

**RELAZIONE DI VALUTAZIONE DEL RAMO
D'AZIENDA DI PROPRIETÀ DI
CUSTOM SERVICES ITALIA IN L.G. 2/2025**

13 ottobre 2025

Dott. Maurizio De Filippo

Dottore commercialista

Revisore Legale

Dott.ssa Marina Scandurra

Dottore commercialista

Revisore Legale

DEFILIPPO SCANDURRA + PARTNERS
COMMERCIALISTE AVVOCATI ASSOCIATI

Via F. Corridoni, 25 - 00195 Roma
C.so Italia n. 22 - 20122 Milano c/o Studio Spada Partners

tel. +39 06 3700077 \ 06 37518508 | fax +39 06 37352202

| info@studiodsp.it | pec.studiodsp@pec.it | www.studiodsp.it

INDICE DEL DOCUMENTO

1	PREMESSA: OGGETTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	2
1.1	Documentazione utilizzata e data di riferimento	2
2	IL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI STIMA	4
2.1	Cenni su Custom Services Italia S.r.l.	4
2.2	L'affitto del ramo d'azienda a Interglobo Line S.r.l.	8
2.3	Il perimetro patrimoniale del ramo oggetto di stima	9
2.3.1	Immobilizzazioni	10
2.3.2	Contratti commerciali	11
2.3.3	Personale dipendente e rapporti di collaborazione inclusi nel ramo	12
2.3.4	Ulteriori attività o passività commerciali e finanziarie incluse nel ramo	14
3	APPROCCIO METODOLOGICO ADOTTATO PER LA STIMA DEL VALORE DI CESSIONE	15
3.1	Configurazione di valore adottata	15
3.2	Metodi di valutazione del capitale economico	16
3.3	Il criterio di stima utilizzato	18
4	STIMA DI VALORE DELL'AZIENDA DI CSI	21
4.1	Stima del NOPAT normalizzato	21
4.2	Stima del tasso di attualizzazione	26
4.3	Il valore economico del ramo d'azienda	28
5	VERIFICA DI CONGRUITÀ DEL CANONE DI AFFITTO D'AZIENDA	30
5.1	Principi per l'individuazione del canone congruo di affitto	30
5.2	Valutazione di congruità del canone di affitto di azienda di CSI	33
6	CONCLUSIONI	37
	ELENCO DEI DOCUMENTI ALLEGATI	38

1 PREMESSA: OGGETTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

La presente Relazione viene redatta a seguito dell'incarico conferito dai curatori della Liquidazione Giudiziale n. 2/2025 di Custom Services Italia S.r.l., come risultante dall'informativa del 30.06.2025 al Tribunale di Civitavecchia (**doc. 1**) ed ha ad oggetto la valutazione dell'azienda di proprietà di Custom Services Italia S.r.l. (d'ora in poi per brevità anche solo "CSI" o "la Società") ai fini della sua cessione nell'ambito di apposita procedura competitiva nonché la verifica della congruità del canone di affitto di azienda attualmente in essere.

Infatti, come meglio descritto in seguito, il ramo d'azienda oggetto della presente stima di valore è attualmente condotto da Interglobo Line S.r.l., a seguito del contratto stipulato a marzo 2025 (con efficacia retroattiva dall'1.02.2025) dalla Liquidazione Giudiziale e la già menzionata società.

Le valutazioni in oggetto si fondano essenzialmente sui dati contabili e di bilancio e sulle ulteriori informazioni rese disponibili dai Curatori di CSI e dal *management* di Interglobo Line, nell'assunto di veridicità e correttezza delle stesse e senza che sia stata effettuata dagli scriventi alcuna attività di *due diligence* legale, contabile o fiscale o tanto più attività di revisione legale dei conti.

In proposito, si evidenzia che gli scriventi hanno già redatto una Relazione di stima avente ad oggetto il ramo d'azienda di proprietà della società controllante di CSI, ossia la Rif Line Italy S.p.A. (di seguito, "RLI"), anch'esso condotto in regime di affitto di azienda dalla Interglobo Line S.r.l. (dal mese di luglio del 2024). Come si avrà modo di rappresentare anche nelle pagine che seguono, in considerazione delle attività economiche svolte rispettivamente dal ramo d'azienda della controllante RLI e da quello della controllata CSI, nonché dell'elevato grado di integrazione funzionale e operativa tra i due, si può ritenere che, di fatto, ci si trovi in presenza di un'unica realtà aziendale, giuridicamente frazionata unicamente in ragione dell'appartenenza a due distinti soggetti giuridici. Tale circostanza, tra l'altro, è alla base della decisione dell'affittuaria Interglobo Line S.r.l. di assumere in affitto sia il ramo d'azienda di RLI sia quello di CSI, che attualmente vengono gestiti in maniera integrata e indistinta sotto la direzione unitaria della stessa Interglobo. In ragione di quanto appena rappresentato, le logiche e i criteri adottati per la stima dell'azienda CSI sono sostanzialmente sovrapponibili a quelli già utilizzati per la valutazione del ramo d'azienda di RLI.

Anche in questo caso, peraltro, in considerazione delle poche e frammentarie informazioni disponibili, la determinazione del valore economico ha richiesto il ricorso a ipotesi e assunzioni fondate sul giudizio di ragionevolezza degli scriventi. In particolare, è stato necessario stimare la redditività "normale" che il ramo d'azienda potrebbe realisticamente conseguire nelle attuali condizioni di mercato e gestionali, tenendo conto degli elementi di discontinuità gestionale intervenuti anche a seguito della crisi della controllante Rif Line Italy.

1.1 Documentazione utilizzata e data di riferimento

Si riporta, nell'elenco che segue, la documentazione resa disponibile e utilizzata per le stime oggetto di incarico e che viene allegata al presente documento:

- Visura camerale storica CSI (**doc. 2**);
- Bilancio di verifica contabile periodo 31.12.2020 – 31.12.2024 (**doc. 3**);

- Schede contabili anni 2020 – 2024 (**doc. 4**);
- Bilancio civilistico periodo 2020 – 2022 (**doc. 5**);
- Contratto di affitto di azienda del 14.03.2025 (**doc. 6**);
- Offerta tariffaria per deposito merci Uniderm Farmaceutici del 23.09.2013 (**doc. 7**);
- Contratto ed offerta economica di fornitura di servizi di logistica di magazzino per Cliente Rif Line Italy S.p.A. per commessa Acea del 2.05.2024 (**doc. 8**);
- Contratto ed offerta economica di fornitura di servizi di logistica di magazzino per Cliente Interglobo Line S.r.l. per commessa Acea dell'1.07.2024 (**doc. 9**);
- Contratto per lo svolgimento di servizi doganali per cliente Interglobo Line dell'1.07.2024 (**doc. 10**);
- Contratto di deposito merci a custodia e trasporto per cliente Intercity Snc (**doc. 11**);

In considerazione dei documenti e dati contabili disponibili, la data di riferimento assunta alla base delle stime è il 31.12.2024.

2 IL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

Ai fini della stima oggetto della presente Relazione, occorre innanzitutto determinare il perimetro dell'azienda di CSI.

A tal fine, per una migliore sistematicità espositiva, si procederà a:

- fornire un quadro sintetico all'attività economica svolta storicamente CSI.;
- descrivere le principali vicende che hanno coinvolto la società, analizzando gli eventi che hanno determinato la crisi aziendale e il successivo ingresso nella procedura di liquidazione giudiziale.
- individuare il perimetro del ramo d'azienda oggi in affitto a Interglobo Line S.r.l., specificando nel dettaglio quali asset, contratti, rapporti giuridici e beni siano stati inclusi e/o esclusi.

2.1 Cenni su Custom Services Italia S.r.l.

Custom Services Italia S.r.l. è stata costituita il 20 giugno 2013 a Fiumicino (RM) con un capitale iniziale di euro 10.000 interamente sottoscritto dalla RIF Line Italy S.p.A., che ha mantenuto nel tempo il controllo totale della partecipata. Il capitale sociale è stato oggetto di due successivi aumenti, entrambi legati a conferimenti di ramo d'azienda da parte della controllante: il primo, nel gennaio 2014, ha portato il capitale a euro 15.000; il secondo, nel dicembre 2016, ha fissato il capitale attuale a euro 20.000.

La sede legale della società ha subito numerosi spostamenti. Dopo un primo trasferimento interno al Comune di Fiumicino, nel 2020 la sede è stata localizzata in via Mantegna 4. Nel novembre 2023 è avvenuto il trasferimento della sede legale in Lombardia, precisamente a Cernusco sul Naviglio (MI), cui ha fatto seguito un rientro nel Lazio meno di un anno dopo, con nuova sede a Pomezia (RM). Quest'ultima modifica è avvenuta nell'ottobre 2024, con contestuale chiusura della posizione presso la CCIAA di Milano.

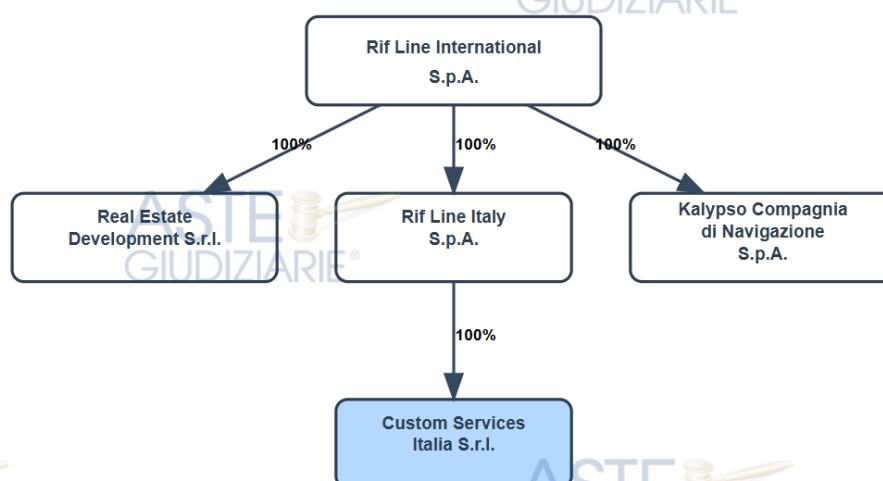
Con sentenza del 31.05.2025, il Tribunale di Civitavecchia ha disposto la liquidazione giudiziale della Società.

CSI era parte di un gruppo più ampio, il c.d. **Gruppo Rif Line**, che comprendeva i seguenti soggetti giuridici:

- **Rif Line International S.p.A.** – Holding del gruppo, in precedenza operativa anche come vettore marittimo.
- **Kalypso Compagnia di Navigazione S.p.A.** – Società interamente controllata dalla holding Rif Line International e attiva nel trasporto marittimo.
- **Real Estate Development S.r.l. (RED)** – Società proprietaria di immobili utilizzati dal gruppo.
- **Rif Line Italy S.p.A.** – società controllante che svolgeva attività di spedizioniere internazionale e servizi integrati di logistica e servizi doganali

Di seguito, per maggiore chiarezza, si riporta la struttura del gruppo di riferimento:

Figura 1 - Struttura del gruppo di riferimento di Custom Services Italia S.r.l.



Si ritiene opportuno evidenziare che, secondo quanto riferito dagli stessi amministratori di Rif Line Italy S.p.A. – società controllante di CSI – all’interno di una relazione predisposta in merito alla situazione di crisi aziendale (messa a disposizione dalla curatela e allegata come **doc. 12**), sono contenute informazioni rilevanti e utili a contestualizzare le cause che hanno condotto allo stato di insolvenza della società. Tali elementi assumono rilevanza anche ai fini della presente valutazione, in quanto contribuiscono a chiarire il contesto economico-finanziario in cui si collocava anche la Società oggetto della stima di valore, evidenziando nessi diretti tra le dinamiche di crisi e il deterioramento dell’equilibrio economico-patrimoniale del gruppo.

A partire dal 2021, per far fronte all’incremento della domanda di servizi logistici, il Gruppo Rif Line ha deciso di ampliare il proprio perimetro operativo, intraprendendo l’attività di noleggio navale tramite la società del gruppo Kalypso Compagnia di Navigazione. Questa scelta strategica ha inizialmente comportato un notevole aumento dei volumi operativi, con riflessi positivi riscontrabili in particolare nei risultati dell’esercizio 2022.

Tuttavia, a partire dalla fine del 2022, il repentino calo delle tariffe di nolo marittimo ha determinato gravi criticità economiche per il Gruppo. L’esposizione a contratti di noleggio a lungo termine stipulati in un contesto di mercato favorevole si è trasformata in un elemento fortemente penalizzante, a causa della discesa dei prezzi di mercato che ha ridotto drasticamente la marginalità delle operazioni navali, rendendole progressivamente in perdita.

Le cause principali della crisi finanziaria di RLI possono essere sintetizzate come segue:

- Elevato indebitamento finanziario: l’espansione dell’attività ha comportato un crescente ricorso al credito bancario, con conseguente aumento dell’esposizione verso gli istituti finanziari.
- Difficoltà di recupero crediti: RLI ha incontrato criticità nel recupero delle esposizioni verso le collegate Rif Line International e Kalypso.
- Stretta di liquidità: il deterioramento del capitale circolante ha comportato gravi difficoltà nel far fronte ai pagamenti nei confronti di fornitori e altri creditori.

L’insieme di tali fattori ha determinato l’apertura della procedura di liquidazione giudiziale nei confronti di Rif Line Italy S.p.A. Inoltre, a causa della stretta interconnessione tra le attività operative della controllante RLI e della società CSI, le ragioni della crisi di quest’ultima risultano

direttamente riconducibili all'insolvenza della propria controllante, che – come risulta anche dai dati contabili – costitutiva la principale fonte di ricavi.

