

TRIBUNALE CIVILE DI

VENEZIA

- Sezione I Civile -

---

Liquidazione giudiziale n. 13/2023 2M Servizi Srl

## PERIZIA DI VALUTAZIONE RAMO AZIENDALE (SOFTWARE 'SIDA')

Giudice Delegato: Dott.ssa Morandin Ivana

Perito stimatore Dott.ssa Lorenza Danzo

---

### Sommario:

1. QUESITO E CONTROVERSIA .....	2
2. ANALISI FONDAMENTALE.....	3
2.1 LA DIMENSIONE QUANTITATIVA DELL'ANALISI FONDAMENTALE .....	5
2.2 METODI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO .....	9
2.3 LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE.....	15
3. CONCLUSIONI .....	17
ALLEGATI.....	18

## 1. Quesito e controversia

---

Abbiamo ricevuto dal Curatore della Liquidazione Giudiziale della Società 2M Servizi Srl l'incarico di redigere la perizia di valutazione del Ramo Aziendale riferibile al Software "SIDA", ai fini della vendita in sede di procedura concorsuale. SIDA è acronimo di "*Sistema informativo Distribuzione Associata*", di titolarità, per l'appunto, di 2M Servizi S.r.l.

Il Ramo suddetto rientra nel perimetro aziendale della società 2M SERVIZI S.R.L., con sede a Mirano (VE) in via Taglio Sinistro n. 61/B, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Venezia Rovigo 02559730276, R.E.A. VE-226429 (doc. 1).

La presente perizia utilizza dati, documenti e informazioni forniti dalla Curatela, in particolare i bilanci d'esercizio della Società dal 2018 al 2021 (docc. 2-5) e la perizia di stima dell'Ing. Alberto Giorgio (doc. 6).

Si fa presente che oggetto della presente valutazione non è propriamente il bene immateriale costituito dal software sopra menzionato, ma il ramo d'azienda che ne esprime l'utilizzazione a valere nel tempo, in ipotesi di trasferimento secondo approccio *asset side*, vale a dire senza considerare la componente debitoria o la posizione finanziaria netta, per pervenire quindi all'*enterprise value* o valore intrinseco del ramo aziendale *de quo*.

Il presente elaborato ha lo scopo di determinare il valore teorico generale del ramo aziendale, quale valore intrinseco e non soggettivamente orientato da finalità particolari e da condizioni di negoziazione tra le parti.

## 2. Analisi fondamentale

---

L'analisi fondamentale costituisce la premessa necessaria <sup>(1)</sup> per l'impostazione dei lavori peritali, in quanto consente di identificare le caratteristiche e le specificità dell'azienda oggetto di stima, ma anche di comprendere e di giudicare il grado di completezza del corredo documentale a disposizione e di valutarne criticamente l'efficacia quale supporto alle metodologie applicabili.

L'importanza dell'analisi fondamentale e della valutazione critica della base documentale si comprende bene sul piano pratico, se si pensa che da queste premesse possono essere esclusi dei metodi valutativi astrattamente proponibili, ma non concretamente applicabili per carenze proprio di tipo documentale. Ad esempio, tutte le metodologie basate sui flussi, finanziari e reddituali, necessitano della disponibilità di un piano pluriennale.

La liquidazione giudiziale della società 2 M Servizi Srl è stata dichiarata dal Tribunale di Venezia, con sentenza n. 22/2023 del 2.3.2023.

La società in L.G. è stata costituita nella forma della società a responsabilità limitata in data 18.7.1991 ed è quindi un'azienda con una certa storicità di gestione.

La società svolgeva principalmente l'attività di commercializzazione di dispositivi hardware e software, nonché della relativa attività di assistenza e manutenzione di sistemi operativi. Inoltre, 2M Servizi era rivenditore del proprio software "Orange Touch" e svolgeva l'attività di gestione di server informatici e dei relativi sistemi applicativi dei clienti utilizzando tale proprietà intellettuale.

L'oggetto sociale è il seguente:

*“A) la produzione, la commercializzazione e la vendita, compreso il commercio elettronico, di programmi per elaboratori elettronici, (intendendosi come tali quelli che nel linguaggio tecnico corrente sono indicati con le parole software applicativo e di base);*

---

<sup>(1)</sup> Cfr. Luigi Guatri e Mauro Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005, capp. 3 e 4. Gli Autori precisano che: *“La base informativa costituisce (con l'analisi fondamentale) la condizione necessaria per tradurre i modelli assoluti e i multipli in valutazioni efficaci, cioè affidabili e dimostrabili. In tal senso essa appresta tutte le informazioni necessarie o utili allo scopo”* E ancora: *“L'analisi fondamentale è il processo che organizza tutte le informazioni (compresi i piani pluriennali), le seleziona, le controlla, le elabora, le interpreta”*.

