

**RELAZIONE DI VALUTAZIONE DEL RAMO
D'AZIENDA DI PROPRIETÀ DI
RIF LINE ITALY S.P.A. IN L.G. 30/2024**

12 maggio 2025

Dott. Maurizio De Filippo

Dottore commercialista

Revisore Legale

Dott.ssa Marina Scandurra

Dottore commercialista

Revisore Legale



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 Rif Line Italy	4
2.2	L'affitto del ramo d'azienda a 	
2.3	Il perimetro patrimoniale del ramo oggetto di stima	8
2.3.1	Immobilizzazioni	8
2.3.2	Crediti e diritti	11
2.3.3	Personale dipendente e rapporti di collaborazione inclusi nel ramo	12
2.3.4	La partecipazione in Customs Services Italia S.r.l.	13
2.3.5	Ulteriori attività o passività commerciali e finanziarie incluse nel ramo	13
3	APPROCCIO METODOLOGICO ADOTTATO PER LA STIMA	14
3.1	Configurazione di valore adottata	14
3.2	Metodi di valutazione del capitale economico	15
3.3	Il criterio di stima utilizzato	16
4	STIMA DEL RAMO D'AZIENDA DI RIF LINE ITALY	19
4.1	Stima del NOPAT normalizzato	19
4.2	Stima del tasso di attualizzazione	24
4.3	Il valore economico del ramo d'azienda	26
5	CONCLUSIONI	28
	ELENCO DEI DOCUMENTI ALLEGATI	29



1 PREMESSA: OGGETTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

La presente Relazione di valutazione viene redatta a seguito dell'incarico conferito dai curatori della Liquidazione Giudiziale n. 30/2024 di RIF LINE ITALY S.p.A., giusta autorizzazione dell'11.12.2024 del Tribunale di Civitavecchia (**doc. 1**) e ha ad oggetto la valutazione dell'azienda della Rif Line Italy S.p.A. (d'ora in poi per brevità anche solo "RLI" o "la Società") attualmente condotta dalla _____ ai fini della sua cessione nell'ambito di apposita procedura competitiva.

Si precisa che la stima si fonda sulla documentazione di bilancio e sulle informazioni rese disponibili dalla Curatela della liquidazione giudiziale di Rif Line Italy e dal *management* di _____ nell'assunto di veridicità e correttezza delle stesse e senza che sia stata effettuata da chi scrive alcuna attività di due diligence legale, contabile o fiscale o tanto più attività di revisione legale dei conti.

Come meglio descritto in seguito, il ramo d'azienda oggetto della presente stima di valore è stato concesso in affitto da Rif Line Italy S.p.A. (di seguito, "RLI") alla _____ a partire da luglio 2024. Di conseguenza, i dati economico-finanziari relativi all'attività del ramo risultano parzialmente riflessi nella contabilità della società concedente e parzialmente in quella dell'affittuaria. In aggiunta, alcune attività inizialmente incluse nell'affitto, con particolare riferimento al contratto con _____, sono rimaste in gestione diretta di RLI fino a novembre 2024 a causa della necessità di ottenere specifiche autorizzazioni di sicurezza. Il trasferimento definitivo all'affittuaria è avvenuto solo a dicembre 2024, successivamente, quindi, alla sentenza di liquidazione giudiziale della concedente. Questa circostanza costituisce un ulteriore elemento di complessità ai fini della ricostruzione contabile della gestione operativa del ramo.

In considerazione della frammentazione delle informazioni disponibili – una circostanza peraltro non infrequente nei contesti fallimentari – 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 nel corso del 2024. L'analisi, pertanto, si basa su dati ritenuti completi e corretti secondo le informazioni disponibili, ma soggetti alle limitazioni sopra evidenziate.

1.1 Documentazione utilizzata e data di riferimento

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

- Visura storica RLI al 17.10.2024 (**doc. 2**);
- Bilancio di verifica contabile RLI relativo al periodo 01.01.2023 – 31.12.2023 (**doc. 3**);
- Bilancio di verifica contabile RLI relativo al periodo 01.01.2023 - 17.10.2024 (**doc. 4**);
- Bilancio di verifica contabile RLI relativo al periodo 01.01.2024 - 17.10.2024 (**doc. 5**);
- Schede contabili RLI 2024 (**doc. 6**);
- Libro cespiti ammortizzabili al 30.09.2024 (**doc. 7**);
- Fatture cespiti ammortizzabili (**doc. 8**);
- Bilancio di verifica contabile _____ al 31.12.2024 (**doc. 9**);
- Contratto di affitto di azienda RLI – _____ del 14.06.2024 e addendum dell'1.07.2024 (**doc. 10**);
- Documentazione relativa al contratto con _____ (**doc. 11**);
- Documentazione relativa al contratto con _____ (**doc. 12**);
- Nota sulle cause della crisi redatta dal management di RLI (**doc. 13**).

