendo dalla documentazione esaminata specifiche posizioni di credito in contestazione o in evidente stato di deterioramento, si è ritenuto opportuno introdurre una rettifica forfettaria prudentiale, finalizzata a riflettere il fisiologico rischio connesso alla riscossione di crediti commerciali in capo a una microimpresa operante nel settore dei servizi informatici. Tale rischio comprende, in particolare, la possibilità di ritardi negli incassi, contestazioni sulla qualità delle prestazioni rese, insolvenze parziali e eventuali costi di recupero.

Non disponendo di un'analisi puntuale per scadenza e anzianità dei singoli crediti si è adottata una rettifica forfettaria del 20% applicata all'intero importo dei crediti verso clienti. La percentuale adottata si colloca nella fascia comunemente riscontrata nella prassi valutativa per posizioni creditorie di natura commerciale riferite a microimprese di servizi non sottoposte ad analisi di aging, e appare coerente con la finalità prudentiale della presente stima. Rettifica effettuata: -32.416,66 Euro

Le rettifiche sopra illustrate conducono alla seguente determinazione del patrimonio netto rettificato.

Voce	Criterio adottato	Importo
Patrimonio netto contabile al 31/12/2025	Dato di bilancio	Euro 133.870,63
Immobilizzazioni immateriali	Svalutazione integrale (100%)	- Euro 2.179,20
Immobilizzazioni materiali	Svalutazione prudenziale (70%)	- Euro 10.012,90
Crediti verso clienti	Svalutazione prudenziale (20%)	- Euro 32.416,66
Patrimonio netto rettificato (Wn)	Base patrimoniale della stima	Euro 89.261,87

Ai soli fini espositivi e per semplificare i successivi passaggi di calcolo, tale valore viene arrotondato ad Euro 89.500, senza che ciò produca effetti sostanziali sul risultato finale della valutazione.

Si precisa inoltre come le rettifiche apportate abbiano natura esclusivamente estimativa e siano finalizzate ad adeguare i valori contabili ad una ragionevole rappresentazione del patrimonio della società nell'ambito della presente valutazione.

Componente reddituale normalizzata

La sola consistenza patrimoniale della società, come visto, non risulta però sufficiente ad esprimere in maniera adeguata ed esaustiva il suo effettivo valore economico.

Nel caso di imprese operanti nel settore dei servizi informatici, infatti, una parte significativa della capacità di creare valore deriva dall'organizzazione aziendale, dalle competenze professionali maturate, dal patrimonio di conoscenze tecniche e dai rapporti commerciali consolidati con la clientela.

Si tratta di elementi che non trovano una completa rappresentazione nei valori contabili, ma che si manifestano attraverso la capacità dell'impresa di produrre risultati economici nel tempo. Per tale ragione il metodo misto integra la componente patrimoniale con una componente reddituale, determinata sulla base della redditività ordinaria della società.

Ai fini della presente valutazione è stato determinato un reddito normalizzato rappresentativo della capacità reddituale dell'impresa, ottenuto attraverso l'esame degli ultimi tre esercizi e la normalizzazione dei risultati economici. La normalizzazione è finalizzata ad eliminare eventuali componenti straordinarie o non ricorrenti e ad individuare un livello di redditività coerente con la gestione ordinaria della società.

Dall'esame dei bilanci emerge, in particolare, come il risultato dell'esercizio 2024, pari a Euro 32.411,67, risulti influenzato da componenti di natura straordinaria e non ricorrente, riconducibili a contributi pubblici

per complessivi Euro 19.968,00. Trattandosi di componenti estranee alla gestione caratteristica e non stabilmente ripetibili negli esercizi successivi, le stesse sono state elise ai fini della normalizzazione, determinando un utile normalizzato per l'esercizio 2024 pari a Euro 12.443,67.

Con riferimento agli esercizi 2023 e 2025, non sono state invece riscontrate analoghe componenti straordinarie, sicché i relativi risultati sono stati assunti quali dati di base.

I redditi normalizzati, oggetto di arrotondamento, risultano pertanto i seguenti.

Esercizio	Reddito Normalizzato
2023	2.500,00 €
2024	12.500,00 €
2025	20.500,00 €

L'analisi di tali valori evidenzia un progressivo miglioramento della capacità reddituale della società, con un andamento crescente che appare coerente con lo sviluppo dell'attività e con il consolidamento del modello di business.

Poiché i risultati economici dei tre esercizi non presentano un andamento uniforme, si è ritenuto opportuno attribuire maggiore rilevanza all'esercizio più recente, ritenuto maggiormente rappresentativo della situazione economica attuale della società che, come detto, appare in evoluzione e consolidamento.