- B) lo svolgimento di studi ed analisi per l'avviamento e la gestione di centri elaborazione dati;*
- C) l'elaborazione dati;*
- D) la consulenza per studi di organizzazione aziendale;*
- E) l'organizzazione e la conduzione di corsi per introduzione e specializzazione nei vari settori informatici e corsi per la gestione ed organizzazione aziendale;*
- F) la scrittura di articoli e di libri;*
- G) il commercio all'ingrosso ed al dettaglio, compreso il commercio elettronico, di elaboratori elettronici e di tutte le periferiche ad essi collegabili, e di tutti i tipi di supporti, ricambi, accessori e materiale di consumo;*
- H) l'assistenza tecnica su elaboratori elettronici e su tutte le periferiche ad essi collegabili;*
- I) la realizzazione di siti internet, pagine web, il commercio di siti telematici, caselle di posta elettronica, accessi alla rete in qualità di provider, la prestazione di servizi connessi all'installazione, gestione, sviluppo ed organizzazione di postazioni internet e di tutti i procedimenti in genere connessi ad internet, nonché' la realizzazione e gestione di portali Internet;*
- J) l'assunzione di contratti di agenzia, di rappresentanza, anche con deposito, di procacciamento d'affari per conto di imprese, società ed organizzazioni operanti nei settori del commercio, dell'industria e dei servizi;*
- K) il commercio all'ingrosso e al dettaglio di supporti cartacei, supporti magnetici, mobili ed arredamenti per ufficio;*
- L) l'assistenza tecnica e la manutenzione di programmi per elaboratori elettronici;*
- M) l'acquisto, la vendita, la permuta, la conduzione ed amministrazione di beni mobili ed immobili, rustici ed urbani, la produzione di beni immobili di ogni genere, il loro commercio e sfruttamento in qualunque modo e forma, l'assunzione, la concessione di locazioni, affitti e subaffitti e di ogni altro diritto totale o parziale, reale o meno su detti beni;*

La società aveva sede legale e operativa in Mirano (VE), Via Taglio Sinistro n. 61/B, immobile concesso in locazione da 2M Sistemi S.r.l., con contratto di locazione.

In data 9.1.2023, 2M Servizi stipulava **due contratti di affitto di ramo d'azienda:**

- a) **con Reforge S.r.l.**, avente sede in Mirano (VE), via Taglio Sinistro n. 61/B;
- b) **con System Retail S.p.a.**, avente sede a Montemarciano (AN), via dei Platani n. 3/B.

Trovandosi la società 2M in una situazione di tensione economico finanziaria, tali contratti di affitto di ramo d'azienda venivano stipulati nella prospettiva dell'accesso, da parte dell'affittante, al procedimento di liquidazione giudiziale con la finalità, pertanto, di mantenere n. 2 posti di lavoro, ma soprattutto la migliore funzionalità e l'avviamento di tutte le componenti attive, in vista di una possibile alienazione.

L'oggetto del contratto con Reforge è l'attività principale di 2M Servizi, ovvero la commercializzazione di dispositivi hardware e software, nonché della relativa attività di assistenza e manutenzione di sistemi operativi (rinnovo dei domini, del servizio di posta elettronica certificata, di posta ordinaria, dell'*hosting*, del *backup* in cloud, ecc.).

In odine, invece, al contratto stipulato con System Retail, l'oggetto è l'attività di rivendita ed assistenza del software "Orange Touch", di cui 2M Servizi detiene la proprietà intellettuale. Nell'oggetto di tale ultimo contratto sono previsti anche n. 2 rapporti di lavoro subordinato già alle dipendenze della affittante e il contratto di locazione immobiliare stipulato in data 20.7.2009 da 2M Servizi con la società 2M Sistemi S.r.l., avente ad oggetto l'immobile ad uso residenziale sito in Noventa di Piave (VE), via Schiavo Lena n. 10, attribuito a titolo di *fringe benefit* a favore di uno dei due lavoratori dipendenti, sig. Alessandro Fassini.

Il principale asset del contratto d'affitto è costituito da un software denominato "SIDA", il cui ramo aziendale di riferimento costituisce l'oggetto della presente perizia.

Tale software è di tipo ERP (*Enterprise Resource Planning*), sviluppato per medie e grandi imprese. Si tratta di un importante supporto gestionale per le imprese, con sviluppi applicativi anche sui sistemi contabili e sull'organizzazione interna, in quanto consente l'integrazione di tutti i dati aziendali, anche con correlazioni logiche, oltreché matematiche, favorendo quindi l'ottimizzazione dei processi operativi sia nel business che nell'amministrazione evoluta.

## 2.1 La dimensione quantitativa dell'analisi fondamentale

La Curatela ha sviluppato le analisi di bilancio per le proprie finalità nella Relazione ex art. 130 CCII, che sono state da noi esaminate.

In questa sede, ai fini della completezza e autonomia di giudizio del procedimento di valutazione del capitale economico, si sviluppano in maniera indipendente le metodiche di

check up attraverso i bilanci riclassificati del quadriennio 2018-2021, antecedente la dichiarazione di liquidazione giudiziale.