In considerazione della documentazione resa disponibile, la data di riferimento della valutazione è da intendersi al 31.12.2024.



2 IL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

Ai fini della stima oggetto della presente Relazione, occorre innanzitutto individuare il perimetro del ramo d'azienda di RLI.

Per una migliore sistematicità espositiva, al fine di identificare la struttura aziendale e le attività operative afferenti al ramo in questione, si procederà a:

- fornire un quadro sintetico all'attività economica svolta storicamente da Rif Line Italy S.p.A., con particolare riferimento ai servizi erogati, alla sua organizzazione e alla sua posizione all'interno del settore della logistica e delle spedizioni internazionali.
- 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 [redacted] specificando nel dettaglio quali asset, contratti, rapporti giuridici e beni siano stati inclusi e/o esclusi.

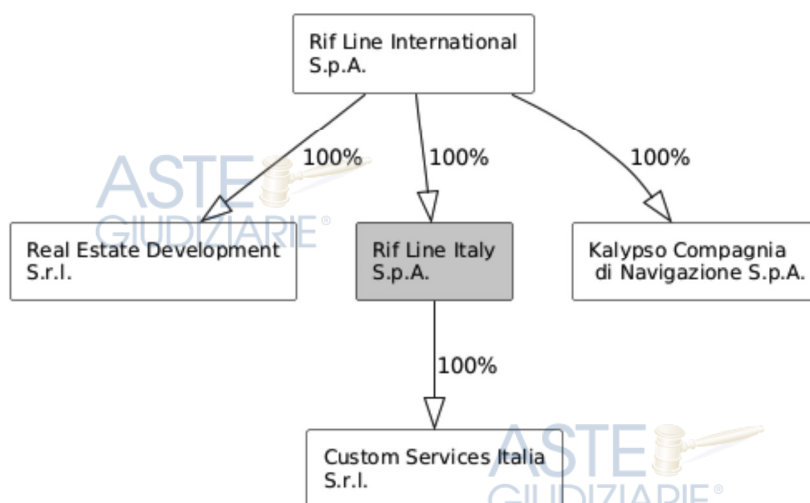
2.1 Cenni su Rif Line Italy

RLI è stata costituita nel 2004 divenendo nel corso degli anni un'importante realtà nel settore della logistica e delle spedizioni internazionali. La società era parte di un gruppo più ampio, il **Gruppo Rif Line**, che comprendeva:

- **Rif Line International S.p.A.** – Holding del gruppo, in precedenza operativa anche come vettore marittimo.
- [redacted] – Società interamente controllata da Rif Line International, attiva nel trasporto marittimo.
- **Custom Services Italia S.r.l. (CSI)** – Società specializzata nella logistica per conto terzi e nell'attività di operatore doganale.
- [redacted] – Società proprietaria di immobili utilizzati dal gruppo.

Di seguito, si riporta la struttura del gruppo di riferimento di RLI:

Figura 1 - Struttura del gruppo di riferimento di Rif Line Italy S.p.A.



La Società ha svolto un ruolo cruciale nella catena logistica del gruppo, operando principalmente come spedizioniere internazionale e offrendo servizi integrati di logistica e servizi doganali. Più in particolare, le principali attività della Rif Line Italy S.p.A. possono essere così riepilogate:

- **Spedizioni internazionali (Freight Forwarding):**
 - Import-export via mare, aereo e terra.
 - Organizzazione di trasporti multimodali.
 - Servizi di groupage e consolidamento merci.
- **Logistica e magazzinaggio:**
 - Depositi doganali e IVA.
 - Stoccaggio, gestione e distribuzione delle merci.
 - Servizi di imballaggio e confezionamento.
- **Servizi doganali e consulenza normativa:**
 - Sdoganamento merci.
 - Rappresentanza fiscale per aziende estere.
 - Assistenza nelle pratiche di import/export.
- **Soluzioni personalizzate per clienti strategici:**
 - Contratti di gestione logistica con grandi aziende.
 - Trasporti specializzati per settori industriali ad alta tecnologia.

Sulla base di quanto emerge dall'esame della documentazione resa disponibile, la Società ha operato attraverso più unità locali. In particolare:

- la sede legale di Fiumicino (RM).
- le unità operative e logistiche di Pomezia, Milano, Ancona, Bari.
- le filiali e uffici esteri, presenti in Asia, Medio Oriente e America Latina.

Di seguito, si riportano i dati economici e patrimoniali di RLI, riclassificati sulla scorta delle informazioni contabili indicate nei bilanci d'esercizio. Per l'anno 2023 (per cui non risulta depositato il bilancio), la riclassificazione è stata effettuata sulla scorta del bilancio di verifica contabile reso disponibile.