A tal fine sono stati applicati i seguenti coefficienti di ponderazione:

- esercizio 2023: 10%;
- esercizio 2024: 20%;
- esercizio 2025: 70%.

Il reddito medio ponderato risulta pertanto pari a:

$$R_n = (2.500 \cdot 0,10) + (12.500 \cdot 0,20) + (20.500 \cdot 0,70)$$

$$R_n = 250 + 2.500 + 14.350 = 17.100$$

Il valore di Euro 17.100 rappresenta pertanto il reddito ordinario attribuibile alla gestione prospettica della società e costituirà la base per la determinazione della componente reddituale.

Tasso di attualizzazione e orizzonte temporale

La trasformazione dei redditi futuri in valore attuale richiede poi l'individuazione di un adeguato tasso di attualizzazione, idoneo a riflettere il rendimento minimo richiesto da un investitore in relazione al rischio dell'investimento.

Nel caso di specie il tasso di attualizzazione è stato costruito per componenti additive, secondo un approccio di build-up ampiamente utilizzato nella prassi valutativa per le piccole e medie imprese non quotate.

Si è assunto, quale rendimento privo di rischio, il rendimento medio dei titoli di Stato decennali (BTP), pari a circa il 3,50%; a tale componente è stato aggiunto un premio per il rischio generale connesso all'investimento in capitale di rischio in una PMI, pari al 6,00%, e un ulteriore premio per il rischio specifico riferito al settore ICT e alle specifiche caratteristiche della società, pari al 10,00%.

Tale premio specifico incorpora cumulativamente diverse componenti riconducibili al rischio operativo, la ridotta dimensione aziendale, la concentrazione della clientela, la dipendenza dalle figure chiave e l'assenza di un piano industriale formalizzato.

Componente	Valore
Tasso privo di rischi	3,50%
Premio per il rischio connesso alla dimensione aziendale	6,00%
Premio per il rischio specifico	10,00%
Tasso complessivo (i)	19,50%

Il premio per il rischio specifico tiene conto, in particolare, della ridotta dimensione aziendale, della dipendenza dalle principali risorse professionali, della concentrazione tipica delle relazioni commerciali nelle micro e piccole imprese del settore software e dell'assenza di un mercato organizzato per la negoziazione delle partecipazioni. Tali elementi giustificano l'adozione di un tasso prudenziale e di un orizzonte temporale contenuto, coerente con la limitata prevedibilità dei risultati futuri in un settore tecnologico soggetto a rapida evoluzione

Il tasso complessivo del 19,5% risulta pertanto coerente con il profilo di rischio della società e con la finalità prudenziale della presente valutazione.

Considerata la dimensione della società e l'assenza di un piano industriale pluriennale formalizzato, si è ritenuto opportuno limitare l'orizzonte temporale della valorizzazione reddituale a tre esercizi, ritenendo tale periodo sufficientemente rappresentativo della capacità della società di mantenere i risultati economici espressi dalla gestione ordinaria.



L'attualizzazione dei redditi determina i seguenti valori:

Anno	Reddito	Fattore di attualizzazione	Valore attuale
1	17.100,00 €	0,8368	14.309,62 €
2	17.100,00 €	0,7002	11.974,59 €
3	17.100,00 €	0,5859	10.020,58 €
Totale componente reddituale (W_r)			36.304,79 €

La componente reddituale così determinata rappresenta il valore attribuibile alla capacità dell'impresa di produrre redditi futuri in condizioni di normale operatività.

Determinazione del capitale economico

Come illustrato nei capitoli precedenti, attraverso l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale il capitale economico della società deriva dalla combinazione delle due componenti sopra ricavate.

Secondo il metodo adottato, il capitale economico (W) è determinato dalla seguente relazione:

$$[W = W_n + W_r]$$

dove:

W = capitale economico della società;

W_n = patrimonio netto rettificato;

W_r = valore della componente reddituale.

Sostituendo i valori determinati nei capitoli precedenti si ottiene:

Componente	Importo
Patrimonio netto rettificato (W _n)	89.261,87 €
Valore della componente reddituale (W _r)	36.304,79 €
Capitale economico (W)	125.566,66 €

Il capitale economico della società risulta pari ad Euro 125.566,66. Tale importo rappresenta pertanto il valore economico dell'intero capitale della società, determinato assumendo la prosecuzione dell'attività in condizioni di normale operatività e tenendo conto sia della consistenza patrimoniale sia della capacità reddituale espressa dall'impresa.