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO (A VALORI PERCENTUALI)								
	2018		2019		2020		2021	
<b>ATTIVO</b>								
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	1.170.455	59,7%	1.277.894	54,6%	1.637.329	60,0%	1.427.700	52,0%
TOTALE ATTIVITA' IMMOBILIZZATE	790.780	40,3%	1.064.244	45,4%	1.090.253	40,0%	1.319.536	48,0%
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>1.961.235</b>		<b>2.342.138</b>		<b>2.727.582</b>		<b>2.747.236</b>	
<b>PASSIVO</b>								
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	909.846	46,4%	1.030.237	44,0%	1.458.590	53,5%	1.663.553	60,6%
TOTALE PASSIVITA' A MEDIO-LUNGO TERMINE	817.827	41,7%	1.065.279	45,5%	1.007.930	37,0%	810.006	29,5%
TOTALE PATRIMONIO NETTO	233.562	11,9%	246.622	10,5%	261.062	9,6%	273.677	10,0%
<b>TOTALE PASSIVO E NETTO</b>	<b>1.961.235</b>		<b>2.342.138</b>		<b>2.727.582</b>		<b>2.747.236</b>	

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO (A VALORI PERCENTUALI)								
	2018		2019		2020		2021	
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE (VP)</b>	<b>2.377.523</b>	100%	<b>2.544.873</b>	100,0%	<b>2.158.183</b>	100%	<b>2.229.905</b>	100,
<i>Totale costi esterni</i>	1.067.097	44%	1.207.806	47%	1.297.469	60%	1.383.127	62%
Variazione rim. m.p., sussid., di consumo e merci	26.580	1,1%	18.676	0,7%	(64.528)	-3,0%	14.008	0,6%
<b>VALORE AGGIUNTO (VA)</b>	<b>1.283.846</b>	54%	<b>1.318.391</b>	51%	<b>925.242</b>	42%	<b>832.770</b>	37%
<i>Totale costi per il personale</i>	1.092.669	46,0%	1.039.355	40,8%	791.384	36,7%	734.845	33,0%
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)</b>	<b>191.177</b>	8%	<b>279.036</b>	11%	<b>133.858</b>	6%	<b>97.925</b>	4%
<i>Ammort./Accant. e altri</i>	173.556	7,3%	233.692	9,2%	103.161	4,8%	50.679	2,3%
<b>RISULTATO OPERATIVO CARATTERISTICO (ROC)</b>	<b>17.621</b>	0,7%	<b>45.344</b>	1,8%	<b>30.697</b>	1,4%	<b>47.246</b>	2,1%
<i>Componenti Finanziarie Nette</i>	(7.994)	-0,3%	(21.214)	-0,8%	(16.258)	-0,8%	(25.460)	-1,1%
<b>RISULTATO ORDINARIO</b>	<b>9.627</b>	0,4%	<b>24.130</b>	0,9%	<b>14.439</b>	0,7%	<b>21.786</b>	1,0%
<b>RISULTATO ANTE IMPOSTE</b>	<b>9.627</b>	0,4%	<b>24.130</b>	0,9%	<b>14.439</b>	0,7%	<b>21.786</b>	1,0%
<i>Imposte</i>	313	0,0%	11.068	0,4%	-	0,0%	9.170	0,4%
<b>RISULTATO NETTO (RN)</b>	<b>9.314</b>	0,4%	<b>13.062</b>	0,5%	<b>14.439</b>	0,7%	<b>12.616</b>	0,6%

I bilanci vengono proposti anche a valori percentuali, oltreché assoluti, esprimendo con ciò degli indici di composizione, meglio funzionali sia alla comprensione delle strutture patrimoniale ed economica dell'azienda, sia alla comparazione tra diversi esercizi.