L'oggetto sociale di CSI è *l'attività di agenzia doganale in tutte le sue forme e tecniche, sia in Italia che all'estero: cura tutti i servizi richiesti per tale attività, compresi quelli di trasporto, magazzinaggio, spedizione, in proprio e per conto terzi e provvede anche all'espletamento di tutte le pratiche amministrative, fiscali e finanziarie presso le dogane, l'istituto del commercio estero, gli istituti bancari e ogni altro ente pubblico o privato. per il raggiungimento dell'oggetto sociale la società potrà partecipare a società o enti aventi scopo analogo o affine al proprio e compiere tutte le operazioni che riterrà necessarie o utili.*

Il business della Società è stato essenzialmente costituito da tre rami principali di attività:

1. gestione della *logistica e dei servizi di custodia e movimentazione di merce* per conto terzi;
2. *servizi di operatore e spedizioniere doganale* (gestito attraverso personale diretto nelle dogane di Fiumicino, Pomezia e Civitavecchia e attraverso un network di corrispondenti nei principali porti italiani);
3. *servizi di terminal merci* (svolto in una area dedicata del polo logistico di Pomezia) per la movimentazione e lo stoccaggio dei containers in transito.

I servizi erogati da CSI hanno avuto come controparte prevalente la controllante Rif Line Italy con la quale si è integrata verticalmente e che ha costituito, come anzidetto, la principale fonte di ricavi.

Come indicato, in ragione della profonda integrazione delle attività CSI e di RLI, le attività di servizio svolte dalle due società integrano sostanzialmente un unico ramo aziendale avente ad oggetto l'offerta di servizi avanzati di trasporto merci, pratiche doganali e logistica.

Di seguito, si riportano i dati economici e patrimoniali di CSI, riclassificati sulla scorta delle informazioni contabili indicate nei bilanci d'esercizio. Si precisa che, per gli esercizi chiusi rispettivamente al 31.12.2023 e 31.12.2024, non è stato approvato e depositato il bilancio civilistico. Pertanto, la riclassificazione per gli esercizi in parola è stata effettuata sulla base dei dati contabili e dei bilanci di verifica resi disponibili ai fini della presente Relazione:

Tabella 1 - Dati patrimoniali Custom Services Italia 2020 - 2024

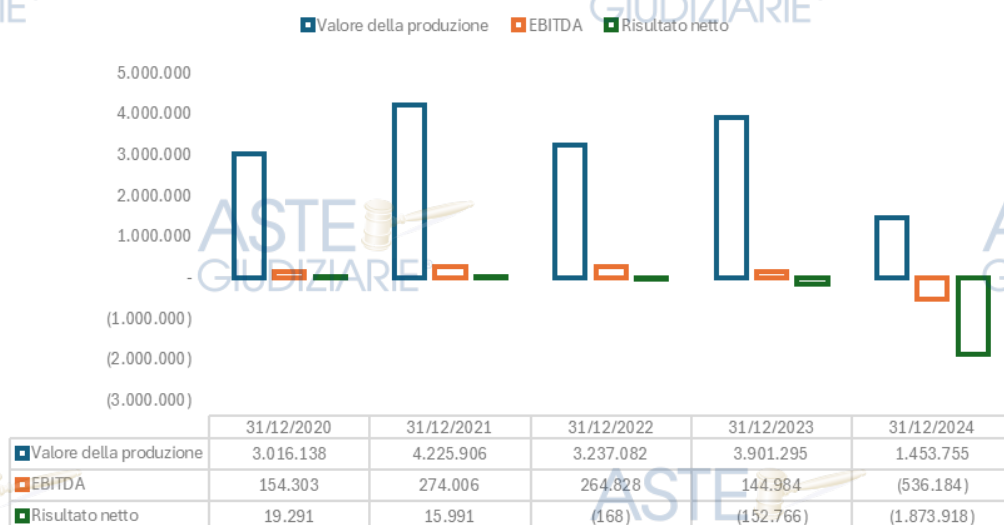
CUSTOM SERVICES ITALIA S.R.L. - STATO PATRIMONIALE	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Attivo					
B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	1.262.970	1.327.436	1.432.601	1.290.735	-
B.I. TOTALE IMMOB. IMMATERIALI	592.382	648.298	763.048	688.588	-
B.II. TOTALE IMMOB. MATERIALI	670.588	679.138	669.553	602.147	-
B.III. TOTALE IMMOB. FINANZIARIE	-	-	-	-	-
C. ATTIVO CIRCOLANTE	1.449.023	1.766.892	1.160.422	1.843.935	2.236.104
C.I. TOTALE RIMANENZE	14.700	-	27.861	-	-
C.II. TOTALE CREDITI	1.332.351	1.554.577	983.569	1.813.698	2.233.103
C.IV. TOT. DISPON. LIQUIDE	101.972	212.315	148.992	30.238	3.000
D. RATEI E RISCONTI	41.153	38.354	26.261	-	-
TOTALE ATTIVO	2.753.146	3.132.682	2.619.284	3.134.670	2.236.104
Passivo					
A. TOTALE PATRIMONIO NETTO	254.150	270.142	269.973	117.207	(1.756.711)
B. TOTALE FONDI RISCHI	5.911	3.030	-	-	140.000
B.1. Fondo di Quiescenza	5.911	-	-	-	-
B.4. Altri Fondi	-	-	-	-	140.000
C. TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	123.300	149.193	162.426	170.603	135.337
D. TOTALE DEBITI	2.311.956	2.529.890	2.184.415	2.777.892	3.663.778
D.4. Banche entro l'esercizio	474.762	-	181.603	106.708	24.015
D.4. Banche oltre l'esercizio	-	-	406.250	406.250	384.456
D.7. Fornitori entro	907.048	-	581.542	1.142.374	1.613.675
D.11. Controllanti oltre	870.767	-	870.767	872.644	988.748
D.12. Debiti Tributari entro	32.062	-	36.225	98.083	242.462
D.13. Istituti previdenza entro	24.187	-	52.738	51.936	171.695
D.14. Altri Debiti entro	3.130	-	55.290	99.897	238.728
E. RATEI E RISCONTI	57.829	180.427	2.470	68.969	53.699
TOTALE PASSIVO	2.753.146	3.132.682	2.619.284	3.134.670	2.236.104

Tabella 2 - Dati economici Custom Services Italia 2020-2024

CUSTOM SERVICES ITALIA S.R.L. - CONTO ECONOMICO	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
A. TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE	3.016.138	4.225.906	3.237.082	3.901.295	1.453.755
A.1. Ricavi vendite e prestazioni	2.909.559	4.127.362	3.150.816	3.882.363	1.404.738
A.2. + A.3. Totale Variazioni	-	-	27.861	-	-
A.5. Altri ricavi	106.579	98.544	58.405	18.932	49.017
B. COSTI DELLA PRODUZIONE	2.960.907	4.137.986	3.196.928	3.993.661	3.304.572
B.6. Materie prime e consumo	41.535	59.430	90.163	140.348	81.489
B.7. Servizi	1.663.262	2.466.564	1.184.429	1.424.206	506.188
B.8. Godimento beni di terzi	375.717	617.632	742.184	1.239.771	555.068
B.9. Totale costi del personale	748.465	777.005	808.704	842.905	580.938
B.10. TOT Ammortamenti e svalut.	99.072	186.086	224.674	237.350	1.314.633
B.10.a. Amm. Immob. Immat.	64.478	95.675	125.414	130.614	-
B.10.b. Amm. Immob. Mat.	34.594	90.411	99.260	106.737	-
B.10.c. Altre svalut. Immob.	-	-	-	-	1.290.454
B.10.d. Svalut. crediti	-	-	-	-	24.179
B.11. Variazione materie	(14.700)	-	-	-	-
B.12. Accantonamenti per rischi	-	-	-	-	140.000
B.13. Altri accantonamenti	-	-	-	-	-
B.14. Oneri diversi di gestione	47.556	31.269	146.774	109.081	126.256
RISULTATO OPERATIVO	55.231	87.920	40.154	(92.367)	(1.850.818)
C. TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI	(19.836)	(46.955)	(22.519)	(60.400)	(23.100)
C.16. TOT Altri Proventi	3	6	10.007	-	5
C.17. Totale Oneri finanziari	19.839	46.961	32.526	60.400	23.104
D. TOTALE RETTIFICHE ATT. FINANZ.	-	-	-	-	-
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	35.395	40.965	17.635	(152.766)	(1.873.918)
20. Totale Imposte sul reddito correnti, differite e anticipate	16.104	24.974	17.803	-	-
Imposte correnti	16.104	24.974	17.803	-	-
21. UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	19.291	15.991	(168)	(152.766)	(1.873.918)

Nel grafico che segue, si riporta l'andamento dei principali indicatori economici:

Figura 2 - Andamento economico CSI 2020 - 2024



Nel periodo 2020 - 2023, la Società ha mantenuto una certa stabilità di fatturato con una marginalità operativa lorda (ossia il rapporto tra EBITDA e fatturato) mediamente pari al 6%.

Nell'esercizio 2024, anche in seguito all'emersione della crisi e della situazione di dissesto della controllante, si osserva una riduzione significativa del volume dei ricavi di oltre il 60%.

Come risulta dalle scritture contabili di CSI, nel corso dell'esercizio 2024 è stata rilevata l'integrale svalutazione delle immobilizzazioni immateriali e materiali (1,3 milioni). Gli oneri relativi alla svalutazione in parola costituiscono quasi il 70% della perdita rilevata nel 2024 che ha determinato l'azzeramento del capitale sociale e l'emersione di un patrimonio netto negativo.

2.2 L'affitto del ramo d'azienda a Interglobo Line S.r.l.

Di seguito, si riepilogano i contenuti del contratto di Affitto di Ramo d'Azienda stipulato tra la Liquidazione Giudiziale di CSI (Affittante) e Interglobo Line S.r.l. (Affittuaria) in data 14.03.2025, finalizzato alla salvaguardia in via indiretta della continuità aziendale e all'avvio di una procedura competitiva per la successiva cessione definitiva del ramo affittato.

Come già segnalato in premessa, Interglobo Line S.r.l., in forza di un analogo contratto, gestisce attualmente anche il ramo di azienda di Rif Line Italy, integrando dunque tutte le attività aziendali sotto il medesimo soggetto giuridico.

Per quanto attiene alla durata dell'affitto dell'azienda di CSI, nel contratto è stata prevista un'efficacia retroattiva dall'1.02.2025 e la scadenza massima al 31.07.2025, salvo che si perfezioni prima l'atto di trasferimento definitivo del ramo in favore dell'affittuaria.

L'oggetto dell'affitto comprende:

- Rapporti contrattuali attivi (logistica e dogana con Uniderm, Intercity, Interglobo Line, ex Rif Line Italy);
- Contratti di servizi (vigilanza, energia elettrica, noleggi);
- Polizze assicurative in essere (Unipol. Sai);

- Dipendenti in forza alla data del 31.01.2025 (11 unità), con relative spettanze economiche già maturate a carico di CSI;
- Beni strumentali compreso hardware IT e attrezzature di magazzino;
- Beni intangibili: avviamento, know-how, denominazione, dominio web, licenze, e-mail, autorizzazioni doganali.

Sono stati invece espressamente esclusi dal perimetro dell'affitto d'azienda:

- il contratto di locazione con Cogefim Roma per il sito di Pomezia, che risultava oggetto di una procedura di sfratto;
- le obbligazioni e le passività anteriori alla data di efficacia del contratto di affitto di azienda.

La conduttrice dell'azienda Interglobo Line si è impegnata al pagamento di un canone mensile di euro 5.000 (oltre IVA), presentando contestualmente una proposta irrevocabile per l'acquisto del ramo d'azienda di euro 400.000 da perfezionarsi eventualmente all'esito di procedura competitiva, in parte mediante accollo di oneri del personale pregressi rispetto alla liquidazione giudiziale (TFR, stipendi, etc.).

Con comunicazione del 6.03.2025, inoltre, la società Interglobo S.r.l., qualificatasi come socia di Interglobo Line S.r.l. e *prossima all'acquisizione della titolarità della maggioranza del capitale sociale*, ha trasmesso alla Liquidazione Giudiziale una dichiarazione ex art. 1292 c.c. a garanzia del pagamento dei canoni di affitto d'azienda¹, impegnandosi altresì ai sensi dell'art. 1381 c.c. nel caso in cui Interglobo Line non si rendesse aggiudicataria dell'azienda a far sì che l'affittuaria restituisca alla Procedura il ramo d'azienda come perimetrato all'art. 2 del contratto di affitto (**doc. 13**).

In ultimo, si fa presente che, con comunicazione alla Liquidazione Giudiziale sottoscritta il 16.07.2025, Interglobo Line S.r.l. ha proposto la modifica della data di scadenza dell'affitto (di cui all'art. 7.1 lett. a) del contratto di affitto d'azienda) con la proroga al 31.12.2025 della scadenza del contratto (**doc. 14**).

2.3 Il perimetro patrimoniale del ramo oggetto di stima

In accordo con i curatori della Liquidazione Giudiziale, il perimetro dell'azienda oggetto di stima è stato individuato essenzialmente sulla base di quello indicato nel contratto di affitto di azienda con Interglobo Line le cui previsioni sono state riepilogate in precedenza.