Tabella 1 - Dati patrimoniali riclassificati Rif Line Italy 2020 - 2023

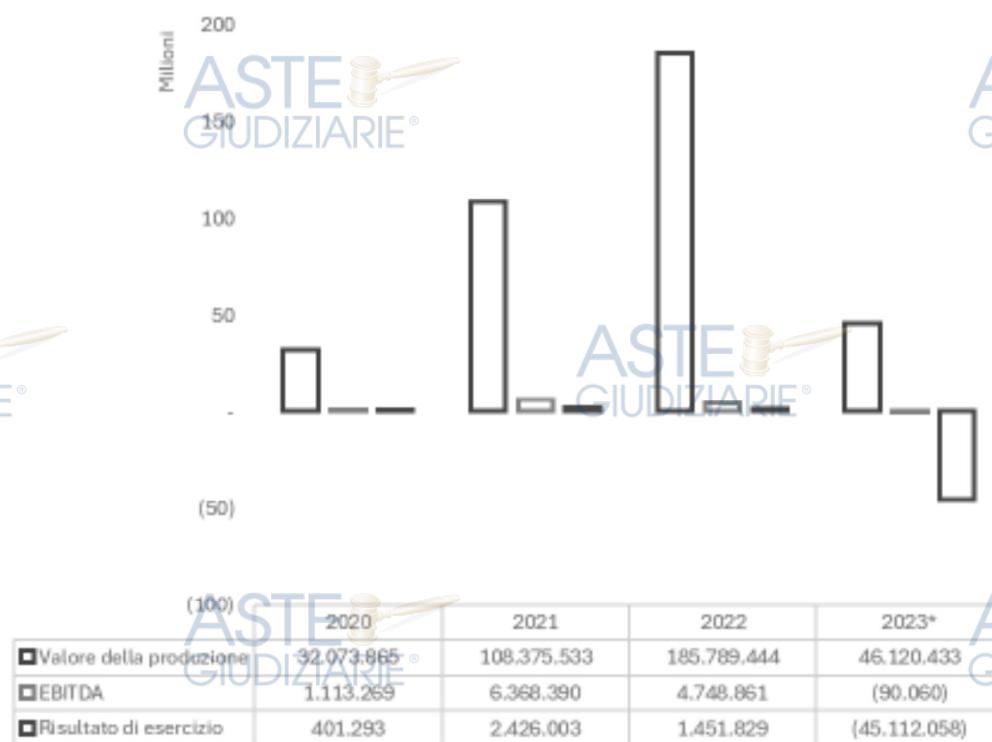
RIF LINE ITALY S.p.A.	2020	2021	2022	2023*
Immobilizzazioni immateriali	909.184	1.250.211	1.294.330	1.148.560
Immobilizzazioni materiali	278.923	17.472.085	16.633.408	14.231.848
Immobilizzazioni finanziarie	526.361	2.485.149	835.735	738.789
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	1.714.468	21.207.445	18.763.473	16.119.196
Crediti	14.975.894	31.716.719	30.380.533	24.100.522
Attività finanziarie	85.911	1.447.180	634.559	693.570
Disponibilità liquide	3.644.934	1.903.076	274.004	1.072.611
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	18.706.739	35.066.975	31.289.096	25.866.703
RATEI E RISCONTI ATTIVI	410.539	1.436.486	926.103	509.675
TOTALE ATTIVO	20.831.746	57.710.906	50.978.672	42.495.574
Patrimonio Netto	1.427.784	3.853.787	2.305.616	(42.806.443)
Fondi per rischi ed oneri	27.806	58.044	178.613	172.495
Fondo TFR	480.239	528.370	702.359	807.023
Debiti	18.575.141	40.686.842	46.032.491	83.281.224
RATEI E RISCONTI PASSIVI	320.776	12.583.863	1.759.593	1.041.274
TOTALE PASSIVO E PN	20.831.746	57.710.906	50.978.672	42.495.574

Tabella 2 - Dati economici riclassificati Rif Line Italy 2020-2023

RIF LINE ITALY S.P.A.	2020	2021	2022	2023*
Valore della produzione	32.073.865	108.375.533	185.789.444	46.120.433
Ricavi delle vendite	31.197.972	101.593.018	181.273.993	44.365.479
Altri ricavi	875.893	6.782.515	4.515.451	1.754.954
Costi della produzione	31.176.744	103.880.226	183.372.806	89.565.784
Materie prime	366	-	-	78.001
Servizi	27.099.239	96.972.016	174.198.668	39.069.834
Godimento beni di terzi	314.704	384.992	482.877	464.043
Costi del personale	2.707.561	3.425.822	4.647.875	4.529.414
Ammortamenti	182.856	1.067.064	1.821.974	1.538.760
Svalutazione crediti	33.292	806.019	510.249	41.816.531
Oneri diversi di gestione	838.726	1.224.313	1.711.163	2.069.202
Differenza tra valore e costi della produzione	897.121	4.495.307	2.416.638	(43.445.351)
Gestione finanziaria	(239.756)	(777.854)	(301.750)	(1.666.707)
Rettifiche di attività finanziarie	-	-	76.928	-
Svalutazione titoli	-	-	76.928	-
Risultato prima delle imposte	657.365	3.717.453	2.037.960	(45.112.058)
Imposte	256.072	1.291.450	586.131	-
Utile (perdita) dell'esercizio	401.293	2.426.003	1.451.829	(45.112.058)