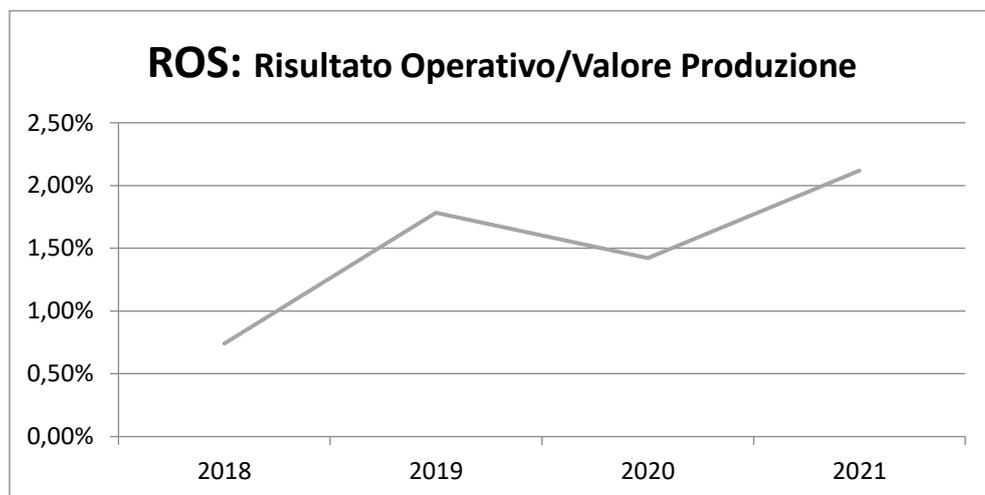
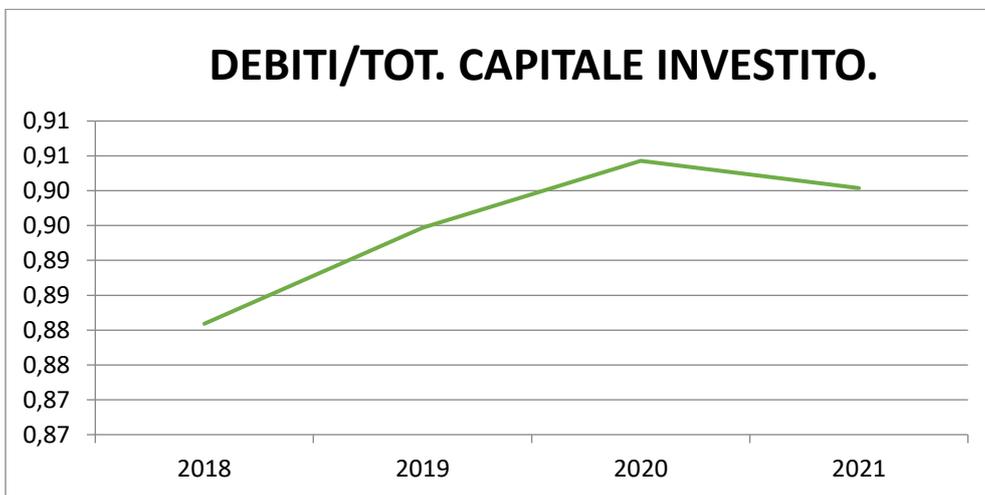
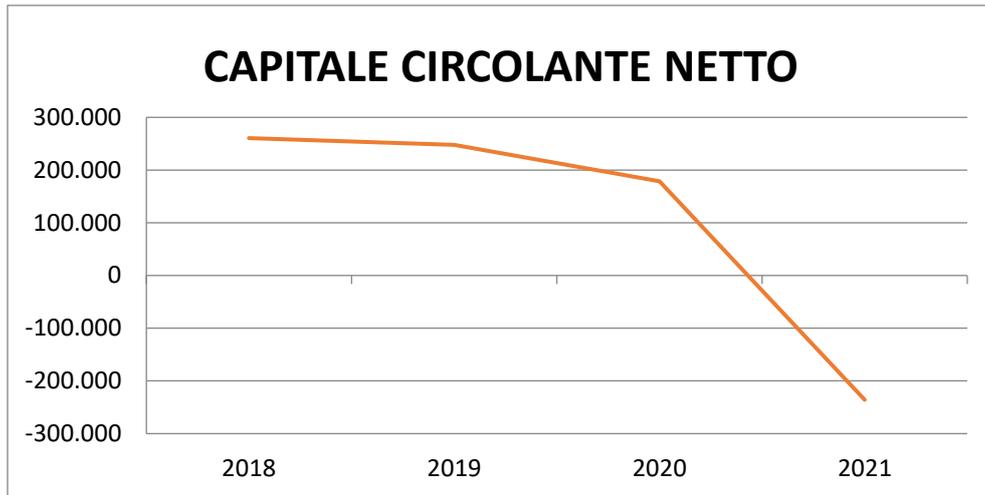
L'immagine della società, a quel tempo operativa, era quella di un'azienda che, pur avendo un fatturato relativamente regolare, ha perso gradualmente efficienza economica, con un calo sensibile, negli ultimi anni, del MOL (Margine Operativo Lordo), e di conseguenza anche dell'autofinanziamento generato dalla gestione (una sorta di *cash flow*), che il MOL al tempo

stesso è in grado di esprimere. L'incidenza del MOL sul valore della produzione è infatti scesa dall'11% del 2019 al 4,4% del 2021.

I risultati economici netti ne hanno anch'essi sofferto, impedendo una patrimonializzazione da utili della società, che ne avrebbe avuto necessità, in considerazione del suo strutturale grado di sottocapitalizzazione, sempre oscillante intorno al 10% di tutti i mezzi finanziari a disposizione e con una dipendenza cronicizzata dall'indebitamento.

Il successivo sviluppo procedurale dell'analisi quantitativa fondamentale verte sui selezionati indici patrimoniali e reddituali, espressi nella seguente tavola sinottica, con le grafiche di alcuni più significativi.