Di seguito, si riporta in dettaglio la descrizione dei beni, diritti e obbligazioni rientranti nel perimetro oggetto della presente stima di valore economico:

¹ Per completezza, Interglobo S.r.l. a socio unico ha assunto le seguenti obbligazioni in solido:

“il pagamento dei canoni di locazione proposti da Interglobo Line s.r.l., quantificati nell'art. 8 del Contratto proposto e, in ogni caso, sino all'importo massimo della somma dei canoni previsti per l'intera durata proposta per il contratto di affitto; il pagamento del di cessione proposto da Interglobo Line quantificato nell'art. 15 del contratto proposto, sino all'importo massimo di € 400.000,00. Resta inteso che, qualora il prezzo di cessione dell'azienda risultasse superiore ad € 400.000,00, Interglobo S.r.l. a socio unico si rende sin d'ora disponibile ad integrare la presente fideiussione per il maggior importo; il pagamento di cui all'art. 3.5 del contratto proposto, pari ad € 30.000,00; il pagamento della penale da ritardo per il rilascio dell'immobile di Pomezia di cui all'art. 18.1 del contratto proposto, pari ad 800,00 giornalieri, sino ad un massimo di € 12.000,00”

2.3.1 Immobilizzazioni

Il contratto di affitto di azienda ha previsto il trasferimento di beni immateriali e beni strumentali di proprietà della Società indicati nell'allegato C al contratto medesimo.

Quanto ai beni immateriali, nel ramo d'azienda in esame, sono da considerarsi compresi

- *avviamento e know how;*
- *denominazione aziendale, marchi, denominazioni commerciali, loghi, domain name, indirizzi mail, sito internet, disegni e ulteriori segni identificativi di proprietà di CSI*

Le immobilizzazioni immateriali in questione sono verosimilmente riconducibili a costi ad utilità pluriennale sostenuti nel corso degli anni per migliorie su immobili non di proprietà e/o per l'acquisto di software. Trattandosi di capitalizzazioni di costi, non si ritiene individuabile alcun valore sia nell'ambito dell'esercizio dell'azienda sia in ipotesi di autonomo realizzo.

Per quanto attiene ai beni strumentali, nell'elenco riportato in allegato al contratto di affitto di azienda, è indicata una serie di personal computer (notebook o desktop pc) in uso al personale dipendente. Nella tabella che segue si riepiloga il dettaglio dei beni in questione:

Tabella 3 - Elenco cespiti inclusi nel ramo CSI

COD. ARTICOLO	ARTICOLO	CATEGORIA	UBICAZIONE
5095MB3	Dell Inc.	Notebook	Santa Palomba
4LRC2P2	Dell Inc.	Docking Station	Santa Palomba
A17837	INTERCOMP	Desktop	Santa Palomba
CZ7D933	Dell Inc.	Desktop	Santa Palomba
2V88H52	Dell Inc.	Mini Tower	Santa Palomba
C29H95J	Dell Inc.	Mini Tower	Santa Palomba
GXC7G32	Dell Inc.	Mini Tower	Santa Palomba
GS88H52	Dell Inc.	Mini Tower	Santa Palomba
HCSG5Y1	Dell Inc.	Mini Tower	Santa Palomba
YL0123RH	LENOVO	Desktop	Santa Palomba
6DSG5Y1	Dell Inc.	Mini Tower	Santa Palomba
MP266ZQX	LENOVO	Notebook	Santa Palomba
MP23XNH1	LENOVO	Notebook	Santa Palomba
8LF0933	Dell Inc.	Desktop	Santa Palomba
0728933	Dell Inc.	Desktop	Santa Palomba
FT88H52	Dell Inc.	Mini Tower	Santa Palomba
YL0123RK	LENOVO	Desktop	Santa Palomba
3098H52	Dell Inc.	Mini Tower	Santa Palomba

Il contratto di affitto (e relativi allegati) non evidenziano il valore contabile e/o il valore di mercato attribuito ai beni in commento. Inoltre, l'elenco dei beni allegato al contratto non può essere riconciliato con libro dei cespiti ammortizzabili (**doc. 15**) dal momento che:

- nelle scritture contabili della Società, è indicato unicamente il fornitore da cui è stato acquistato il cespite e non il bene acquistato;
- il libro cespiti al 31.12.2024 non è allineato rispetto alle svalutazioni rilevate in contabilità nel medesimo esercizio.

Sempre in allegato al contratto di affitto di azienda sono presenti due fatture (saldo + acconto) rispettivamente del 31.05.2020 e del 13.10.2020 emesse da Global Service S.r.l. e relative all'acquisto di un *Reach Stacker Hyster*, un mezzo di sollevamento e movimentazione pesante (gru) di complessivi euro 70.000 oltre IVA. Dall'esame dei dati contabili, risulta un valore residuo al

31.12.2023 di euro 43.550² mentre, nell'esercizio successivo anche questo cespite è stato integralmente svalutati. Non è noto se il bene sia tutt'oggi esistente e funzionante né tantomeno il presumibile valore di autonomo realizzo.

Per completezza informativa, si riporta nella tabella che segue il costo storico di tutte le immobilizzazioni indicate nel libro cespiti della Società e il valore indicato nella contabilità degli esercizi 2023 e 2024:

Tabella 4 - Dettaglio immobilizzazioni CSI

CATEGORIA	TIPOLOGIA	COSTO STORICO	VALORE CONTABILE 2023	VALORE CONTABILE 2024
Immateriali	SPESE DI IMPIANTO	155.629	57.605	-
Immateriali	COSTI PLURIENNALI	253.266	172.920	-
Immateriali	SPESE E MIGLIORIE SU BENI TERZI	611.580	404.075	-
Immateriali	SOFTWARE	76.334	20.686	-
Immateriali	AVVIAMENTO	136.266	21.302	-
Immateriali	LICENZE E BREVETTI	-	12.000	-
Materiali	AUTOMEZZI	14.100	581	-
Materiali	MACCHINE ELETTRONICHE	166.243	56.756	-
Materiali	MOBILI E ARREDI	13.642	5.980	-
Materiali	MOBILI E ARREDI USATI	12.632	800	-
Materiali	SCAFFALATURE MAGAZZINO USATE	605.903	446.892	-
Materiali	ATTREZZATURA VARIA E MINUTA	13.731	4.049	-
Materiali	IMPIANTI E MACCHINARI SPECIFICI	70.000	43.550	-
Materiali	IMPIANTO ALLARME	58.250	26.429	-
Materiali	TELEFONI CELLULARI	20.096	17.109	-
Materiali	ACQUISTO/VENDITA CONTAINERS	30.000	-	-
TOTALE		2.237.671	1.290.735	-

Anche sulla scorta delle informazioni acquisite dalla Procedura, **ai fini della stima si assume che gli unici cespiti in funzione di proprietà della Società sono quelli indicati nel contratto di affitto di azienda. Pertanto, in ragione della natura dei beni in questione non è individuabile alcun significativo valore di autonomo realizzo degli stessi.**

Di conseguenza, si ritiene che, in ogni caso, il valore di realizzo dei cespiti inclusi nel ramo oggetto di valutazione sia sostanzialmente non significativo, con l'ovvia conseguenza che le *determinanti del valore* del ramo d'azienda sono da ricercare nella (eventuale) capacità di reddito piuttosto che nel valore intrinseco dell'attivo fisso.

2.3.2 Contratti commerciali

Il contratto d'affitto del ramo di azienda di CSI ha previsto il trasferimento nel perimetro aziendale dei seguenti contratti di servizio:

- (A) *contratto per la prestazione di servizi di logistica di magazzino sottoscritto tra **Uniderm Farmaceutici S.r.l.**, in qualità di committente, e CSI, in qualità di appaltatore con previsione di rinnovo annuale salvo disdetta;*
- (B) *contratto di deposito merci, custodia e trasporto sottoscritto tra **Intercity S.n.c.**, in qualità di committente e CSI, in qualità di appaltatore, avente validità dal 1° gennaio 2023 al 31 dicembre 2025;*
- (C) *contratto per la prestazione di servizi di logistica di magazzino rinnovato in data 1° luglio 2024 tra la committente **ILine** (subentrata, in forza di contratto di contratto affitto di ramo di azienda, all'originaria committente Rif Line Italy s.p.a.) e CSI, in qualità di appaltatore;*

² Il bene in questione è stato classificato nella voce *Impianti e macchinari specifici* tra le immobilizzazioni materiali.

(D) contratto per la prestazione di operazioni doganali rinnovato in data 10 luglio 2024 tra la committente **ILine** (subentrata, in forza di contratto di affitto di azienda, all' originaria committente Rif Line Italy s.p.a.) e CSI, in qualità di appaltatore.

Giova evidenziare nuovamente che la controllante Rif Line Italy ha costituito storicamente il cliente di gran lunga più strategico per CSI, in termini di volume di attività e margini reddituali.

In particolare, uno dei principali contratti che la controllante subappaltava a CSI era costituito dai servizi di trasporto e logistica con il gruppo **ACEA**. I relativi rapporti contrattuali devono oggi intendersi riuniti in capo all'affittuaria Interglobo Line.

Nel corso dell'attività finalizzata alla presente stima è emersa altresì l'esistenza di ulteriori rapporti contrattuali di CSI alla data di liquidazione giudiziale con le seguenti controparti:

- **Consorzio Sical Soc. Coop.** – Contratto di sub-locazione ad uso ufficio
- **MSC Group S.r.l.** – Contratto di sub-locazione ad uso ufficio
- **International Retail Development S.r.l.** – Contatto di locazione a uso deposito
- **International Retail Development S.r.l.** – Contatto di deposito merci a custodia e trasporto
- **Italian Fashion & Logistic S.r.l.** – Contratto di sublocazione di immobile urbano ad uso magazzino.

Tali rapporti contrattuali non sono stati presi in considerazione ai fini della valutazione, in quanto:

- i contatti sono riferibili a sublocazioni relative al complesso immobiliare sito in Pomezia, località Santa Palomba oggetto di un rapporto locativo tra CSI e Cogefim Roma S.r.l. che era interessato da un procedimento di sfratto e che è stato espressamente escluso dal perimetro aziendale trasferito alla società affittuaria;
- non sono disponibili evidenze che consentano di accertare se, dopo il suddetto sfratto, l'azienda di CSI abbia seguito i rapporti commerciali con questi clienti.

In ogni caso, si precisa che, sulla base dei dati contabili di CSI, risulta che i ricavi complessivamente annotati da CSI in riferimento ai clienti in questione sono pari a euro 47.610 nel 2023 e 131.000 nel 2024 (pari al 9% dei ricavi complessivi).

2.3.3 Personale dipendente e rapporti di collaborazione inclusi nel ramo

Nel perimetro dell'azienda affittata a Interglobo, risultano inclusi 11 rapporti di lavoro dipendente, indicati nell'allegato B al contratto medesimo. Nella tabella che segue viene riportato l'elenco del personale (indicato nel contratto di affitto) unitamente ad informazioni di dettaglio (qualifica, livello, data di assunzione e scadenza contratto), così come desumibili dalle informazioni assunte nel corso dell'attività di stima.

Tabella 5 - Info di dettaglio personale CSI

	COGNOME	NOME	LIV.	QUALIFICA	ASSUNZIONE	SCADENZA	COSTO AZIENDA
1	ALARIO	MATTEO	4	Impiegato	01/01/2017	Indeterminato	OMISSIS
2	ASTENGO	ALESSANDRO	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
3	BULFON	STEFANO	1	Impiegato	10/01/2014	Indeterminato	OMISSIS
4	CELESTINI	LUCA	3	Impiegato	01/01/2017	Indeterminato	OMISSIS
5	CENCETTI	FABRIZIO	4	Operaio	01/03/2022	Indeterminato	OMISSIS
6	CEPARANO	FRANCESCO	2	Impiegato	13/09/2022	Indeterminato	OMISSIS
7	CRESTINI	FABIO	3	Impiegato	01/01/2017	Indeterminato	OMISSIS
8	GENNARI	RAFFAELLA	4	Impiegato	01/08/2020	Indeterminato	OMISSIS
9	MELIS	WILLY EMANUELE	4S	Operaio	01/06/2021	Indeterminato	OMISSIS
10	VICARIO	FEDERICA	4	Impiegato	01/10/2020	Indeterminato	OMISSIS
11	VORIA	FEDERICO	4	Apprendista	01/08/2021	31/07/2025	OMISSIS
TOTALE							514.631

Si precisa che, nei dati di dettaglio resi disponibili dal management dell'affittuaria Interglobo, non figurano le informazioni del dipendente indicato al precedente n. 2.

Nel contratto di affitto è previsto che l'Affittuaria, Interglobo Line, si accoli tutte le passività relative al personale dipendente, compresi i debiti per TFR, stipendi, ratei e altre spettanze. Tuttavia, alla scadenza del contratto e in caso di mancata cessione del ramo, la liquidazione giudiziale di CSI riacquisirà tali oneri, assumendosi nuovamente il TFR, le retribuzioni, i ratei, le ferie, i permessi e il TFM dei dipendenti trasferiti, liberando così l'Affittuaria da ogni responsabilità. Fanno eccezione le passività maturate durante il periodo di affitto, per le quali è previsto il trasferimento all'Affittante di un fondo in denaro destinato a coprire tali oneri e, eventualmente, a essere attribuito all'eventuale futuro cessionario del ramo.