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

Figura 2 - Andamento economico Rif Line 2020 - 2023



Nel biennio 2020-2022, la Società ha incrementato in misura significativa il proprio fatturato, sebbene la marginalità operativa lorda (ossia il rapporto tra EBITDA e fatturato) sia rimasta relativamente bassa, con una media del 4%.

Nel corso del 2023, è emerso il dissesto patrimoniale della Società, determinato principalmente dalla svalutazione dei crediti iscritti nell'attivo patrimoniale verso le società del gruppo di riferimento. Nell'esercizio in questione, l'EBITDA risultava negativo di circa 90.000 euro; tuttavia, il medesimo margine,

depurato delle componenti di costo “straordinarie” (c.d. EBITDA *adjusted*), risulta in verità positivo per circa 0,6 milioni.

Sul punto, nella *relazione sullo stato di crisi della Rifline Italy s.p.a.* redatta dagli amministratori di RLI, si legge che, a partire dal 2021, per rispondere all'aumento della domanda di servizi logistici, il gruppo Rif Line ha ampliato il *business* avviando l'attività di noleggio di navi attraverso la società del gruppo di Navigazione. Ciò ha consentito inizialmente il significativo incremento del volume di attività per RLI osservabile in particolar modo nei dati riferiti all'anno 2022.

Dalla fine del 2022, tuttavia, il rapido declino dei prezzi di mercato dei noli marittimi avrebbe esposto il Gruppo (e la stessa RLI) a ingenti perdite economiche, per via della marginalità negativa delle operazioni marittime emersa a causa dei contratti di noleggio a lungo termine firmati a prezzi elevati da un lato e la riduzione dei prezzi di mercato dall'altro. In particolare, le cause che hanno determinato la crisi di RLI possono essere ricondotte all'incremento del debito finanziario per la crescente esposizione verso gli istituti bancari e la difficoltà nel recupero crediti concessi alla controllante Rif Line International e alla

La carenza di liquidità e il mancato pagamento di fornitori e creditori ha portato, infine, alla pronuncia della liquidazione giudiziale di RLI.

Nel luglio del 2024, alcuni mesi prima la pronuncia della liquidazione giudiziale di RLI e quando era divenuto evidente lo stato di crisi della Società, è stato siglato un contratto di affitto con società di nuova costituzione, al fine garantire la continuità operativa del ramo aziendale oggetto della presente valutazione e che sarà meglio descritto nel paragrafo che segue.

2.2 L'affitto del ramo d'azienda a

Di seguito, si riepilogano i contenuti del contratto di Affitto di Ramo d'Azienda stipulato tra RLI (Affittante) e Interglobo Line S.r.l. (Affittuaria) in data 14 giugno 2024, nonché delle modifiche e integrazioni apportate con l'Addendum dell'1.07.2024 e delle ulteriori disposizioni emerse dalla richiesta di proroga fino al 31 luglio 2025 avanzata dall'Affittuaria, così come risultante dalla “*richiesta autorizzazione alla proroga del contratto di affitto ed alla nomina del CTU per la valutazione dell'azienda affittata a*” presentata dai curatori della liquidazione giudiziale di RLI (**doc. 14**).

In base a quanto prospettato dal management, l'operazione di affitto di azienda ha rappresentato una scelta strategica finalizzata a preservare la continuità operativa dell'azienda e a minimizzare il rischio di dispersione dei valori economici aziendali determinato dalla crisi di RLI.

Il contratto in commento regola il trasferimento (in affitto) del ramo d'azienda alla (società di nuova costituzione), in cui risultavano inclusi:

- **i contratti strategici** con clienti chiave, tra cui , per la logistica operativa, ed per i servizi di logistica specializzata soggetti a particolari certificazioni di sicurezza;
- **il personale dipendente**, con il trasferimento di 31 lavoratori, con continuità dei diritti contrattuali;
- **i beni strumentali** essenziali per le attività amministrative, sostanzialmente costituiti da macchine elettroniche da ufficio e il mobilio della sede;
- **il portafoglio clienti**, al fine di garantire la prosecuzione delle relazioni commerciali.
- **i diritti immateriali**, tra cui l'uso del marchio e del know-how aziendale;
- **la partecipazione societaria** in Custom Services Italia S.r.l., funzionale all'offerta di servizi logistici di RLI.