<b>INDICI DI REDDITIVITA' NETTA</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
ROE risultato netto / patrimonio netto	3,99%	5,30%	5,53%	4,61%
INDEBITAMENTO totale passivo / patrimonio netto	7,40	8,50	9,45	9,04
ONEROSITA' oneri finanziari / totale passivo	0,43%	1,01%	0,66%	1,03%
RAPPORTO DI <i>LEVERAGE</i> totale attivo / patrimonio netto	8,40	9,50	10,45	10,04
INDEBITAMENTO/TOT. INVESTITO totale passivo / totale attivo	0,88	0,89	0,90	0,90
<b>INDICI DI REDDITIVITA' OPERATIVA</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
ROI risultato operativo caratteristico / totale attivo	0,90%	1,94%	1,13%	1,72%
ROS risultato operativo caratteristico / valore produzione	0,74%	1,78%	1,42%	2,12%
ROTAZIONE valore produzione / totale attivo	1,21	1,09	0,79	0,81
<b>INDICI DI SOLIDITA' PATRIMONIALE</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
AUTONOMIA FINANZIARIA patrimonio netto / totale passivo	0,14	0,12	0,11	0,11
COPERTURA FINANZIARIA totale passivo e patrimonio netto / attività immobilizzate	1,33	1,23	1,16	0,82
CN attività correnti - passività correnti	260.609	247.657	178.739	-235.853
MARGINE di STRUTTURA patrimonio netto - attività immobilizzate	-557.218	-817.622	-829.191	-1.045.859
<b>INDICI DI LIQUIDITA'</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
LIQUIDITA' GENERALE attività correnti / passività correnti	1,29	1,24	1,12	0,86
LIQUIDITA' PRIMARIA liq. immediate + liq. differite / passività correnti	0,97	0,98	0,89	0,67

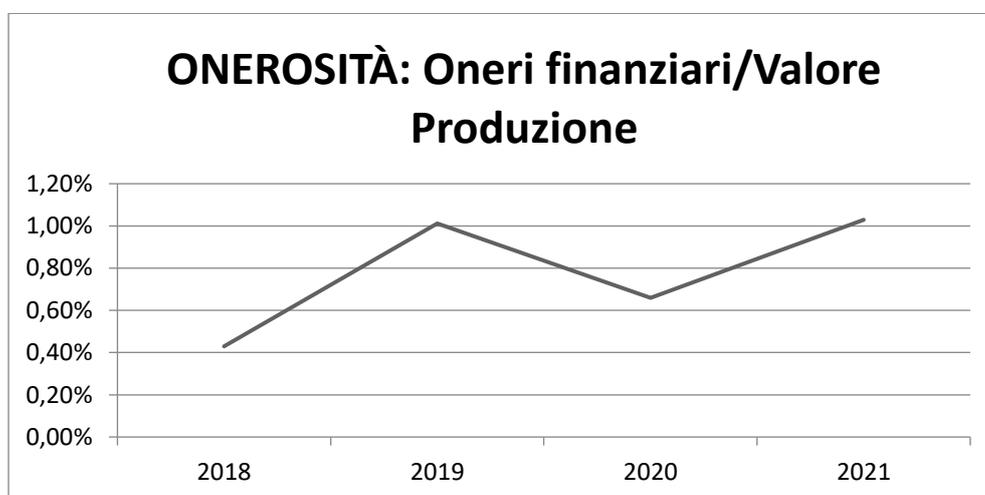


Si osserva (indice di indebitamento) che l'azienda era soprattutto soffocata dall'indebitamento, che aveva raggiunto il 90% circa dell'intero investimento, evidenziando uno squilibrio patrimoniale-finanziario strutturale ed una fortissima esposizione al rischio di insolvenza.

La conferma viene poi del crollo del capitale circolante netto, massimo indicatore di rischio di insolvenza entro i dodici mesi (quindi coerente con quanto richiesto dall'art. 3, comma 3, lettera b) del CCII), che nel 2021 precipita pericolosamente in area negativa.

Quanto al business, pur debole e non pienamente efficiente, il ROS, indice di redditività delle vendite, mantiene sempre una evidenza positiva, dimostrando che non si tratta affatto di un business decotto e che da esso è invece possibile continuare a "estrarre valore", evidentemente in un contesto aziendale sano a livello patrimoniale e finanziario.

Il seguente indice di onerosità dimostra ancora la "tossicità" del debito, che assorbiva valore economico all'azienda e all'imprenditore in maniera crescente nel tempo.



## 2.2 Metodi di valutazione del capitale economico

Questo paragrafo non costituisce una mera rassegna delle metodologie di valutazione d'azienda convenzionali, ma rappresenta un cardine fondamentale della perizia, secondo dottrina e prassi affermate, perché i diversi criteri, assoluti e relativi, accreditati in dottrina e

nella *best practice*, vengono passati al vaglio ai fini, intanto, di una loro selezione critica e, successivamente, di definizione del riferimento metodologico per le motivazioni della scelta operata relativamente al metodo principale e al criterio di verifica.

La scelta del metodo di valutazione del capitale economico dell'azienda affronta un processo di selezione tra le diverse metodologie e le loro varianti, entro un raggio definito dalla dottrina, dalle raccomandazioni professionali accreditate e dalla migliore prassi in materia, anche con la sensibilità e l'esperienza del professionista incaricato, in un *processo di sintesi* che contemperi razionalità di metodo, specificità dei caratteri distintivi dell'azienda, condizioni dell'ambiente economico e del settore, circostanze temporali, disponibilità e attendibilità dei dati disponibili e delle fonti informative accessibili.

In applicazione del paragrafo II.1 dei Principi Italiani di Valutazione - P.I.V., l'esperto prende atto di essere tenuto a svolgere l'attività professionale al meglio delle proprie capacità nei confronti dei soggetti interessati alla valutazione, espletando:

- competenza tecnica e professionale;
- diligenza;
- imparzialità;
- chiarezza.