Si riporta di seguito il prospetto riepilogativo del debito verso il personale afferente all'azienda alla data di dichiarazione della liquidazione giudiziale della Società comunicato dai curatori, ma non oggetto di verifica degli scriventi, pari complessivamente a euro 199.325,31 (**doc. 16**):

Tabella 6 - Dettaglio del debito verso il personale alla data di liquidazione giudiziale

DIPENDENTE	FERIE	ROL	FESTIVITÀ	13A	14A	TFR	TOTALE
OMISSIS	1.511	104	134	234	1.638	21.822	25.444
OMISSIS	2.119	127	1.850	228	1.594	8.320	14.237
OMISSIS	2.725	1.478	1.011	326	2.282	19.269	27.092
OMISSIS	3.532	735	140	297	2.077	38.124	44.904
OMISSIS	1.847	146	172	275	550	21.043	24.031
OMISSIS	1.057	654	1.086	224	1.565	5.555	10.140
OMISSIS	7.493	264	240	450	3.150	7.515	19.112
OMISSIS	1.926	1.314	1.533	224	1.565	6.902	13.463
OMISSIS	2.159	530	1.548	228	455	7.998	12.918
OMISSIS	1.660	40	653	182	1.275	4.174	7.983
TOTALE	26.028	5.391	8.367	2.666	16.151	140.722	199.325

Si precisa che, nel valore economico di cessione dell'azienda oggetto di stima non sono incluse le su esposte passività in quanto:

- I debiti maturati fino alla data di efficacia dell'affitto d'azienda sono a carico della liquidazione giudiziale di CSI e sottoposte alle regole concorsuali.
- i debiti maturati dall'Affittuaria (Interglobo Line S.r.l.) durante la gestione in affitto sono di sua esclusiva pertinenza e non rientrano nel perimetro del ramo d'azienda di proprietà della Liquidazione Giudiziale.

Resta salva l'eventuale possibilità per la Procedura di accettare, quale parziale forma di pagamento del prezzo di aggiudicazione dell'azienda, l'accollo da parte del soggetto aggiudicatario del debito verso il personale maturato fino alla data di avvio della Liquidazione Giudiziale.

2.3.4 Ulteriori attività o passività commerciali e finanziarie incluse nel ramo

Oltre ai beni e diritti descritti in precedenza, il ramo oggetto di valutazione non include alcuna ulteriore attività o passività di natura commerciale o finanziaria né precedente all'affitto d'azienda (circostanza peraltro esclusa dalle parti nel relativo contratto) né maturata successivamente.

Ciò equivale a dire che sia il capitale circolante netto (CCN) del ramo che la sua posizione finanziaria netta (PFN) sono da considerarsi nulli alla data di riferimento della presente valutazione.

3 APPROCCIO METODOLOGICO ADOTTATO PER LA STIMA DEL VALORE DI CESSIONE

Nel presente paragrafo si darà evidenza della c.d. *configurazione di valore* adottata ai fini della valutazione nonché del *metodo di valutazione* concretamente applicato sulla base delle finalità della stima, delle caratteristiche dell'azienda e del set informativo disponibile.

3.1 Configurazione di valore adottata

I Principi Italiani di Valutazione (PIV)³ richiedono all'esperto valutatore di precisare in via preliminare la *configurazione di valore* prescelta, avendo presente da un lato le differenze tra **prezzo** (grandezza empirica consistente nel corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisto dell'attività oggetto di valutazione che per sua natura dipende dalle specifiche dinamiche tra domanda e offerta e può discostarsi dal valore dell'attività), **costo** (grandezza empirica consistente nell'ammontare delle risorse impiegate per l'acquisto dell'attività oggetto di stima rilevabile sulla base delle risorse impiegate e dei costi sostenuti) e **valore** (risultato di un processo di stima che dipende dalle finalità della stessa); dall'altro le finalità della stima.

In particolare, possono essere individuate cinque differenti configurazioni di valore riferibili ad un'attività aziendale:

- *valore di mercato;*
- *valore d'investimento;*
- *valore negoziale equitativo;*
- *valore convenzionale;*
- *valore di smobilizzo.*

La valutazione oggetto della presente Relazione assume quale configurazione di valore quella del *valore di smobilizzo* e in particolare del *valore di liquidazione forzata*, ossia il valore individuato in un contesto in cui il venditore è obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di *debolezza* contrattuale. Come indicato dai PIV, normalmente le cessioni tramite le procedure competitive (o aste) a seguito di liquidazione forzata, evidenziano significativi *sconti* rispetto alle cessioni effettuate in un contesto di libero mercato.

La configurazione adottata si giustifica in quanto, la valutazione è finalizzata a determinare il prezzo al quale l'azienda di CSI potrebbe essere ceduta dalla Liquidazione Giudiziale attraverso la procedura competitiva disciplinata dal Codice della Crisi.

In considerazione del contesto valutativo appena definito, la stima è stata condotta in una prospettiva *as is*, ossia sulla base delle attuali condizioni operative, economiche e finanziarie del ramo d'azienda, senza ipotizzare interventi di riorganizzazione, miglioramento gestionale o modifica significativa delle modalità operative correnti e i relativi effetti sul volume dei ricavi e sugli utili aziendali prospettici.

³ I Principi Italiani di Valutazione sono stati varati dal Consiglio dei Garanti dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) nel 2015 e contengono i principi di valutazione e le linee guida entro cui deve essere individuata la soluzione del problema valutativo considerati fatti e circostanze.

Quest'approccio implica che l'analisi e i risultati ottenuti esprimono esclusivamente la situazione esistente al momento della valutazione, tenendo conto degli eventuali limiti e delle criticità sopra evidenziate. Di conseguenza, le conclusioni della presente Relazione devono essere interpretate tenendo conto della specifica e circoscritta portata metodologica adottata, che non include previsioni di possibili scenari futuri di sviluppo, cambiamenti strategici e potenzialità economiche attualmente inesprese.

3.2 Metodi di valutazione del capitale economico

La stima del valore del capitale economico di un'azienda può essere effettuata mediante diverse metodologie, ognuna con i propri vantaggi e limitazioni, che le rendono più o meno adatte a seconda del tipo di azienda e delle finalità della valutazione.

I principali gruppi di metodi di stima del capitale economico includono:

- *Metodi reddituali;*
- *Metodi finanziari;*
- *Metodi patrimoniali semplici;*
- *Metodi patrimoniali complessi;*
- *Metodi misti (patrimoniali e reddituali);*
- *Metodi "empirici" (metodi dei multipli)*

Metodi Redditali

I metodi reddituali determinano il valore dell'azienda basandosi sulle prospettive di reddito futuro, attualizzando il reddito medio prospettico in modo temporaneo o perpetuo. Questi metodi hanno una solida base teorica, poiché considerano l'azienda come una fonte di reddito, il cui valore è correlato alle sue potenziali entrate future.

Metodi Finanziari

Simili ai metodi reddituali per il loro fondamento teorico, i metodi finanziari si concentrano sui flussi di cassa prospettici piuttosto che sul reddito. La logica di base è la stessa: stimare il valore dell'azienda attualizzando i risultati attesi. La differenza principale risiede nell'attenzione all'aspetto finanziario (flussi di cassa) anziché a quello economico (reddito).

Metodi Patrimoniali Semplici

I metodi patrimoniali semplici valutano l'azienda esclusivamente in base al suo patrimonio alla data della valutazione, senza considerare le prospettive di reddito. Questo approccio esprime le attività e le passività a valori correnti. Sebbene molto legati alla realtà concreta dell'azienda, questi metodi sono teoricamente limitati e generalmente consigliati per società immobiliari e *holding*, dove il valore può essere stimato sommando i valori delle singole parti del patrimonio.

Metodi Patrimoniali Complessi

Quando i metodi patrimoniali semplici non sono adeguati, specialmente per aziende diverse da immobiliari e *holding*, si possono utilizzare i metodi patrimoniali complessi. Questi metodi combinano la valutazione del patrimonio con una considerazione indiretta della redditività, stimando i beni immateriali. Sebbene meno solidi teoricamente rispetto ai metodi reddituali, essi offrono un compromesso tra la concretezza dei metodi patrimoniali e la capacità reddituale dell'azienda.

Metodi Misti

I metodi misti combinano i valori ottenuti dai metodi patrimoniali e reddituali. Il metodo misto più noto prevede la determinazione del valore dell'azienda sommando al capitale netto rettificato il valore dell'avviamento. Quest'ultimo può essere stimato:

1. Attualizzando il sovra reddito per un periodo tra 3 e 5 anni.
2. Calcolando la differenza tra il valore economico dell'impresa (stimato con metodi reddituali o finanziari) e il patrimonio netto rettificato (determinato con il metodo patrimoniale semplice).

Metodi Empirici

Oltre ai metodi già menzionati, un'altra metodologia ampiamente utilizzata nella pratica, soprattutto in ambito finanziario e per le operazioni di M&A, è il *metodo dei multipli*.

Il metodo si basa sul principio che aziende simili dovrebbero avere valori di mercato simili. Questo approccio utilizza i rapporti tra il valore di mercato e alcune grandezze economiche, patrimoniali o finanziarie di aziende comparabili per stimare il valore dell'azienda oggetto di valutazione.

I multipli più comunemente utilizzati includono:

- *Price/Earnings* (P/E): rapporto tra prezzo di mercato e utili per azione
- *Enterprise Value/EBITDA* (EV/EBITDA): rapporto tra attivo operativo netto e margine operativo lordo
- *Price/Book Value* (P/BV): rapporto tra prezzo di mercato e valore contabile del patrimonio netto
- *Price/Sales* (P/S): rapporto tra prezzo di mercato e fatturato

Il vantaggio principale dei metodi basati sui multipli è la loro semplicità e rapidità di applicazione. Tuttavia, i loro limiti includono la dipendenza da dati di mercato disponibili e la necessità di trovare aziende comparabili appropriate. Inoltre, questi metodi possono essere influenzati da fluttuazioni di mercato e specificità settoriali.

Questo metodo è spesso utilizzato come complemento ad altri approcci di valutazione, fornendo un utile riferimento di mercato per verificare la ragionevolezza dei risultati ottenuti con metodi più analitici.

In sintesi, la scelta della metodologia di stima del capitale economico di un'azienda dipende dalla natura dell'azienda e dagli obiettivi della valutazione, bilanciando considerazioni teoriche e pratiche per ottenere una stima accurata e significativa.

3.3 Il criterio di stima utilizzato

Da quanto riferito nel precedente paragrafo, consegue che non v'è un'unica possibile metodologia cui si possa attribuire, in senso assoluto, una capacità superiore, rispetto alle altre, di cogliere il valore del capitale economico di un'azienda.

Se, infatti, le metodologie basate sui flussi (metodi finanziari e metodi reddituali) presentano uno spiccato carattere di razionalità, le metodologie basate sulla consistenza patrimoniale (metodi patrimoniali semplici e complessi) hanno il pregio di una maggiore oggettività, dal momento che fondano la determinazione del capitale economico sulla valutazione del patrimonio esistente ad una certa data.

I metodi misti poi, che mediano i risultati delle metodologie basate sui flussi con quelli derivanti dall'applicazione dei metodi patrimoniali, presentano, come è naturale, i pregi ed i difetti di entrambi.

La scelta della migliore metodologia deve essere, quindi, operata caso per caso, non potendo, lo si ribadisce, definire in senso assoluto una metodologia come migliore rispetto alle altre. Detta scelta, ad avviso di chi scrive, deve essere operata di volta in volta, tenendo essenzialmente presente la natura del bene oggetto della valutazione.

A questo riguardo è noto che ogni azienda ha caratteristiche sue proprie, che ne influenzano i processi attraverso cui si forma e si distribuisce la ricchezza ed il valore. In altri termini, gli elementi che incidono sulla determinazione del valore (c.d. determinanti del valore) di ciascun progetto sono differenti a seconda della natura dello stesso.

Per tale ragione, ai fini della definizione dell'approccio metodologico da adottare nel caso di specie si è tenuto conto delle seguenti circostanze e caratteristiche proprie della Società oggetto di stima:

- la consistenza degli asset materiali afferenti al ramo è poco significativa, trattandosi essenzialmente di personal computer e di un macchinario per la movimentazione di merci;
- i ricavi riferibili al ramo sono generati da attività di prestazione di servizi, a scarsa intensità di capitale. Le determinanti del valore sono quindi da ricercarsi in fattori immateriali quali, a mero titolo di esempio, il portafoglio clienti e in *know how* aziendale.

Tenendo presenti le finalità e il contesto della stima, la documentazione disponibile, nonché gli elementi caratterizzanti l'attività dell'azienda di CSI, la stima è stata svolta attraverso l'applicazione del c.d. metodo finanziario basato sul presumibile flusso di cassa prospettico che la gestione operativa del ramo d'azienda sarà in grado di produrre.

Il c.d. UDCF (*unlevered discounted cash flow*) consente di stimare il valore economico di un dato compendio aziendale partendo dal valore dell'attivo operativo netto (c.d. *enterprise value* - EV) detratto il valore della posizione finanziaria netta (PFN) secondo la relazione metodologica di seguito proposta:

$$W = EV \pm PFN$$

Dove:

W: valore economico;

EV: *enterprise value*

PFN: posizione finanziaria netta

In particolare, il valore dell'*enterprise value* è determinato secondo la seguente relazione metodologica:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FMGO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

Dove:

FMGO: è il flusso monetario della gestione operativa derivante dalle previsioni esplicite disponibili;
t: indica il numero di anni di previsione esplicita;

WACC: è il tasso di attualizzazione, pari al costo medio ponderato del capitale

TV: è il valore finale al termine del periodo di previsione esplicita.

Il metodo in oggetto è da ritenersi quello più coerente rispetto alle caratteristiche proprie dell'azienda di CSI, in quanto ne valorizza la capacità di generare flussi finanziari attraverso la gestione operativa.

Nel caso che occupa, si è già posto in evidenza che - in ragione della natura della Procedura nell'ambito della quale verrà realizzata la vendita - nel ramo non saranno inclusi né crediti e né debiti di natura commerciale o finanziaria. Dunque, sia il CCN che la PFN alla data di riferimento della stima devono intendersi pari a 0. Ciò implica che, nella stima dei flussi finanziari (incassi e pagamenti), non v'è alcun effetto riconducibile all'incasso o pagamento di crediti e debiti operativi pregressi (crediti commerciali, debiti commerciali, tributari o verso dipendenti). Inoltre, il valore economico, sulla base della metodologia appena descritta può essere approssimato al valore dell'*enterprise value*:

$$W = EV$$

Non essendo disponibile il piano aziendale da cui desumere i flussi monetari della gestione operativa, si è fatto ricorso ad un'ulteriore semplificazione individuando il probabile valore di tali flussi sulla base del reddito operativo "normalizzato" al netto delle imposte (c.d. NOPAT – *Net Operating Profit After Taxes*) desumibile dai dati economici e finanziari consuntivi di CSI.