L'incidenza della componente reddituale, pari a circa il 30% del capitale economico complessivo, appare compatibile con le caratteristiche di una società di servizi informatici di piccole dimensioni, nella quale il valore non deriva esclusivamente dagli elementi patrimoniali iscritti in bilancio ma anche dalla capacità di produrre redditi futuri.

Trattandosi però della stima di una partecipazione in una società a responsabilità limitata non quotata, si ritiene opportuno e prudentiale procedere ad un'ulteriore rettifica, che tenga in debito conto la ridotta commerciabilità della partecipazione stessa, mediante l'applicazione di un appropriato Discount for Lack of Marketability (DLOM), come meglio illustrato nel capitolo seguente.

Applicazione dello sconto per illiquidità e assenza di mercato

Il capitale economico determinato nel capitolo precedente rappresenta il valore attribuibile all'intero capitale della società in condizioni di normale funzionamento.

L'oggetto della presente relazione, tuttavia, non è la stima dell'azienda nel suo complesso, bensì la determinazione del valore di una partecipazione detenuta in una società a responsabilità limitata non quotata, destinata alla liquidazione nell'ambito della procedura.

Tale circostanza rende necessario verificare se il capitale economico debba essere rettificato per tenere conto della minore commerciabilità della partecipazione rispetto ad attività negoziate su mercati regolamentati.

Le partecipazioni in società non quotate infatti presentano caratteristiche profondamente diverse rispetto agli strumenti finanziari negoziati in mercati organizzati. L'assenza di un mercato secondario, la necessità di individuare uno specifico acquirente, i tempi generalmente più lunghi richiesti per il perfezionamento della cessione e la limitata disponibilità di informazioni pubbliche incidono normalmente sul prezzo che un investitore è disposto a riconoscere per l'acquisto della partecipazione.

Tali elementi non riguardano la capacità dell'impresa di produrre reddito né il valore intrinseco dell'azienda, ma esclusivamente la maggiore difficoltà di trasformare la partecipazione in denaro in tempi ragionevoli e a condizioni di mercato.



Per tale motivo la prassi valutativa internazionale riconosce l'opportunità, in presenza di partecipazioni non quotate, di applicare un Discount for Lack of Marketability (DLOM), finalizzato a riflettere la minore commerciabilità del bene oggetto di valutazione.

Nel caso di Mavigex S.r.l. ricorrono diversi elementi che giustificano l'applicazione di un DLOM; l'eventuale trasferimento della partecipazione, infatti, richiederebbe l'individuazione di un acquirente interessato, lo svolgimento di una specifica attività negoziale e tempi di realizzo fisiologicamente superiori rispetto a quelli propri di strumenti finanziari caratterizzati da elevata liquidità.

Alla luce di tali circostanze, si ritiene congruo applicare un DLOM del 25%, misura che appare idonea a riflettere, secondo un criterio di prudenza, la ridotta commerciabilità della partecipazione, avuto riguardo alle specifiche caratteristiche della società e dell'investimento

A seguito di tale abbattimento, pertanto, il valore della partecipazione risulta pari ad Euro 94.174,99. Tenuto conto della natura estimativa della valutazione e dell'impossibilità di attribuire ai risultati un grado di precisione assoluta, tale importo può essere ragionevolmente espresso, per arrotondamento, in Euro 95.000,00.

VERIFICA DI VALIDAZIONE MEDIANTE MULTIPLI DI MERCATO

La determinazione del capitale economico mediante il metodo misto patrimoniale-reddituale costituisce il criterio principale adottato nella presente relazione.

Al fine di verificare la ragionevolezza del risultato ottenuto, si ritiene tuttavia opportuno confrontare il valore espresso dal metodo principale con gli indicatori generalmente osservabili nelle transazioni riguardanti imprese operanti nel medesimo settore.

La presente ulteriore analisi non costituirà pertanto un autonomo procedimento valutativo, bensì una verifica di coerenza esterna del risultato estimativo, effettuata mediante il calcolo del multiplo implicito Enterprise Value/Ricavi (EV/Ricavi).

Nel settore dello sviluppo software e dei servizi informatici il rapporto tra Enterprise Value e ricavi rappresenta infatti uno degli indicatori maggiormente utilizzati per effettuare confronti sintetici tra imprese aventi caratteristiche omogenee.

L'indicatore risulta particolarmente utile nelle valutazioni di piccole e medie imprese, poiché consente di confrontare il valore dell'azienda con il volume d'affari, prescindendo in larga misura dalla struttura finanziaria e dalle differenti politiche di ammortamento adottate dalle singole società.