In osservanza dei principi di valutazione suddetti, l'esperto garantisce la propria indipendenza di giudizio, il proprio comportamento equo e ispirato alla riservatezza. Garantisce inoltre la propria adesione ai principi previsti dal *Code of Ethical Principles for Professional Valuer* emanato dall'*International Valuation Standards Council* (IVSC).

Il valore dell'azienda va considerato come il valore degli *asset in place* (o valore dell'azienda stabilizzata o *steady state*).

Diversi sono i fattori che influenzano la scelta del metodo di valutazione da adottare per stimare il valore di un'azienda (o un ramo di essa), inteso come complesso economico in funzionamento <sup>(2)</sup>: generalmente si possono trovare due tipi di valutazioni:

---

<sup>(2)</sup> Il paragrafo III.1.16 dei P.I.V. sostiene che "*nella selezione del metodo o dei metodi di valutazione, l'esperto deve essere consapevole dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con: le caratteristiche dell'azienda,*

- assolute;
- relative.

Le prime si basano su modelli e formule focalizzati sulla singola impresa, arrivando al giudizio di valutazione tramite l'analisi dettagliata degli elementi caratterizzanti dell'azienda; le seconde ricorrono a moltiplicatori basati su informazioni di mercato. I metodi riconosciuti per la valutazione delle aziende, o dei rami di azienda, appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti:

- a) i metodi patrimoniali;
- b) i metodi reddituali;
- c) i metodi misti;
- d) i metodi finanziari;
- e) i metodi comparativi di mercato.

I metodi di valutazione del capitale economico di un'azienda vengono solitamente distinti in **metodi diretti e indiretti**.

I metodi diretti tradizionali individuano il valore del capitale economico d'impresa fondando la valutazione per prezzi effettivamente espressi dal mercato di borsa per l'azienda stessa o per quote di capitale di aziende similari.

Quelli indiretti invece possono essere classificati in metodi basati sui valori flusso (metodi reddituali e finanziari) oppure basati sui valori stock (metodi patrimoniali).

I primi sono quelli che meglio si ricollegano al concetto di capitale economico perché si basano sull'ipotesi che il capitale economico di un'azienda è pari alla somma dei valori attuali dei flussi reddituali o finanziari, che probabilmente saranno conseguiti in futuro. Quelli che si focalizzano su valori *stock*, invece, si basano sul presupposto che il valore di un'azienda è uguale alla somma degli elementi del patrimonio, considerati nei loro valori correnti. Tuttavia, optando per un metodo ispirato al criterio reddituale o finanziario puro, significherebbe non considerare quella che è la reale consistenza patrimoniale di un'azienda,

---

*o del ramo aziendale considerato; la configurazione di valore ricercata; le finalità della stima; e la base informativa disponibile". I P.I.V. indicano le diverse classi di metodi, sostanzialmente aderenti alla migliore dottrina, per la quale si citano: Guatri, L., Bini, M. (2008), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, pp. 13-14, Egea, Milano; Massari M., Zanetti L. (2008), *Valutazioni*, Mc Graw Hill, Milano; Paganelli O. (1992), *Valutazione delle aziende*, Utet, Torino; Pozzoli, S. (2016), *Valutazione d'azienda*, p. 157, Wolters Kluwer; Zanda G., Lacchini M., Onesti T. (2013), *La valutazione delle aziende*, VI Edizione, Giappichelli Ed., Torino.*

e viceversa, utilizzando esclusivamente un metodo patrimoniale, significherebbe trascurare quella che è la reale capacità dell'azienda nel generare valore.

Per questo motivo vengono utilizzate spesso soluzioni intermedie, quali sono ad esempio i metodi misti.

Al di là della loro articolazione, tutti i criteri sono riconducibili a tre metodiche generali<sup>4</sup>, secondo i canoni classificativi dei PIV:

- **del costo** (criteri patrimoniali);
- **dei risultati attesi** (criteri reddituali, criteri finanziari);
- **del mercato** (criteri comparativi di mercato)

Inoltre, è possibile realizzare una **combinazione tra le metodiche del costo e del reddito, adottando i metodi misti** (<sup>3</sup>).

La **metodica di mercato** (*market approach*) fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività oggetto di valutazione con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi recenti.

La **metodica dei risultati attesi** (*income approach*) fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di una attività reale o finanziaria di generare flussi di risultato nel futuro. Quest'ultimi possono essere configurati con differenti criteri.

La **metodica del costo** (*cost approach*) fornisce indicazioni in ordine all'onere che dovrebbe essere sostenuto per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente.

Dopo questa breve esposizione di alcuni concetti basilari dell'attività valutativa per la determinazione del capitale economico, si passa ora all'analisi teorica dei metodi più utilizzati per la valutazione delle aziende.