L'ipotesi assunta è che il NOPAT possa rappresentare un indicatore attendibile della capacità finanziaria prospettica dell'azienda. Si assume, quindi, che le componenti reddituali, sia positive che negative, abbiano una manifestazione monetaria immediata, senza rilevanti effetti di competenza differita.

Nel caso in esame, l'adozione di tale criterio risulta particolarmente appropriata, poiché il perimetro aziendale, come anzidetto, non include crediti o debiti di natura commerciale. Questa circostanza riduce significativamente le problematiche derivanti dalla gestione del capitale circolante, che solitamente rappresentano un elemento critico nell'analisi dei flussi di cassa aziendali.

Sulla base delle ipotesi assunte, quindi, nel caso in esame, l'*enterprise value* può essere stimato attraverso la seguente relazione metodologica:

$$EV = \frac{NOPAT}{WACC}$$

Dunque, non essendovi disponibilità di un piano economico e finanziario prospettico riferibile alla gestione del ramo d'azienda in oggetto, il valore economico dello stesso può essere stimato sulla base dell'attualizzazione a tempo definito del reddito operativo al netto delle imposte, nell'ipotesi che tale grandezza sia idonea ad approssimare il flusso monetario della gestione operativa che mediamente potrà essere generato dall'azienda.



4 STIMA DI VALORE DELL'AZIENDA DI CSI

Sulla base del criterio individuato, si è provveduto innanzitutto alla stima dei flussi oggetto di attualizzazione che, come detto, possono essere approssimati dal valore del NOPAT opportunamente normalizzato e del costo medio ponderato del capitale applicabile al ramo in esame.

Nei paragrafi che seguono, si descriveranno in dettaglio i criteri adottati per determinare i parametri in questione.

4.1 Stima del NOPAT normalizzato

Come descritto in precedenza, in ragione del perimetro di valutazione adottato, delle caratteristiche del compendio aziendale nonché del *set* informativo reso disponibile, si è ritenuto di adottare un metodo di tipo finanziario, assumendo la possibilità che il reddito operativo al netto delle imposte (NOPAT) sia rappresentativo del flusso finanziario generato dalla gestione operativa.

Va nuovamente ribadito che, così come tutta la stima in generale, il NOPAT normalizzato è stato determinato secondo la prospettiva “*as is*” (letteralmente, “*così com'è*”), ossia nelle condizioni in cui si trova l'azienda al momento della valutazione, senza assumere ipotesi di interventi migliorativi, ristrutturazioni future, modifiche organizzative o altre azioni correttive. Ciò, in altri termini, implica che, nella stima dei componenti positivi e negativi di reddito alla base del NOPAT, non si è assunto un incremento dei ricavi caratteristici rispetto a quelli prodotti dal ramo né alcun efficientamento dei costi rispetto a quelli sostenuti.

In precedenza, sono stati riportati i principali dati di andamento economico del ramo aziendale oggetto di stima nel periodo 2020 – 2024, evidenziando come, per effetto della crisi del gruppo di riferimento, nel corso del 2024 si sia verificata una significativa contrazione del fatturato e conseguentemente dei margini reddituali.

Per ragioni di sistematicità espositiva, nella tabella che segue, si riportano i dati economici riferibili al ramo d'azienda oggetto di stima nell'ultimo esercizio di attività (prima della liquidazione giudiziale):

Tabella 7 - Situazione economica consuntiva CSI 2024

CUSTOM SERVICES ITALIA	31/12/2024
Valore della produzione	1.453.755
Ricavi delle vendite	340
Altri ricavi	1.404.398
Altri ricavi straordinari	49.017
Costi della produzione	3.304.572
Materie prime e merci	81.489
Servizi	506.188
Godimento beni di terzi	555.068
Variazione delle rimanenze	-
Costi del personale	580.938
Ammortamenti	-
Svalutazioni	1.290.454
Accantonamenti	164.179
Oneri diversi di gestione	108.967
Oneri diversi di gestione straordinari	17.289
Differenza tra valore e costi della produzione	(1.850.818)
Gestione finanziaria	(23.100)
Risultato prima delle imposte	(1.873.918)
Imposte	-
Utile (perdita) dell'esercizio	(1.873.918)

Tabella 8 - Sintesi dei principali risultati economici CSI 2024

CUSTOM SERVICES ITALIA	31/12/2024
Valore della produzione	1.453.755
EBITDA	(396.184)
EBIT	(1.850.818)
NOPAT	(1.850.818)
Risultato di esercizio	(1.873.918)

Sulla base dei valori sopra riportati, si perviene a un risultato reddituale negativo che, dunque, se adottato come media prospettica, suggerirebbe l'assenza di un qualsiasi valore economico dell'azienda legato alla sua continuità. Ad un analogo risultato si perviene anche nel caso i ricavi e costi sopra indicati fossero "depurati" dalle componenti chiaramente straordinarie (ad esempio, svalutazioni, accantonamenti, sopravvenienze e minusvalenze).

Ne deriva che l'analisi necessaria all'individuazione del "*reddito normale*" del ramo aziendale è particolarmente complessa nel caso di specie, anche in considerazione delle particolari circostanze che si è già avuto modo di rappresentare. Infatti:

- dai bilanci degli esercizi precedenti al 2024 emerge un volume di attività riferibile al ramo scarsamente comparabile con i dati economici dell'ultimo anno. Ciò in ragione della crisi aziendale che ha coinvolto in primis la controllante Rif Line Italy e il gruppo aziendale di riferimento di CSI e che ha determinato il significativo ridimensionamento delle attività del ramo, modificando la sua stessa struttura operativa e le prospettive reddituali;
- la gestione di CSI nel corso del 2024 è connotata da condizioni di anormalità rispetto alle condizioni attuali in quanto una parte dei ricavi e costi di esercizio è riferibile ad attività di logistica, custodia merci o subaffitto svolte nell'area logistica di Santa Palomba (Pomezia) il cui contratto di locazione è stato espressamente escluso dall'affitto d'azienda e dal ramo oggetto di stima.

Peraltro, il venir meno del contratto di locazione dell'area logistica, per certi versi, comporta un mutamento sostanziale dell'assetto operativo dal momento che lo sfruttamento economico dei rapporti commerciali in essere richiede l'acquisizione di nuove aree ove svolgere le attività.

Sul punto, da quanto consta agli scriventi, attuale l'utilizzo commerciale dell'azienda di CSI si basa anche sulla locazione di una nuova area logistica da parte da Interglobo Line. Tale contratto, essendo stato stipulato direttamente dall'affittuaria, in caso di restituzione dell'azienda alla Procedura, non sarebbe incluso nel perimetro aziendale di CSI.

Oltre ai punti sopra riportati, si consideri che ogni assunzione sul valore "*normale*" dei singoli ricavi e dei corrispettivi costi attribuibili al ramo d'azienda avrebbe natura essenzialmente arbitraria, dovendo necessariamente far ricorso a ipotesi e supposizioni non riscontrabili.

In ragione delle circostanze appena riportate, si è ritenuto più opportuno individuare la redditività attribuibile al ramo di azienda, attraverso un approccio di tipo *parametrico*, ossia individuando, in primo luogo, il volume dei ricavi che possono essere ragionevolmente ricondotti all'azienda di CSI sulla base dei contratti trasferiti e, successivamente il margine di redditività atteso, in termini di EBITDA, sulla base di medie desumibili da aziende che operano sul medesimo mercato di riferimento dell'azienda oggetto di stima e applicando tale margine al valore della produzione generato nell'ultimo esercizio.

Con l'impostazione metodologica appena descritta, si assume, in altri termini, che **l'azienda oggetto di stima sia almeno in grado di generare un fatturato coerente con i contratti trasferiti con l'affitto d'azienda, in conformità alla prospettiva *as is* precedentemente descritta.**

Per determinare un valore attendibile dei ricavi "normalizzati", sono stati esaminati i ricavi rilevati nella contabilità di CSI, specificamente quelli riferibili alla clientela compresa nel perimetro aziendale oggetto del contratto di affitto a favore della società Interglobo Line.

Nella tabella sottostante sono riportati, distintamente per gli esercizi 2023 e 2024, i ricavi attribuibili ai singoli clienti trasferiti a Interglobo con il contratto di affitto d'azienda.

Tra questi sono inclusi anche i corrispettivi fatturati da CSI alla società controllante Rif Line (per il periodo fino a luglio 2024) e a Interglobo Line (per il periodo successivo), che ha proseguito l'attività operativa in forza del contratto di affitto d'azienda precedentemente menzionato.

È opportuno segnalare che, tra i ricavi rilevati da CSI per l'esercizio 2024, compare anche il cliente "ACEA". Sebbene tale nominativo non risulti espressamente incluso nel contratto di affitto d'azienda, si è ritenuto congruo includere i relativi ricavi tra quelli riconducibili al ramo aziendale, dal momento che la commessa in questione formalmente riconducibile alla capogruppo Rif Line e da questa subappaltata a CSI.

Tabella 9 - Ricavi 2024 verso clienti inclusi nell'azienda affittata

CLIENTE	2023	2024
RIF LINE ITALY / INTERGLOBO LINE	1.112.155	373.642
ACEA	-	504.651
UNIDERM FARMACEUTICI	19.765	27.245
INTERCITY SNC	-	21.758
TOTALE	1.131.920	927.296

Come emerge dai valori appena indicati, il volume dei ricavi annotati da CSI verso soggetti inclusi nell'azienda affittata nell'esercizio 2024, seppur ridotto, risulta coerente con quello dell'esercizio precedente.

Dunque, considerando i caratteri di anomalia del 2024, si è assunta la capacità dell'azienda in parola di realizzare in prospettiva un volume di ricavi pari alla media di quelli rilevati nei due esercizi sopra indicati, ossia pari **euro 1.029.608**

Per quanto attiene al coefficiente di redditività, è stato adottato un criterio fondato su aziende comparabili a CSI, ossia operanti nel medesimo settore economico (con codice ATECO simile o compatibile).

Più in particolare, nella tabella di seguito riportata, vengono riepilogate le società "comparabili" individuate sulla base dell'attività prevalente indicata in visura, simile a CSI, con evidenza dei valori medi (sulla base degli ultimi tre bilanci pubblicati) del *valore della produzione*, dell'*EBITDA*, dell'*EBITDA margin*⁴ e dei ricavi medi per dipendente.

⁴ Il margine è determinato sulla base del rapporto tra il valore dell'EBITDA e il valore della produzione.

Tabella 10 - Elenco società comparabili selezionate e principali indicatori economici (Fonte: AIDA)

AZIENDA	CODICE FISCALE	SEDE LEGALE	ATECO	RICAVI (MEDIA)	EBITDA (MEDIA)	EBITDA MARGIN (MEDIA)	RICAVI PER ADDETTO (MEDIA)
SAVINO DEL BENE S.P.A. ⁵	05300610481	VIA DEL BOTTEGHINO 24/26 50018 Scandicci Firenze	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	3.349.052.000	330.172.333	9,66%	689.887
DHL EXPRESS (ITALY) S.R.L.	04209680158	VIA LOMBARDIA, 2/A 20068 Peschiera Borromeo Milano	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	1.358.921.773	76.816.693	5,43%	395.420
FERCAM S.P.A.	00098090210	VIA MARIE CURIE, 2 39100 Bolzano	494100 Trasporto di merci su strada	701.977.251	23.424.849	3,28%	480.513
ARCESE TRASPORTI S.P.A.	00122680226	VIA ALDO MORO, 95 SAN GIORGIO 38062 Arco Trento	494100 Trasporto di merci su strada	517.803.513	8.266.354	1,61%	528.020
U. DEL CORONA & SCARDIGLI S.R.L.	01357070497	SCALI D'AZEGLIO, 32 57123 Livorno	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	369.248.584	25.699.724	6,98%	1.743.157
INTERGLOBO S.R.L.	00389060104	PZA DANTE, 7 16121 Genova	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	367.711.146	35.512.335	9,79%	n.s.
ALBINI & PITIGLIANI S.P.A.	01027240488	VIALE GUGLIELMO MARCONI 46 MEZZANA 59100 Prato	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	293.862.036	10.545.966	3,44%	800.640
GRUBER LOGISTICS S.P.A.	00520690215	VIA NAZIONALE 75 39040 Ora Bolzano	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	251.483.195	(421.326)	-0,17%	587.400
CODOGNOTTO ITALIA S.P.A.	00474360310	VIA CALNUOVA 18 31040 Salgareda Treviso	494100 Trasporto di merci su strada	208.368.461	4.530.579	2,13%	785.450
AUTA MAROCCHI S.P.A.	00686490327	RIVA ALVISE CADAMOSTO 8/1 34147 Trieste	494100 Trasporto di merci su strada	173.387.351	17.263.408	9,45%	195.240
TRANSMEC - S.P.A.	00179970363	VIA PONTE ALTO 32 41011 Campogalliano Modena	494100 Trasporto di merci su strada	152.293.279	3.667.416	2,23%	754.937
APRILE S.P.A.	01324870995	VIA DI FRANCIA, 28 16149 Genova	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	159.816.965	7.226.217	4,34%	981.393
VECTOR - S.P.A.	00698060126	VIA REDIPUGLIA, 7 21053 Castellanza	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	72.973.748	3.360.444	4,44%	589.660
EXPRESS S.R.L.	07485270636	VIA ALCIDE DE GASPERI 55 80133 Napoli	522400 Movimentazione merci	33.001.336	2.263.049	6,69%	n.d.
MEDIA						4,95%	710.976
MEDIANA						4,39%	639.773

⁵ Dati bilancio consolidato

Le società “comparabili” individuate in precedenza presentano ricavi e margini assoluti significativamente superiori rispetto a quelli dell'azienda in esame. A parere di chi scrive, tuttavia, la marginalità relativa sui ricavi espressa in media dalle suddette entità può costituire un valido parametro di riferimento a cui ancorare la stima di valore in oggetto.