Il contratto, in vigore dall'1.07.2024, prevedeva una durata iniziale di **quattro mesi** fino al 15.11.2024, con possibilità di cessione definitiva attraverso una gara competitiva. Il canone mensile concordato era di **50.000 euro** oltre IVA, con pagamento posticipato.

L'affittuaria si è impegnata irrevocabilmente – per il solo periodo di durata dell'affitto – ad acquistare il ramo d'azienda al prezzo di euro 6,4 milioni. Inoltre, il contratto stabiliva che in caso di mancata aggiudicazione definitiva, l'affitto avrebbe potuto essere interrotto o prorogato, previa verifica delle condizioni economiche.

Nel corso della prima fase di esecuzione dell'affitto, sono emerse alcune criticità che hanno richiesto una modifica degli accordi iniziali, con la stipula dell'Addendum dell'1.07.2024 nel quale è stato previsto il **rinvio del trasferimento del contratto con** ..., subordinato all'ottenimento delle certificazioni di sicurezza NOSI da parte dell'Affittuaria e la continuità provvisoria della gestione da parte di Rif Line Italy per garantire il servizio fino all'effettivo passaggio delle autorizzazioni.

Con l'*addendum* in commento sono stati altresì inclusi nel ramo i contratti di noleggio auto, inizialmente non inclusi nel perimetro.

In data 8.11.2024, poco prima della scadenza del contratto, l'affittuaria ha formalizzato ai curatori della Liquidazione Giudiziale di RLI l'interesse a proseguire l'affitto di azienda e, dunque, a prorogare la durata del rapporto fino al 31.07.2025.

In ragione delle difficoltà operative generate anche a seguito della procedura di liquidazione giudiziale di Rif Line e della ridotta redditività del ramo, ha manifestato la disponibilità a corrispondere, da dicembre 2024, un canone di affitto ridotto a euro 15.000, precisando che, nel caso di accettazione delle modifiche proposte al contratto di affitto ed essendo nelle more decaduto il suo impegno irrevocabile all'acquisto del ramo d'azienda, la stessa avrebbe provveduto a sottoporre una nuova offerta entro il 31.01.2025.

Va segnalato che, alla data di redazione della presente relazione di stima, non risulta pervenuta alcuna nuova offerta alla Curatela.

In data 26.11.2024, ha comunicato alla Liquidazione giudiziale di aver acquisito le certificazioni necessarie (NOSI aziendale e NOS per i dipendenti) per l'esecuzione del contratto con , provvedendo a formalizzare il passaggio dei dipendenti impiegati nell'esecuzione di tale contratto in capo alla medesima

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 scorta di quanto indicato nel contratto di affitto di azienda (e successivo addendum) con e dalle scritture contabili e libro cespiti di RLI (relativamente ai beni indicati nel contratto medesimo).

Di seguito, si riporta in dettaglio la composizione dei beni, diritti e obbligazioni rientranti nel perimetro aziendale oggetto della presente valutazione.

2.3.1 Immobilizzazioni

Il contratto di affitto dell'azienda di RLI 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, il ramo risulta costituito da:

- *avviamento e know how;*

- *denominazione aziendale, marchi, denominazioni commerciali, loghi, domain name, indirizzi mail, sito internet, disegni e ulteriori segni identificativi di proprietà di RLI.*

Per quanto attiene alle immobilizzazioni materiali, dall'elenco riportato nel citato allegato, risulta che i beni afferenti al ramo sono per lo più costituiti da:

- *macchine elettroniche da ufficio;*
- *mobili e arredi da ufficio;*
- *telefoni cellulari.*

Sono altresì indicati tra i cespiti anche *scaffalature e teloni in tessuto.*

Il contratto (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 di affitto di azienda non è riconciliabile con libro dei cespiti ammortizzabili di RLI 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.

A tal riguardo, in accordo con la curatela, si è assunta la riferibilità al ramo aziendale oggetto di stima di tutti i beni materiali e immateriali di RLI fatta eccezione per containers¹.

Di seguito, si riporta il costo storico e il valore netto contabile indicati nel libro cespiti di RLI al 30.09.2024² (che costituisce l'ultima data di aggiornamento di tale documento):

Tabella 3 - Dettaglio immobilizzazioni RLI oggetto di trasferimento del ramo d'azienda

RIF LINE ITALY S.P.A.	COSTO STORICO	F.DO AMM.	NETTO CONTABILE
Costi pluriennali ufficio	194.927	(159.559)	35.368
Oneri pluriennali	347.775	(202.061)	145.714
Migliorie su beni di terzi	1.195.665	(381.907)	813.758
Software	324.038	(314.435)	9.603
Sito internet	18.974	(18.614)	360
Track and Trace	15.500	(15.412)	88
Immobilizzazioni immateriali	2.096.879	(1.091.989)	1.004.890
			-
Macchine elettroniche	211.838	(161.857)	49.981
Mobili e arredi	161.824	(89.842)	71.982
Scaffalature magazzino usate	87.000	(83.022)	3.978
Insegne	7.700	(5.822)	1.878
Attrezzatura varia e minuta	3.350	(3.192)	158
Impianti e macchinari specifici	29.653	(22.872)	6.780
Impianto di allarme	33.126	(33.126)	-
Telefoni cellulari	49.982	(32.406)	17.576
Teloni in tessuto plastificato	25.320	(10.734)	14.586
Costruzioni leggere	6.161	(6.135)	26
Immobilizzazioni materiali	615.952	(449.007)	166.945
Totale	2.712.831	(1.540.996)	1.171.835