Nel caso di specie, come visto, il capitale economico (Enterprise Value) determinato con il metodo principale è pari a Euro 125.566,66.

I ricavi dell'esercizio 2025 risultano invece pari a Euro 898.542,68 e, pertanto, ne consegue il seguente rapporto tra EV/Ricavi: $125.566,66 / 898.542,68 = 0,1397x$

Il multiplo implicito risulta pertanto sostanzialmente pari a: $EV/Ricavi = 0,14x$

Tale valore di 0,14x si colloca nella parte inferiore dell'intervallo 0,10x e 0,25x che generalmente viene assunto nella prassi valutativa per società non quotate operanti nel settore dei servizi software e IT.

Tale collocazione appare coerente con le caratteristiche di Mavigex S.r.l., tenuto conto della dimensione aziendale, della natura prevalentemente progettuale dell'attività svolta e del profilo di rischio proprio delle micro e piccole imprese operanti nel settore.

Il multiplo implicito determinato mediante il metodo principale non evidenzia pertanto elementi di incoerenza rispetto ai valori generalmente riscontrabili nella prassi valutativa per imprese aventi caratteristiche analoghe. La verifica svolta costituisce quindi un riscontro della ragionevolezza del capitale economico determinato con il metodo misto patrimoniale-reddituale, senza assumere autonoma rilevanza ai fini della determinazione del valore della partecipazione.

Pur nei limiti propri di ogni confronto basato su indicatori sintetici, la verifica effettuata non evidenzia elementi tali da porre in discussione la ragionevolezza del risultato estimativo raggiunto, contribuendo pertanto a rafforzare l'affidabilità complessiva della presente valutazione.

Si rimarca comunque come tale verifica assuma esclusivamente funzione di riscontro esterno e non costituisca autonoma determinazione del valore.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

La presente relazione è stata predisposta in esecuzione dell'incarico conferito dalla Curatela, con l'obiettivo di determinare il valore della partecipazione detenuta in Mavigex S.r.l., ai fini delle future attività liquidatorie previste nell'ambito della procedura.

L'attività estimativa è stata sviluppata sulla base della documentazione acquisita, costituita principalmente dai bilanci d'esercizio, dalla documentazione societaria e dalle ulteriori informazioni rese disponibili alla data di riferimento della stima.

L'analisi economico-finanziaria ha evidenziato una società caratterizzata da una struttura patrimoniale sostanzialmente equilibrata e da una progressiva crescita della redditività nel triennio considerato. Al tempo



stesso, la natura dell'attività svolta e la limitata consistenza delle immobilizzazioni hanno confermato che una parte significativa del valore dell'impresa risiede nella capacità di generare redditi futuri attraverso l'organizzazione aziendale, le competenze professionali e le relazioni consolidate con la clientela.

Alla luce delle caratteristiche della società e della finalità dell'incarico, è stato ritenuto maggiormente idoneo il metodo misto patrimoniale-reddituale, in quanto capace di rappresentare in modo equilibrato sia la consistenza patrimoniale sia la capacità reddituale dell'impresa.

L'applicazione del metodo ha condotto ai seguenti risultati:

Descrizione	Importo
Patrimonio netto rettificato	89.261,87 €
Valore della componente reddituale	36.304,79 €
Capitale economico della società	125.566,66 €
Discount for Lack of Marketability (25%)	- 31.391,67 €
Valore della partecipazione	94.174,99 €

Il risultato ottenuto è stato sottoposto ad un'ulteriore verifica di coerenza mediante il calcolo del multiplo implicito Enterprise Value/Ricavi, dal quale è emerso un valore pari a 0,14x, ritenuto compatibile con gli ordini di grandezza generalmente osservabili nella prassi valutativa per società non quotate operanti nel settore dei servizi software e IT, aventi caratteristiche dimensionali analoghe.

Pertanto, sulla base delle analisi svolte, dei criteri estimativi adottati e delle considerazioni sviluppate nella presente relazione, **si ritiene che il valore della partecipazione detenuta in Mavigex S.r.l. possa essere ragionevolmente determinato, alla data di riferimento della stima, in Euro 95.000,00 (novantacinquemila/00).**

Il suddetto valore costituisce un giudizio estimativo formulato sulla base delle informazioni disponibili alla data della valutazione e nell'ambito delle finalità proprie dell'incarico conferito. Eventuali fatti sopravvenuti, modifiche della situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società, ovvero ulteriori informazioni non conosciute o non conoscibili alla data della presente relazione, potrebbero incidere sul giudizio estimativo espresso.

Bologna, li 13.07.2026

Il Professionista incaricato

Dott. Paolo Della Casa