In particolare, la media dell'*EBITDA margin* del campione individuato risulta pari al 4,95% con un ricavo medio per addetto di 0,7 milioni di euro.

I valori mediani del medesimo campione risultano rispettivamente pari a 4,4% (*EBITDA margin*) e 0,6 milioni di euro (ricavo per addetto).

Le suddette medie risultano sostanzialmente simili anche espungendo dal campione considerato la società che riporta l'*EBITDA margin* più elevato (*Interglobo S.r.l.*) e quello più basso (*Gruber Logistics*).

Nel caso di specie, si consideri che, da un lato, il margine di redditività in parola espresso dalla CSI fino al 2022 si è mediamente attestato al 6,9%⁶; dall'altro, la crisi del Gruppo – e quindi del maggior cliente di CSI – nonché il mutamento dell'assetto operativo della stessa CSI (per effetto dello sfratto dall'area logistica di Pomezia già in precedenza ricordata) costituiscono fattori di oggettiva incertezza circa le prospettive reddituali future dell'azienda. Si consideri, inoltre, che rispetto alla media dei ricavi per addetto emergente dall'analisi sopra riportata, negli ultimi 3 bilanci la media di ricavi per addetto è risultata significativamente inferiore.

Pertanto, è ragionevole adottare un *EBITDA margin* pari alla media risultante dall'analisi delle società comparabili sopra menzionate.

Sulla base dell'ipotesi indicata, si perviene, quindi, al seguente valore di EBITDA medio normale attribuibile al ramo d'azienda di RLI:

Tabella 11 - Determinazione dell'EBITDA medio normale CSI

DESCRIZIONE	VALORE
Ricavi 2024	1.029.608
EBITDA margin	4,95%
EBITDA medio normale	50.973

La stima del reddito operativo al netto delle imposte richiede altresì la quantificazione dei flussi finanziari negativi legati all'attività di investimento o mantenimento delle immobilizzazioni e delle imposte.

Per quanto attiene all'attività di investimento, come già indicato, l'attività economica condotta dal compendio aziendale oggetto di valutazione, nella sua attuale configurazione, non richiede investimenti significativi in attivo fisso, essendo lo stesso costituito essenzialmente da macchine da ufficio.

Pertanto, è ragionevole assumere un fabbisogno finanziario legato al mantenimento degli investimenti in attivo fisso pari al 10% dell'EBITDA, coerente con la natura e caratteristiche dei beni ricompresi nel perimetro del ramo d'azienda.

L'effetto fiscale è determinabile applicando al reddito così determinato l'aliquota del 28,82% pari alla somma delle aliquote ordinarie IRES (24%) e IRAP (4,82%) vigenti nel Lazio.

⁶ Il dato è stato desunto sulla base dei bilanci del periodo 2014 – 2022 di CSI.

Si perviene, pertanto, al valore di NOPAT di seguito indicato:

Tabella 12 - Determinazione del NOPAT medio normalizzato

DESCRIZIONE	VALORE
EBITDA	50.973
Capex	(5.097)
EBIT	45.876
Tax	13.221
NOPAT	32.654

Come anzidetto, si assume che il NOPAT individuato sia idoneo ad approssimare il flusso monetario della gestione operativa del ramo oggetto di valutazione nell'ipotesi che la manifestazione finanziaria dei componenti di reddito positivi e negativi sia sostanzialmente contestuale al momento della loro maturazione.

4.2 Stima del tasso di attualizzazione

Sulla base dell'impostazione metodologica adottata, l'attualizzazione del flusso monetario della gestione operativa (approssimato in questo caso al NOPAT) -trattandosi di un flusso c.d. *unlevered* - può essere effettuata attraverso il tasso che esprime il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Come si è già fatto osservare, nel caso in esame la PFN dell'azienda è da ritenersi nulla, in quanto non rientrano nel perimetro oggetto di trasferimento da parte della Liquidazione Giudiziale crediti e debiti di natura finanziaria né disponibilità liquide di cassa o detenute su conto corrente.

Quanto appena riferito ha due implicazioni nell'individuazione del tasso: la prima di queste è che il costo del capitale è da porre pari al costo del capitale di rischio⁷; la seconda implicazione è che, nella stima del costo del capitale di rischio, si deve tenere conto del rischio operativo e non di quello finanziario visto che, non essendovi indebitamento, l'azienda oggetto di cessione è priva di rischio finanziario.

Dunque, la misura del costo del capitale da utilizzare ai fini dell'attualizzazione è pari al costo del capitale di rischio determinato in assenza di rischio finanziario.

In linea con la dottrina aziendale e la prassi professionale, si ritiene di esprimere detto rendimento atteso quale somma di due elementi:

- il rendimento che esprime la remunerazione attesa di investimenti privi di rischio;
- il rendimento che esprime la remunerazione attesa per il rischio di impresa

⁷ Si consideri, infatti la seguente formula associata alla determinazione del WACC:

$$WACC = \frac{i \times E}{(D + E)} + \frac{i_d \times D}{(D + E)} \times (1 - t)$$

Dove:

i: costo del capitale proprio;

i_d costo del capitale di prestito

E: valore dell'Equity

D valore della posizione finanziaria netta

T: aliquota d'imposta

Nell'ipotesi in cui D=0 la suddetta relazione metodologica si riduce alla seguente:

$$WACC = i$$

Quanto appena riferito può essere espresso attraverso la seguente relazione metodologica:

$$i = r + s$$

Dove

i : è il tasso di rendimento del capitale proprio

r : è il tasso di rendimento *free risk*

s : è il tasso esprime il rendimento del rischio di impresa

Per quanto riguarda il rendimento degli investimenti *free risk* (r), vengono solitamente utilizzati i rendimenti dei titoli di stato a lungo termine di paesi stabili.

Per la stima in parola, è stato adottato il valore del Rendistato⁸ a dicembre 2024 (**doc. 17**), al netto dell'imposizione fiscale prevista sui titoli di stato (pari al 12,5%)

Per quanto attiene alla maggiorazione attribuibile al rischio di impresa (s), la metodologia suggerita dalla dottrina ed utilizzata, con maggiore frequenza, dalla pratica professionale è il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Il CAPM è una metodologia in base alla quale s viene determinato secondo la seguente formula:

$$s = \beta \times (r_m - r_f)$$

dove:

- s , rappresenta la remunerazione per il rischio d'impresa;
- r_m , rappresenta il rendimento del mercato azionario;
- r_f , rappresenta il rendimento per investimenti privi di rischio;
- $(r_m - r_f)$, rappresenta il premio per l'investimento azionario rispetto ad investimenti privi di rischio o *market risk premium* (MRP);

β , misura il contributo, in termini di rischio, della data azienda all'interno di un portafoglio diversificato.

Numerosi test empirici dimostrano, peraltro, che il CAPM, nella versione poc'anzi esposta, non riesce a dare una corretta spiegazione dei rendimenti rilevati sui mercati azionari.

Per tale ragione, la dottrina e la pratica professionale hanno sviluppato una versione corretta di detto modello che, tra i fattori correttivi, considera almeno una maggiorazione per il rischio legato alla ridotta dimensione aziendale.

Aggiungendo questa maggiorazione:

$$s = \beta \times MRP + SRP$$

In merito ai parametri necessari per la stima della remunerazione per il rischio di imprese (s), si ritiene ragionevole assumere un valore di **MRP** pari al 5% che, oltre ad essere un valore

⁸ Il Rendistato è un tasso di rendimento medio, calcolato periodicamente dalla Banca d'Italia, relativo a un paniere di titoli di Stato italiani con scadenza medio-lunga (ad esempio BTP)

ampiamente utilizzato dalla pratica professionale, è il valore medio dell'intervallo (4,7% - 5,5%) entro il quale la McKinsey⁹ stima detto parametro.

Per quanto riguarda il valore del β , ossia del parametro che esprime la stima del rischio dell'impresa rispetto al mercato, si può fare ricorso ai c.d. beta di settore pubblicati periodicamente nell'ambito di studi statistici aventi ad oggetto le principali economie del mondo.

In particolare, il β *unlevered* utilizzato è stato stimato sulla base dei β (a tre anni) pubblicati per società europee quotate operanti in settori simili a quello del ramo oggetto di valutazione:

Tabella 13 - Determinazione del beta unlevered (fonte: Infront analytics)

SOCIETÀ	BORSA	ATTIVITÀ PRINCIPALI	BETA LEVERED	BETA UNLEVERED
DHL GROUP	Francoforte (DHL.DE)	Logistica, forwarding e gestione doganale.	1,17	0,91
KUEHNE + NAGEL INTERNATIONAL AG	Zurigo (KNIN.SW)	Spedizioni internazionali, servizi doganali.	0,98	0,98
DSV A/S	Copenaghen (DSV.CO)	Trasporto internazionale, servizi doganali.	1,30	1,21
HAPAG LLOYD AG	Francoforte (HLA.G.DE)	Trasporto internazionale e logistica	1,01	1,04
PKP CARGO SA	Varsavia (PKP.WSE)	Trasporto ferroviario, logistica e spedizione	0,63	0,19
MEDIA			1,02	0,87

In ultimo, per quanto riguarda la maggiorazione del tasso per tener conto del rischio dimensionale (**SRP**), si ritiene di applicare il valore medio del 2,675% rispetto ai valori di frequente indicati in letteratura per le società non quotate¹⁰.

Sulla base di tali parametri, si perviene al **tasso di rendimento del capitale proprio indicato di seguito**:

Tabella 14 - Determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio

DESCRIZIONE	VALORE
Beta unlevered (β)	0,87
Rendistato (dec-24)	2,92%
Rendistato netto (r)	2,56%
MRP	5,00%
SRP	2,68%
$i = r + \beta * MRP + SRP$	9,56%

4.3 Il valore economico del ramo d'azienda

Sulla base del NOPAT e del tasso di attualizzazione individuati, si perviene al seguente valore economico dell'azienda di CSI:

Tabella 15 - Valore economico ramo d'azienda

DESCRIZIONE	VALORE
NOPAT	32.654
i	9,56%
W	341.572

Tenendo presente la *configurazione di valore* adottata (c.d. *valore di smobilizzo*), per determinare il probabile valore di cessione dell'azienda, si deve considerare innanzitutto che il compendio aziendale in parola costituisce una "azienda in procedura", ossia un'azienda che, in

⁹ T. Koller-M. Goedhart-D. Wessels, Valuation. Measuring and Managing the value of Companies, McKinsey & Company, Wiley, 2020, Seventh Edition, pag. 328

¹⁰ T.L. West-J.D. Jones (Handbook of Business Valuation, Second Edition, John Wiley e Sons, Inc., 1999, pag. 269) stimano detta maggiorazione nella misura del 2,5%, altri considerano, per le società quotate, valori compresi tra lo 0,2% ed il 2%, con valori medi dell'1%, e del 4,35% per le società non quotate (R.W. Goeldner II, Practical Application of the fundamental discount, in Business Valuation Review, settembre 2000, pag. 144).

ragione della procedura di Liquidazione Giudiziale, sarà ceduta per mezzo di una procedura di vendita competitiva sulla base del meccanismo dell'asta fallimentare.

A tal riguardo, si ricorda che, diversamente dalle vendite operate in un contesto di *libero mercato* – ossia vendite volontarie in cui i prezzi si formano sulla base dell'incontro di soggetti (acquirenti/venditori) indipendenti e dopo un adeguato periodo di commercializzazione e promozione – le vendite realizzate nell'ambito di procedure concorsuali presentano caratteristiche del tutto peculiari (la cessione è obbligata; possono insorgere asimmetrie informative in capo ai diversi potenziali acquirenti; assenza di promozione e commercializzazione, etc.).

Sul tema delle vendite forzate (*forced sales*), la letteratura economica ha evidenziato l'esistenza di differenziali significativi rispetto ai valori di mercato.

Un recente studio effettuato in Italia attraverso il confronto tra i prezzi di aggiudicazione pagati dagli acquirenti e i valori di stima di compendi aziendali ceduti nell'ambito di procedure concorsuali sul portale astetelematiche.it¹¹ ha evidenziato che *“nel 39,19% dei casi il prezzo di aggiudicazione risulta pari al valore di stima mentre nel restante 60,81% si rileva uno sconto per vendita forzata del valore medio del 41,77% e un valore mediano che si attesta al 40,14%, con un valore minimo dello 0,39% e un valore massimo dell'89,93%.*

Alla luce di tali evidenze, nel caso che occupa, si assume in via prudenziale (e quindi in termini inferiori alla media ponderata dei valori indicati in precedenza, pari al 25,40%¹²) uno sconto del 15%, pervenendo di conseguenza al seguente valore di smobilizzo in un contesto di liquidazione forzata:

Tabella 16 - Determinazione del valore di smobilizzo

DESCRIZIONE	VALORE
Valore di mercato	341.572
Sconto di liquidazione	(51.236)
VALORE DI SMOBILIZZO	290.336

¹¹ E. GONNELLA, L. TALARICO, *Lo “sconto per vendita forzata” nella cessione di aziende in ambito fallimentare: prime riflessioni*, in M. Romano (a cura di), “Premi e sconti nella valutazione delle aziende”, Collana di Studi di Valutazione d'Azienda coordinata da Giovanni Liberatore, Giuffrè, 2021.