Le immobilizzazioni immateriali iscritte nella contabilità della RLI con un valore netto contabile di 1,09 milioni sono riconducibili a costi ad utilità pluriennale sostenuti nel corso degli anni per migliorie su immobili non di proprietà, per l'acquisto di software e per il sito web della Società:

- per quanto attiene alle *migliorie su beni di terzi* e agli *oneri pluriennali*, trattandosi di una mera capitalizzazione di costi, non si ritiene individuabile alcun valore sia nell'ambito dell'esercizio dell'azienda sia in ipotesi di autonomo realizzo. Pertanto, il valore di tali costi ai fini della presente stima è da considerarsi nullo.

¹ Dalla documentazione resa disponibile emerge che i beni in questione sono stati acquistati da RLI per supportare l'attività della compagnia di navigazione Rif Line International prima e Kalypso poi. La Società ha dovuto successivamente svalutare in maniera significativa il valore contabile di tali beni a causa dell'impossibilità di rientrare in possesso di alcuni di essi, che risulterebbero dislocati in vari terminal italiani ed esteri

² La valorizzazione del costo storico e del relativo fondo ammortamento dei beni in questione risulta sostanzialmente in linea (in quanto le differenze non sono significative) con i dati contabili della situazione contabile al 17.10.2024.

- anche in riferimento ai costi di software, sito internet e track and trace, non essendovi evidenze circa la natura (e anzianità) del software a cui si riferiscono detti costi e alla possibilità di sfruttamento dello stesso nell'esercizio futuro dell'azienda, non è individuabile alcun valore di autonomo realizzo.

Sempre con riferimento agli asset immateriali, si precisa che RLI non è titolare di alcun marchio registrato. Dalla verifica effettuata su database pubblici, infatti, il marchio *RIF Line* risulta registrato a nome della holding del gruppo Rif Line International S.p.A. (**doc. 15**).

Per quanto attiene alle immobilizzazioni materiali, si è già riferito che le scritture indicate nel libro dei cespiti ammortizzabili di RLI non consentono di identificare direttamente i singoli beni, poiché i costi sono registrati in modo aggregato per fornitore anziché essere attribuiti a ciascun bene specifico. In altri termini, l'identificazione dei beni richiede la consultazione delle singole fatture d'acquisto pro-tempore rilevate in contabilità.

Gli asset materiali del ramo d'azienda sono in gran parte costituiti dalle categorie *Macchie elettroniche, Mobili e arredi e telefoni cellulari* che cubano oltre l'80% del valore residuo complessivo. Peraltro, va rilevato che nel libro dei cespiti risultano numerosi beni completamente ammortizzati che – specie quelli relativi a macchine da ufficio e telefoni cellulari – considerata l'obsolescenza tecnologica, se ancora in uso, verosimilmente sono privi di valore di autonomo realizzo.

Su tali cespiti è stata svolta una verifica campionaria acquisendo le fatture relative a quelli non completamente ammortizzati. Da tale verifica, non sono emerse differenze tra gli importi delle fatture e il costo storico presente in contabilità. Anche in considerazione del valore poco significativo, è ragionevole ritenere che, in ipotesi di autonomo realizzo, il valore di tali beni non sarebbe superiore al valore contabile residuo.

Per quanto riguarda gli altri beni materiali:

- non è stato possibile accertare la natura ed esistenza dei beni contabilizzati nella voce *impianti e macchinari specifici*, con valore netto contabile di euro 6.780. Di conseguenza, il valore di autonomo realizzo è da ritenersi nullo;
- le *scaffalature magazzino usate* (valore netto contabile di euro 3.978) e le *costruzioni leggere* (valore netto contabile di euro 26) fanno riferimento a beni acquisiti oltre 10 anni fa e non presenti nella sede di RLI (oggi in utilizzo a). Anche in questo caso, il valore di autonomo realizzo è da considerarsi pari a 0;
- il valore delle *insegne* (valore netto contabile di euro 1.878) è ragionevolmente pari 0, atteso il fatto che il ramo oggetto di stima non è proprietario del marchio Rif Line e, dunque, pare allo stato remota la possibilità di utilizzo di tali beni;
- anche il valore dei *teloni in tessuto plastificato* (valore netto contabile di euro 14.586) è da considerarsi pari a 0 dal momento che – da quanto riferito dal management della Rif Line – i beni in questione - riportanti la denominazione della Rif Line – costituivano le coperture date in uso agli autotrasportatori e nemmeno più in possesso di RLI o dell'affittuaria.