---

(<sup>3</sup>) Ceroli, P., Marchegiani, A., Natalucci, G., Ruggieri, M., Spreca, L. (2014), *Valutazione d'azienda e operazioni straordinarie*, Giuffrè, Milano, pp. 186-187, affermano: "La suesposta classificazione delle metodiche di valutazione è di carattere generale. Le metodiche si ispirano ai principi economici dell'equilibrio dei prezzi di mercato (*market approach*), del valore di ogni attività in funzione della generazione di flussi di risultati (*income approach*) e del valore in funzione dei costi che dovrebbero essere sostenuti per riprodurre un'attività simile a quella che deve essere valutata (*cost approach*). In funzione della natura del bene oggetto di valutazione e della configurazione di valore rilevante, uno o più dei principi enunciati tendono ad assumere maggiore significato".

I **metodi patrimoniali** di valutazione si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. La stima patrimoniale, infatti, possiede tre caratteristiche:

- è una stima analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio;
- è a valori correnti, in quanto direttamente o indirettamente basata sui prezzi di mercato nel momento in cui avviene la negoziazione;
- è a valori di sostituzione, nel momento in cui l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della ricostituzione (per le poste attive) e dell'estinzione o rinegoziazione (per le poste passive).

I due principali metodi patrimoniali "puri" sono:

- *il metodo patrimoniale semplice;*
- *il metodo patrimoniale complesso.*

Tale distinzione deriva dal fatto che i beni immateriali non contabilizzati sono considerati nel solo metodo patrimoniale complesso e non in quello semplice.

Il **metodo reddituale** stima il valore del capitale economico d'azienda in funzione della capacità di reddito futura della stessa.

I metodi di valutazione reddituali si distinguono in:

- *metodo reddituale complesso;*
- *metodo reddituale puro o semplice.*

I **metodi misti** valorizzano nella stima dell'azienda i principi essenziali dei procedimenti patrimoniali e reddituali. Il valore dell'azienda, quindi, risulta funzione sia della sostanza patrimoniale, sia del reddito, allo scopo di tenere conto degli elementi di obiettività e dimostrabilità propri dei metodi patrimoniali e dell'elemento di razionalità, che caratterizza i metodi reddituali.

Secondo gli esperti *il metodo del valore medio* è il più basilare dei metodi misti in quanto definisce il valore del capitale economico ( $W$ ) come il risultato della media aritmetica del capitale netto rettificato ( $K$ ) e del valore di capitalizzazione del reddito atteso ( $R/i$ ).

La metodologia di stima autonoma dell'avviamento, invece, assegna maggiore importanza a quest'ultimo, considerandolo per l'intero suo valore. Il valore dell'azienda è determinato sommando al capitale netto rettificato il valore attuale del sovra-reddito futuro (*goodwill*), inteso quest'ultimo come la differenza tra il reddito medio-normale dell'azienda e il rendimento ritenuto "normale" per il settore di appartenenza.

Il **metodo finanziario** stima il valore dell'azienda in funzione della capacità futura di generare flussi di cassa. In questa prospettiva, dunque, il capitale d'azienda assume valore in quanto in grado di conseguire risultati idonei a remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati, incluse le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale.

Il valore dell'azienda ottenuto con l'applicazione del metodo finanziario è essenzialmente caratterizzato da tre fattori:

- a) i flussi di cassa (disponibile per i soci o operativo netto a seconda della versione *levered* o *unlevered*);
- b) il periodo di proiezione analitica;
- c) il tasso di attualizzazione.

I flussi di cassa da stimare per il periodo di proiezione esplicita derivano dalla predisposizione, da parte del valutatore, di una serie di bilanci previsionali. Questi hanno la funzione di fornire i dati necessari al fine di calcolare il flusso di cassa atteso per ciascuno dei periodi assunti a base per la valutazione.

I **metodi basati sui multipli** di imprese comparabili possono richiedere meno ipotesi rispetto all'adozione di metodi basati sui flussi di cassa attualizzati. Avendo per obiettivo la stima di un *valore relativo* piuttosto che di un *valore intrinseco*, i metodi in esame sono in grado di riflettere più da vicino il "sentiment del mercato".

I multipli possono essere di due tipologie: *equity side* o *asset side*. I primi sono chiamati in tal modo in quanto al numeratore presentano una grandezza espressiva del valore del capitale netto. Gli *asset side*, invece, prevedono al numeratore una grandezza espressiva del valore del capitale operativo investito.

Tra i multipli *equity side* maggiormente utilizzati si annoverano:

- **P/E** (prezzo di borsa/utile netto per azione): è il multiplo più noto ed utilizzato, tanto che numerosi quotidiani specializzati pubblicano giornalmente i P/E delle società quotate;
- **P/EBIT** (prezzo di borsa/reddito operativo per azione) e **P/EBITDA** (prezzo di borsa/reddito operativo lordo per azione);

Tra i multipli *asset side* i più utilizzati sono i seguenti:

- **EV/EBIT** (valore di mercato del capitale investito/reddito operativo) e **EV/EBITDA** (valore di mercato del capitale investito/reddito operativo lordo);
- **EV/V** (valore di mercato del capitale investito/fatturato): il multiplo soffre degli stessi limiti evidenziati per P/V.