¹² Ossia $41,77\% \times 60,81\% + 0\% \times 39,19\% = 25,40\%$.

5 VERIFICA DI CONGRUITÀ DEL CANONE DI AFFITTO D'AZIENDA

Come indicato in premessa, oltre alla stima del valore economico dell'azienda di CSI, i curatori della Liquidazione Giudiziale di CSI hanno richiesto anche di verificare la congruità del canone di affitto di azienda in essere (euro 5.000 mese) con Interglobo Line S.r.l.

Di seguito, dopo un preliminare inquadramento dei criteri adottati, si riportano le evidenze dell'esame condotto dagli scriventi e il relativo giudizio circa la congruità del canone.

5.1 Principi per l'individuazione del canone congruo di affitto

L'affitto d'azienda è il contratto con cui l'imprenditore concede a terzi l'uso della propria impresa o di un ramo a fronte del pagamento di un canone periodico.

In ambito ordinario, l'affitto può costituire uno strumento per esternalizzare la gestione o testare l'attrattività di un business prima dell'acquisto; in situazione di crisi o insolvenza, l'affitto può preservare il valore del complesso aziendale in attesa della liquidazione, generando al tempo stesso maggiori utilità in termini di flussi per i creditori.

La determinazione di un canone congruo è quindi centrale per tutelare sia il concedente che l'affittuario.

In generale, la letteratura aziendalistica ha proposto diversi approcci metodologici adottabili per la stima del canone di affitto¹³. In particolare, le metodologie più utilizzate anche nella pratica professionale definiscono il canone sulla base di due componenti fondamentali:

- **una grandezza di valore** rappresentata dal capitale economico dell'azienda, il suo valore d'uso o, in alternativa, una misura patrimoniale o di risultato (es. patrimonio netto rettificato, valore attuale dei flussi futuri, fatturato, ecc.). Tale grandezza ha la funzione di quantificare la dimensione economica del complesso aziendale oggetto di affitto.
- **Il tasso o la percentuale di remunerazione** che esprime la redditività attesa dal concedente e incorpora il livello di rischio specifico dell'operazione (rischio d'impresa, rischio di insolvenza dell'affittuario, rischio di deterioramento dell'avviamento). Questo fattore agisce come moltiplicatore, trasformando la grandezza di valore in un flusso periodico congruo a titolo di canone.

Quanto sopra può essere riepilogato dalla seguente espressione:

$$C = W \times i$$

Dove:

C: canone annuo di affitto di azienda;

W: è la grandezza espressiva del valore economico del compendio aziendale oggetto di affitto;

¹³ Si vedano in proposito:

- Lacchini M. Trequattrini R. (1998) "Sulla individuazione del canone "congruo" in ipotesi di affitto d'azienda (con particolare riferimento alle imprese in fallimento)" in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* luglio – agosto;
- Danovi A. (2000) "Fallimento, valutazione e affitto d'azienda", in *Rivista dei Dottori Commercialisti* n. 4;
- Mechelli A. (2007) "La stima del valore congruo del canone di locazione nell'ipotesi di affitto d'azienda" in *Rivista dei Dottori Commercialisti* n.5.

i : è il tasso di remunerazione espressivo del locatore.

Il Consiglio Nazionale dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (CNDCEC), nel marzo 2016, ha emesso il documento *“La determinazione del canone congruo di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali”*, nel quale sono riepilogati gli approcci metodologici individuati nella migliore letteratura aziendalistica e sono fornite indicazioni circa le concrete modalità di individuazione della grandezza di valore e del tasso espressivo della remunerazione attesa dal locatore.

Dal punto di vista operativo, il **valore dell'azienda** (W) può essere determinato sulla base delle metodologie note (attraverso i metodi reddituali, finanziari, patrimoniali, misti, etc.)¹⁴.

Per quanto riguarda il **tasso di remunerazione** (i), nel documento del CNDCEC, viene precisato che tale tasso *andrebbe quantificato in relazione all'alea sopportata dal locatore che dipende da una pluralità di fattori quali il rischio operativo, il livello di solidità del conduttore, le garanzie prestate et al.*

Ne deriva, dunque che il tasso in parola potrebbe assumere sia livelli non lontani dal c.d. *risk free rate* (ossia il tasso di remunerazione degli investimenti privi di rischio, tipicamente associato al rendimento dei titoli di stato nazionali) nel caso il conduttore si caratterizzi per riconosciuta solidità patrimoniale e, quindi basso rischio di insolvenza; sia livelli prossimi al costo del capitale di rischio nel caso di rischio elevato associato al conduttore.

In altri termini, quindi, il tasso di remunerazione può oscillare in un intervallo in cui il *floor* è rappresentato dal tasso *risk free* e il massimo è costituito dal costo del capitale di rischio¹⁵.

Si precisa che ordinariamente il tasso di remunerazione deve esprimere il rendimento atteso dal locatore al lordo delle imposte (o *pre-tax*), dal momento che il canone percepito sarà poi assoggettato alla relativa imposizione fiscale¹⁶.

¹⁴ Sul punto si segnala che secondo l'impostazione di Lacchini M – Trequattrini R., il valore dell'azienda andrebbe determinato facendo ricorso a grandezze di stock facendo ricorso a metodi patrimoniali complessi. Secondo Danovi, il valore economico andrebbe individuato con un metodo di tipo patrimoniale. Secondo Mechelli, diversamente, il valore da considerare è il c.d. *valore d'uso* espresso dal valore economico del capitale e determinato sulla base dell'attualizzazione dei flussi che è ragionevole attendersi dall'impiego del capitale aziendale.

¹⁵ In ogni caso il tasso di rischio/rendimento atteso dal proprietario non può mai superare il costo del capitale di rischio dell'azienda in quanto implicherebbe redditi attesi superiori a quelli attesi dal conduttore e, conseguentemente, l'assenza di convenienza all'affitto.

¹⁶ L'idea è che il proprietario dell'azienda cede temporaneamente un complesso produttivo e per questo “spossessamento” richiede una remunerazione che compensi il mancato impiego del capitale nell'azienda. Tale remunerazione viene calcolata applicando un tasso di rendimento al valore economico dell'azienda/ramo concesso. Poiché il canone di affitto è un ricavo imponibile, l'imprenditore dovrebbe ottenere dopo le imposte un rendimento congruo equivalente a quello che avrebbe conseguito continuando a gestire l'azienda. Per ottenere un dato rendimento netto occorre quindi definire il tasso lordo da applicare, così che al netto dell'imposta il proprietario ottenga l'extra-rendita desiderata. A titolo di esempio, si supponga che il valore economico dell'azienda (valore d'uso del capitale investito) sia 1.000.000 €. Il proprietario desidera un rendimento netto (dopo imposte) del 6 % e l'aliquota fiscale sui canoni è del 30 %. Per ottenere il 6 % netto, il tasso lordo da applicare sarà:

tasso lordo = rendimento netto / (1 – aliquota fiscale) = 6 % / (1 – 0,30) ≈ 8,57 %.

Il canone annuo congruo sarà quindi 1.000.000 € × 8,57 % ≈ 85 700 €. Su questo importo il proprietario pagherà imposte per 25 710 € (30 %), ottenendo un flusso netto di circa 59 990 €, pari al 6 % desiderato. Se avesse usato direttamente un tasso netto del 6 % (canone di 60 000 €), dopo l'imposta del 30 % avrebbe incassato solo 42.000 € (4,2 %), con un evidente scostamento rispetto al rendimento attesi.

Nel caso di specie, come noto, i canoni di affitto d'azienda possono astrattamente concorrere al reddito imponibile per la liquidazione giudiziale solo in caso di sussistenza di un residuo attivo al termine della procedura (ex art. 183 del TUIR), circostanza, questa, non particolarmente frequente. In presenza di aliquota nulla, invece, il tasso *pre-tax* coincide con quello *post-tax*.

Ai fini della stima in oggetto, quindi, assumendo in capo alla proprietà (ossia la Liquidazione Giudiziale) un'aliquota di imposta nulla, è stata adottata una logica "*post-tax*".

Per la corretta determinazione del tasso, occorre distinguere due ipotesi:

1. il caso in cui il locatore è soggetto solo al rischio di insolvenza dell'affittuario (ossia al rischio di non incassare i canoni di locazione);
2. il caso in cui in capo al locatore insiste anche il rischio di variazioni (negative o positive) del valore economico del compendio aziendale ceduto) che si verifica quando il contratto non prevede meccanismi di conguaglio delle differenze tra valore iniziale e finale dell'avviamento dell'azienda.

Nel primo caso -locatore gravato dal rischio di insolvenza del conduttore- la misura del tasso da applicare può essere determinata sulla base della somma tra il tasso *risk free* e una maggiorazione (*spread*) che tenga conto del rischio di insolvenza dell'affittuario, secondo la seguente relazione:

$$i_d = r + s_d$$

Dove:

i_d : tasso di remunerazione del locatore che tiene conto del solo rischio di insolvenza

r : tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio

s_d : tasso di rischio specifico associato alla probabilità di insolvenza

Nel secondo caso – proprietario gravato sia dal rischio di insolvenza del conduttore che del rischio associato alla variazione del valore economico del compendio affittato- il tasso di rischio/remunerazione attesa dal proprietario dell'azienda può essere espresso come segue:

$$i = r + s_d + s_{\Delta W}$$

La precedente relazione può anche essere espressa come segue:

$$i = i_d + s_{\Delta W}$$

Dove:

i_d : tasso di remunerazione del locatore che tiene conto del solo rischio di insolvenza

r : tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio

s_d : tasso di rischio specifico associato alla probabilità di insolvenza

$s_{\Delta W}$: tasso di rischio specifico associato al rischio di riduzione del capitale economico

In altri termini, quando il proprietario dell'azienda è soggetto anche al rischio che il valore economico aziendale possa essere svilito, il tasso di remunerazione da utilizzare nel calcolo del canone congruo deve tenere conto anche di una maggiorazione associata all'alea derivante dalla cattiva gestione.

5.2 Valutazione di congruità del canone di affitto di azienda di CSI

Una volta precisato il quadro metodologico entro il quale viene svolto l'esame di congruità, nel caso di specie, devono considerarsi le seguenti circostanze:

1. per la verifica in questione, la grandezza di valore dell'azienda adottata (W) è pari al valore economico individuato in precedenza pari a euro 290.336;
2. ugualmente, si assumono i tassi (*risk free* e costo del capitale di rischio) già individuati nelle pagine che precedono;
3. il contratto di affitto d'azienda con Interglobo Line contiene una clausola relativa alla Gestione dell'Azienda che impone all'affittuario di mantenere in efficienza l'organizzazione produttiva / commerciale / amministrativa secondo le regole di buona gestione. Sebbene sia riservata ai curatori la possibilità di eseguire ispezioni, non v'è una garanzia di mantenimento del valore economico complessivo (avviamento incluso) né una disciplina di conguaglio sul capitale economico alla riconsegna. Dunque, grava sulla Liquidazione Giudiziale (proprietaria del compendio aziendale) anche l'eventuale rischio di svilimento del valore economico dell'azienda;
4. come già indicato, Interglobo Line ha presentato alla Curatela un'offerta irrevocabile di acquisto dell'azienda sulla base di un prezzo di euro 400.000 superiore al valore di stima. Questa circostanza può mitigare il livello di rischio di cui al punto precedente in quanto allinea l'interesse del conduttore a quello della proprietà a mantenere il valore economico del compendio sebbene finché l'acquisto non si perfeziona, il proprietario rimane esposto a un eventuale calo del valore economico non coperto da un meccanismo di conguaglio sul capitale economico.
5. nella stima di congruità del canone, si assume l'avvenuta proroga della validità del contratto di affitto d'azienda e della relativa offerta irrevocabile d'acquisto almeno fino al 31.12.2025.

Come indicato, il tasso di remunerazione deve esprimere il rendimento atteso dal proprietario (in questo caso la procedura di Liquidazione Giudiziale di CSI). Tale rendimento è evidentemente funzione dei rischi associati all'operazione e dunque:

1. *rischio di insolvenza di controparte* (mancata corresponsione dei canoni pattuiti);
2. *rischio di riduzione del valore economico* dell'azienda affittata (ad esempio per effetto di una cattiva gestione da parte del conduttore).

La prima fattispecie di rischio, nel caso che qui si esamina, sembrerebbe parzialmente mitigata dalla coobbligazione della controllante di Interglobo Line a garanzia del pagamento dei canoni.

In merito alla seconda fattispecie di rischio, oltre a quanto già indicato circa la sua verosimile mitigazione dovuta all'allineamento di interessi tra proprietario e affittuario, per via dell'offerta irrevocabile di acquisto proposta da Interglobo Line S.r.l. sulla base di un prezzo superiore rispetto a quello di stima, si aggiunga che proprio l'affitto di azienda e dunque la continuità dell'attività aziendale è idonea a consentire la continuità dei contratti di servizio che costituiscono l'asset di maggior rilevanza dell'azienda.