Per sistematicità, nella tabella che segue, viene riepilogato il valore netto contabile e il probabile valore in ipotesi di autonoma cessione dei cespiti afferenti al ramo aziendale.

Tabella 4 - Valore rettificato dei cespiti inclusi nel ramo d'azienda

RIF LINE ITALY S.P.A.	VALORE CONTABILE	VALORE RETTIFICATO
Costi pluriennali ufficio	35.368	-
Oneri pluriennali	145.714	-
Migliorie su beni di terzi	813.758	-
Software	9.603	-
Sito internet	360	-
Trak and Trace	88	-
Immobilizzazioni immateriali	1.004.890	-
Macchine elettroniche	49.981	49.981
Mobili e arredi	71.982	71.982
Scaffalature magazzino usate	3.978	-
Insegne	1.878	-
Attrezzatura varia e minuta	158	-
Impianti e macchinari specifici	6.780	-
Impianto di allarme	-	-
Telefoni cellulari	17.576	17.576
Teloni in tessuto plastificato	14.586	-
Costruzioni leggere	26	-
Immobilizzazioni materiali	166.945	139.539
TOTALE	1.171.835	139.539

In linea generale, si osserva che, anche in ragione della loro natura, il valore di autonomo realizzo dei cespiti inclusi nel ramo oggetto di valutazione è da considerarsi poco rilevante, con l'ovvia conseguenza che le *determinanti del valore* del ramo d'azienda sono da ricercare nella (eventuale) capacità prospettica del ramo di generare flussi positivi di reddito piuttosto che nel valore intrinseco dei beni costituenti l'attivo fisso.

2.3.2 Crediti e diritti

Il contratto d'affitto del ramo di azienda di RLI ha previsto l'inclusione nel perimetro del portafoglio clienti indicato nell'allegato A al contratto medesimo nonché i seguenti due contratti:

- contratto n. 3900018453 sottoscritto in data 8.11.2023 tra _____ e RLI;
- contratto n. ACQ 028/2023 sottoscritto l'1.08.2023 tra _____ e RLI.

L'allegato A sopra menzionato risulta scarsamente leggibile. Per tale ragione, il *management* dell'attuale affittuaria del ramo di azienda ha reso disponibile un foglio elettronico con l'elenco in questione che viene riportato in allegato alla presente relazione.

Sempre a tal riguardo, è stato reso disponibile un prospetto riepilogativo degli imponibili fatturati dall'affittuaria ai clienti oggetto di trasferimento. Dall'elenco in questione, risulta che:

- parte della clientela indicata nel citato allegato non ha proseguito il rapporto commerciale con l'azienda, verosimilmente a causa delle vicende che hanno colpito RLI e la conseguente perdita di fiducia;
- nell'elenco dei clienti indicati nel citato documento, non erano stati erroneamente inclusi diversi soggetti che hanno invece proseguito i rapporti commerciali anche dopo l'affitto d'azienda. I soggetti in questione vengono allegati alla presente Relazione (**doc. 16**).

Per quanto attiene ai contratti specificatamente indicati in fase di affitto d'azienda:

- il contratto tra RLI e _____ dell'8.11.2023 affidava a Rif Line Italy S.p.A. il servizio di "*stoccaggio temporaneo, distribuzione, trasporto e scarico a terra di contatori idrici, materiale idrico, materiale accessorio ai contatori, DPI, attrezzature e macchinari*" da consegnare presso le sedi operative di _____ al personale operativo e alle ditte appaltatrici. L'importo pattuito è pari a 1.174.120,00 euro, comprensivo di 1.500,00 euro di oneri relativi alla valutazione dei rischi da interferenze (ai sensi del D.lgs. 81/2008). Sulla base di quanto riferito dal management dell'affittuaria, il contratto in parola è scaduto e le attività relative

sono attualmente svolte in regime di *prorogatio*, in attesa di una nuova gara pubblica per l'affidamento del servizio.

- Il contratto ACQ.028/2023 disciplinava l'affidamento a Rif Line Italy S.p.A. dei servizi logistici per , comprendenti la gestione dei flussi in entrata (*inbound*), del magazzino e dei flussi in uscita (*outbound*) presso lo stabilimento di . L'accordo stabilisce (oltre che le procedure operative, e gli obblighi di sicurezza anche per attività "classificate") i compensi periodici, le regole per la fatturazione, le coperture assicurative e le penali in caso di inadempimenti. L'ordine di acquisto reso disponibile con i documenti contrattuali prevede un importo complessivo di circa 2,64 milioni di euro, con scadenza fissata al 31 luglio 2028, salvo eventuali modifiche o risoluzioni anticipate. Sempre dal citato ordine d'acquisto, si desume un valore minimo annuo della commessa di euro 529.572. In data 5 luglio 2024 è stato sottoscritto l'"Emendamento n. 1" al Contratto ACQ.028/2023, con cui l S.p.A. e Rif Line Italy S.p.A. hanno modificato l'articolo 18 ("Efficacia e Durata") anticipando la data di scadenza dal 31 luglio 2028 al 31 dicembre 2026.