Se si applicano i multipli *asset side*, la valutazione sarà di tipo *unlevered*, per cui per determinare il valore economico dell'azienda si dovrà sottrarre al capitale investito il valore dell'indebitamento finanziario.

La fase finale consiste nell'applicare i multipli all'azienda da valutare. Se si è scelto di procedere con l'uso di più multipli, si calcolerà una media dei risultati ottenuti, che potrà essere semplice o ponderata in funzione della significatività attribuita ai singoli rapporti.

### 2.3 La scelta del metodo di valutazione

La scelta del metodo di valutazione del capitale economico del ramo aziendale SIDA di 2M Servizi, per quanto detto nel paragrafo precedente, deve tener conto di specifiche esigenze, aziendali e di contesto.

Innanzitutto, l'assenza di un piano aziendale impedisce l'applicazione sia dei metodi basati sui flussi (metodi reddituali e metodi finanziari), sia quelli misti (del valore medio e della determinazione autonoma dell'avviamento).

Si possono quindi applicare i metodi di mercato o i metodi patrimoniali: questi ultimi, tuttavia, nel caso di specie, non permettono di esprimere la natura operativa del ramo aziendale, essendo tipicamente adatti ad aziende immobiliari o agricole, ovvero a imprese con prevalenti immobilizzazioni tecniche materiali e difficilmente si adattano ad attività tecnologiche.

La perizia di stima dell'Ing. Giorgio espone a commento tecnico (pag. 5) le seguenti considerazioni:

*“L’obbiettivo è che SIDA velocizzi i processi aziendali, ispiri in essi una rigorosa logica organizzativa e il livello informativo consenta un sensibile risparmio di tempo e di energie, non solo economiche. Custodire le informazioni è solo uno dei compiti primari che un gestionale deve garantire: il segreto vero è saperle organizzare, renderle sempre disponibili e ambire alla loro pubblicazione nel rispetto delle esigenze di personalizzazione e di profilazione degli accessi.*

*I ruoli aziendali sono diversi uno dall’altro e pur condividendo il “core business”, ciascuno ha la necessità di percepirne una visione particolare da un’angolazione propria. Questo il team di SIDA lo sa bene, e conseguentemente offre un’ampia gamma di parametrizzazioni per il proprio software. Anche con il crescere dell’azienda, poi, vengono introdotte esigenze di integrazione, di consolidamento e sforzi di adattamento che 2M Servizi sa di poter garantire ai propri clienti. L’offerta modulare delle soluzioni che SIDA include nel suo listino, rendono la nostra soluzione particolarmente attraente e sempre a costi ragionevoli.”*

L’Ing. Giorgio evidenzia varie e importanti limitazioni del software SIDA, tra cui l’applicabilità solo localistica e la notevole obsolescenza, che non consente di apprezzarne un valore in termini gestionali e di going concern.

In concreto, il software SIDA non può costituire una intangibile in grado di sostenere processi gestionali e aziendali in continuità, basati sul suo sfruttamento e la mancanza di continuità in sostanza impedisce la stessa configurazione di ramo aziendale, che, per essere tale, implica necessariamente la presenza obiettiva di condizioni di coordinazione produttiva nel tempo e nello spazio.

Nel caso di specie, il software SIDA risulta essere un elemento intangibile “distinto”, quindi apprezzabile solamente come bene a sé stante, a cui l’Ing. Giorgio attribuisce il mero valore di euro 20.000 massimo, comprendente anche la componente hardware (anch’essa in obsolescenza), per un valore di euro 4.000.

Pertanto, si conferma il valore di stima come sopra rappresentato.

### 3. Conclusioni

---

La valutazione del Ramo Aziendale “SIDA” della Società 2 M Servizi Srl, in Liquidazione Giudiziale, alla luce delle caratteristiche emerse dall’analisi fondamentale, tenuto conto delle risultanze della perizia di stima redatta dall’Ing. Alberto Giorgio, con le considerazioni insussistenza di condizioni di continuità operativa a motivo dello stato di obsolescenza del software e della componente hardware, può dunque ragionevolmente essere espressa in **euro 20.000 (ventimila)**.

\*\*\*\*\*

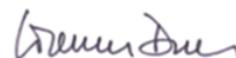
Quelle sopra indicate sono le mie considerazioni e osservazioni sui fatti e sugli eventi per cui è stato chiesto il mio intervento e che, prima di tutto, ho cercato di ricostruire con cura e chiarezza, nell’interesse della Giustizia.

Nel restare a completa disposizione della S.V. per qualsiasi delucidazione o qualora si ravvisasse l’opportunità di svolgere i conteggi secondo ulteriori criteri alternativi, ringrazio per la fiducia accordata e porgo, con stima, distinti saluti.

Venezia, 21 febbraio 2024

Il Perito estimatore

Dott.ssa Lorenza Danzo



## Allegati

---

- 1) Fascicolo storico 2M Servizi Srl;
- 2) Bilancio CE 2018;
- 3) Bilancio CE 2019;
- 4) Bilancio CE 2020;
- 5) Bilancio CE 2021;
- 6) Perizia informatica Ing. Alberto Giorgio;