Considerando la relazione metodologica finalizzata all'individuazione del tasso espressivo della remunerazione attesa dal locatore:

$$i = r + s_d + s_{\Delta W}$$

occorre stimare essenzialmente 3 differenti parametri:

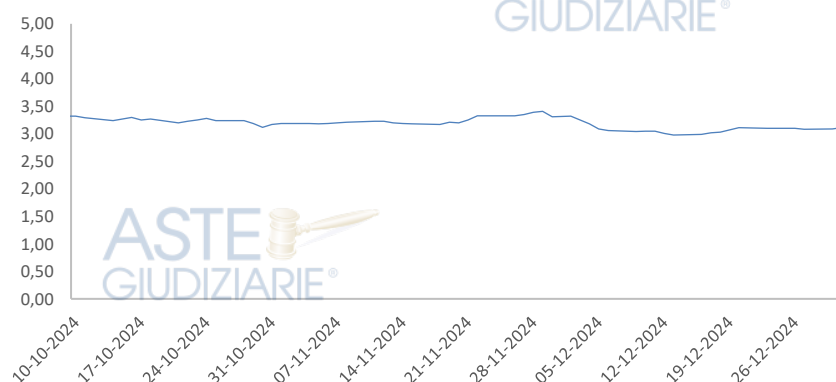
- il tasso espressivo degli investimenti privi di rischio (*risk free rate*);
- la maggiorazione del tasso espressiva dello specifico profilo di rischio di insolvenza;
- la maggiorazione del tasso espressiva dello specifico profilo di rischio di svilimento; del valore economico.

Per la componente *risk free* (*r*) il valore utilizzato è quello già individuato, pari al valore del Rendistato netto al 31.12.2024 ($r = 2,56\%$).

La maggiorazione espressiva del rischio di insolvenza (*sd*) può essere stimata sulla base dell'ICE BofA Euro High Yield Index Option-Adjusted Spread¹⁷ medio rilevato nelle 60 rilevazioni antecedenti al 31.12.2024.

Di seguito, si riporta l'andamento dell'indice nel periodo considerato:

Figura 3 - ICE BofA Euro High Yield Index Option-Adjusted Spread



Di seguito, si riportano i valori massimi e minimi assunti dall'Indice nel corso del 2024, il massimo, minimo, medio e mediano assunto dall'indice nel periodo 10.10.2024 – 31.12.2024 (ossia le ultime 60 rilevazioni dell'anno):

Tabella 17 - ICE BofA Euro High Yield Index Option-Adjusted Spread 10.10.2024 – 31.12.2024

MEDIA	3,19
MEDIANA	3,20
MAX	3,41
MIN	2,98

Il valore della maggiorazione adottata ai fini della verifica di congruità in oggetto è pari alla media delle ultime 60 rilevazioni dell'indice nel 2024 ($sd = 3,19\%$).

Infine, quanto al rischio di svilimento del valore economico (s_{AW}), come evidenziato sia la pratica professionale che la letteratura aziendalistica individuano l'opportunità di applicare una maggiorazione nella individuazione del canone congruo in assenza di meccanismi che proteggano la proprietà dagli effetti sul valore del compendio di una cattiva gestione.

¹⁷ L'ICE BofA Euro High Yield OAS è un indice che misura lo spread medio (sopra il tasso privo di rischio) richiesto dal mercato per i corporate bond high yield denominati in euro. Pur non includendo le PMI non quotate italiane "normali" (che in genere non emettono bond sul mercato), il livello di spread che l'indice mostra è un buon proxy del premio che il mercato richiede per imprese *non investment grade* (Fonte: <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLHE00EHYIOAS>)

Tenendo presenti:

- che come indicato, il tasso espressivo del rischio del proprietario dell'azienda non può superare il costo del capitale di rischio pari al 9,56%;
- la misura del tasso *risk free* e della maggiorazione espressiva del rischio di insolvenza già sopra individuate;

l'ulteriore maggiorazione per il rischio di svilimento del valore economico dell'azienda affittata non può essere superiore al 3,82%¹⁸.

In particolare, la misura del rischio in commento è stata stimata facendo ricorso ad una matrice basata su fattori contrattuali ed economici (conguaglio sul valore, tutele di risultato, fragilità dell'asset, concentrazione, durata/reversibilità, monitoraggio/rimedi, garanzie sul valore) a cui è stato attribuito un peso e un punteggio.

La tabella che segue riepiloga i fattori considerati i pesi ed i punteggi ad essi attribuiti:

Tabella 18 – Matrice per la stima del rischio di svilimento del valore economico

FATTORE	OGGETTO DELLA MISURAZIONE	PUNTEGGIO (0-5)	PESO	SCORE	NORMALIZZ. SCORE
Conguaglio sul valore	Se a fine affitto c'è <i>true-up</i> sul capitale economico	0: conguaglio pieno e simmetrico • 2: conguaglio parziale/limiti • 5: nessun conguaglio	30%	5	1,50
Tutele contrattuali "di risultato"	KPI vincolanti, penali automatiche, escrow/manleve su valore	0: tutele forti e automatiche • 3: solo "buona gestione" + penali modeste • 5: tutele deboli/generiche	20%	5	1,00
Allineamento interessi (offerta irrevocabile)	Allineamento di interessi tra conduttore e proprietà	0: garanzia efficace/co-estensiva sul valore • 3: parziale • 5: assente	15%	3	0,45
Fragilità dell'asset	Quanto il valore dipende da avviamento, persone, clienti	0: asset tangibili/standard • 3: mix • 5: intangibile/people-dependent	15%	5	0,75
Concentrazione/key-risk	Clienti chiave, personale chiave, fornitore unico	0: bassa • 3: media • 5: alta	10%	3	0,30
Durata & reversibilità	Orizzonte dell'affitto e difficoltà di ripristino del valore	0: breve e facilmente reversibile • 3: medio • 5: lungo/complesso	5%	3	0,15
Monitoraggio & rimedi	Audit rights, reportistica, step-in, capex minimo	0: forte • 3: medio • 5: scarso	5%	3	0,15
Totale			100%		4,30

Considerando lo *score* (S) pari a 4,3 e la scala di valori considerata 0-5, si perviene alla seguente maggiorazione:

$$s_{\Delta W} = 3,82\% \times \frac{S}{5} = 3,82\% \times \frac{4,3}{5} = 3,28\%$$

Pertanto, sulla base dei parametri stimati, si perviene al tasso di seguito indicato:

Tabella 19 - Tasso di rendimento del proprietario

DESCRIZIONE	VALORE
Free risk (r)	2,56%
Rischio insolvenza (<i>s_i</i>)	3,19%
Rischio capitale (<i>s_{ΔW}</i>)	3,28%
Tasso di remunerazione	9,03%

Considerando il valore di stima del compendio aziendale, ne deriva il seguente canone di locazione congruo:

Tabella 20 - Canone congruo d'affitto

DESCRIZIONE	VALORE
Valore (W)	290.336
Tasso di rendimento	9,03%
Canone annuo	26.205
Canone mensile	2.184

¹⁸ Infatti: 9,56%-2,56%-3,19%=3,82%

Dunque, il canone mensile attualmente convenuto tra la Liquidazione Giudiziale CSI e Interglobo Line di euro 5.000 risulta superiore rispetto al canone stimato sulla base del valore economico del compendio aziendale e del tasso di rendimento per il proprietario dell'azienda.

A fini di robustezza, si osserva che una variazione prudenziale del tasso nell'intorno di ± 50 bps determinerebbe un intervallo di canone annuo indicativamente compreso tra euro 27.657 ed euro 24.754 annui con identiche conclusioni in merito alla sua congruità rispetto al canone effettivo oggetto del contratto.

6 CONCLUSIONI

La presente valutazione ha avuto ad oggetto la stima del valore economico dell'azienda di Custom Services Italia S.r.l. in Liquidazione Giudiziale n. 2/2025, e la verifica del canone di affitto d'azienda attualmente in essere Interglobo Line S.r.l.

Le stime sono state condotte sulla base della documentazione resa disponibile non sono state svolte attività di revisione legale o due diligence contabile, fiscale o legale.

Ai fini della stima del valore economico, in conformità alle linee guida di riferimento (PIV elaborati dall'Organismo Italiano di Valutazione) e in considerazione del mandato ricevuto, la configurazione di valore adottata è stata quella del c.d. *valore di smobilizzo* nel particolare caso di *liquidazione forzata*.

È fondamentale sottolineare che, come ogni attività valutativa, anche quella oggetto della presente Relazione è soggetta ad ipotesi, assunzioni e giudizi che, seppure ancorati ai criteri professionali e a metodologie generalmente accettate, possono condurre a valori non univoci né inconfutabili.

Pertanto, il risultato espresso rappresenta una ragionevole approssimazione del valore del ramo d'azienda e non può prescindere dalla variabilità intrinseca derivante dalle condizioni del mercato, dalle informazioni utilizzate e dalla soggettività delle stime effettuate.

Infine, si precisa che la valutazione non ha contemplato eventuali passività (potenziali e dunque componenti finanziarie negative) non evidenziate dalla documentazione fornita.

Nel caso di specie, il processo valutativo, caratterizzato da un'elevata complessità e frammentazione delle informazioni, è stato condotto mediante l'applicazione del giudizio professionale dei sottoscritti, tenendo conto della peculiare situazione del ramo aziendale e degli elementi di discontinuità gestionale intervenuti nel corso dell'anno 2024, in ragione della crisi del gruppo di riferimento e, in particolar modo della controllante RLI.

In particolare, si richiama l'attenzione sulle seguenti assunzioni poste alla base della presente valutazione:

- è stato attribuito un valore nullo agli asset immateriali capitalizzati in quanto ritenuti privi di autonoma realizzabilità e privi di evidenze circa il loro sfruttamento futuro, in particolare software e migliorie su beni di terzi;
- il valore dei beni materiali, in quanto strumentali all'attività, è da considerarsi ricompreso del valore economico del ramo con la precisazione che, in considerazione della natura e tipologia dei beni in parola, il loro valore di autonomo realizzo (ad esempio nell'ambito di cessione atomistica dei beni in ottica liquidatoria) è da considerarsi pressoché nullo;
- il perimetro dell'azienda è stato individuato, sulla base di quanto indicato nel contratto di affitto d'azienda, escludendo esplicitamente beni e rapporti contrattuali non direttamente pertinenti o espressamente esclusi dagli accordi contrattuali. Dal perimetro è espressamente escluso il contratto di affitto (oggetto di procedura di sfratto) avente ad oggetto il complesso immobiliare ove veniva svolta l'attività logistica fino al 2024;

- la valutazione è stata effettuata adottando il metodo UDCF, assumendo ragionevole stabilità nei flussi di cassa futuri e applicando un tasso di attualizzazione ritenuto congruo con il profilo di rischio dell'attività e del settore di riferimento;
- in considerazione della discontinuità gestionale determinata dalla crisi del gruppo che ha caratterizzato il ramo d'azienda nonché le correnti condizioni operative del ramo, si è fatto ricorso ad un procedimento di "normalizzazione" dei risultati attesi sulla base di medie ed evidenze del settore e nell'ipotesi che la gestione del ramo aziendale oggetto di valutazione sia idonea a realizzare un volume d'attività almeno pari a quello dell'ultimo esercizio osservato;
- nella prospettiva di liquidazione accelerata, tipica delle vendite operate nell'ambito di procedure concorsuali, il valore in oggetto è stato individuato anche attraverso l'applicazione di uno *sconto di liquidazione accelerata* rispetto al valore economico individuato pari al 15%.

Il valore economico attribuibile al ramo d'azienda ai fini della cessione è, dunque, pari a euro 290.336, inferiore, quindi al prezzo oggetto dell'offerta irrevocabile d'acquisto presentata da Interglobo che, alla luce dei risultati dell'analisi condotta, deve ritenersi congrua.

Avendo riguardo alla verifica della congruità del canone dell'affitto d'azienda attualmente in essere con Interglobo Line S.r.l., la valutazione è stata svolta adottando un approccio a componenti del tasso, in coerenza con la logica economico-aziendale e con la prassi professionale.

Il tasso complessivo di remunerazione è stato costruito come somma del tasso privo di rischio (r), dello spread per il rischio di insolvenza del conduttore (s_d) e del premio per il rischio di riduzione del capitale economico ($s_{\Delta W}$), quest'ultimo reso necessario dall'allocazione contrattuale dei rischi in assenza di meccanismi di conguaglio sul valore finale.

Applicando tale tasso al valore economico del compendio, il canone annuo congruo risulta pari a euro 26.205, corrispondente a euro 2.184 su base mensile (12 mensilità).

Per l'effetto, **non emergono profili di incongruità a ribasso per la Procedura in quanto il canone pattuito risulta superiore al canone stimato.**

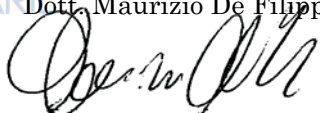
ELENCO DEI DOCUMENTI ALLEGATI

- 1 Autorizzazione Tribunale Civitavecchia
- 2 Visura camerale storica CSI
- 3 Bilancio di verifica contabile periodo 31.12.2020 – 31.12.2024
- 4 Schede contabili anni 2020 – 2024
- 5 Bilancio civilistico periodo 2020 – 2022
- 6 Contratto di affitto di azienda del 14.03.2025
- 7 Offerta tariffaria per deposito merci Uniderm Farmaceutici del 23.09.2013
Contratto ed offerta economica di fornitura di servizi di logistica di magazzino per Cliente Rif Line Italy
- 8 S.p.A. per commessa Acea del 2.05.2024
Contratto ed offerta economica di fornitura di servizi di logistica di magazzino per Cliente Interglobo Line
- 9 S.r.l. per commessa Acea dell'1.07.2024

- 10 Contratto per lo svolgimento di servizi doganali per cliente Interglobo Line dell'1.07.2024
- 11 Contratto di deposito merci a custodia e trasporto per cliente Intercity Snc
- 12 Nota sulle cause della crisi redatta dal management di RLI
- 13 Dichiarazione a garanzia di Interglobo Line da parte del socio Interglobo S.r.l. del 6.03.2025
- 14 Proposta di proroga del contratto al 31.12.2025 accettata
- 15 Libro cespiti
- 16 Documentazione sul debito verso il personale alla data di liquidazione giudiziale di CSI
- 17 Rendistato 2024

Roma, 13 ottobre 2025

Dott. Maurizio De Filippo



Dott.ssa Marina Scandurra