2.3.3 Personale dipendente e rapporti di collaborazione inclusi nel ramo

Nel perimetro dell'azienda affittata a , sono stati originariamente inclusi 31 rapporti di lavoro dipendente in essere presso la RIF Line, così come indicati nell'allegato B al contratto medesimo:

L'elenco del personale è riportato nella tabella che segue:

Tabella 5 - Elenco personale dipendente indicato nel contratto di affitto di azienda

	COGNOME	NOME	REPARTO	LIVELLO	QUALIFICA	ASSUNZIONE
1			Amministrazione & Finance Fiumicino	Livello 4	Impiegato	03/10/2016
2				Livello 4	Operaio	01/04/2015
3			Operativo Import Mare Fiumicino	Livello 2	Impiegato	19/04/2022
4			Amministrazione & Finance Fiumicino	Livello 4	Impiegato	20/09/2021
5			Amministrazione & Finance Fiumicino	Livello 4	Appr. impiegato	01/07/2021
6			Operativo Import Mare Fiumicino	Livello 3	Impiegato	01/03/2022
7			Booking Fiumicino	Livello 1	Impiegato	09/12/2020
8			Tesoreria Fiumicino	Livello 1	Impiegato	01/01/2011
9				Livello 4	Operaio	01/04/2015
10			Management Comm.	Quadro	Quadro	28/12/2015
11			ELT ufficio	Livello 1	Impiegato	01/04/2014
12			Amministrazione & Finance Kalypso	Livello 4	Impiegato	19/01/2023
13			Risorse Umane	Livello 4	Appr. impiegato	02/01/2023
14				Livello 4	Operaio	10/04/2018
15			Commerciale Fiumicino	Livello 1	Impiegato	25/10/2021
16			Crediti Fiumicino	Livello 3	Impiegato	10/05/2017
17			Operativo Import Mare Fiumicino	Livello 1	Impiegato	19/04/2022
18			Crediti Fiumicino	Quadro	Quadro	28/09/2020
19			Crediti Fiumicino	Livello 4	Impiegato	01/04/2022
20			Booking Fiumicino	Livello 3	Impiegato	01/12/2021
21				Livello 4	Operaio	01/04/2015
22				Livello 4	Operaio	01/04/2015
23				Livello 2	Impiegato	01/04/2015
24				Livello 4	Operaio	01/04/2015
25			Risorse Umane	Livello 1	Impiegato	10/01/2022
26			Management MI	Quadro	Quadro	01/05/2015
27			Booking Fiumicino	Livello 4	Impiegato	09/08/2021
28				Livello 4	Operaio	10/04/2018
29				Livello 4	Operaio	01/04/2015
30			Operativo Import Aereo Fiumicino	Livello 2	Impiegato	01/06/2018
31				Livello 4	Operaio	01/04/2015

Da quanto riferito dal *management* dell'affittuaria, i dipendenti indicati rispettivamente ai nn. 8, 13, 16, 17, 22, 25 e 26 hanno nel frattempo interrotto il proprio rapporto di lavoro con l'azienda. Pertanto, i rapporti di lavoro dipendente attualmente riferibili al ramo d'azienda in esame ammontano a complessive 24 unità.

Nel contratto di affitto è previsto che l'Affittuaria, 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 RLI 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.

Ai fini della presente valutazione, si ritiene di non includere nella stima alcuna passività verso il personale dipendente, in quanto:

- le passività maturate fino alla data di efficacia dell'affitto d'azienda restano a carico della liquidazione giudiziale di Rif Line Italy S.p.A. e sottoposte alle regole concorsuali.
- i debiti maturati dall'Affittuaria () durante la gestione in affitto sono di sua esclusiva pertinenza e non rientrano nel perimetro del ramo d'azienda di proprietà della Liquidazione Giudiziale.

Naturalmente è fatta salva la possibilità che il debito verso il personale possa essere oggetto di specifici accordi tra la Procedura di liquidazione giudiziale e l'eventuale acquirente dell'azienda nella fase di cessione definitiva del ramo, attraverso, ad esempio, un accollo a riduzione del pagamento del prezzo di vendita.

2.3.4 La partecipazione in Customs Services Italia S.r.l.

Il contratto di affitto di azienda stipulato con [] ha previsto l'inclusione nel perimetro aziendale oggetto di trasferimento anche della partecipazione nella controllata CSI la cui attività logistica era strettamente funzionale a RLI.

Il business di CSI era sostanzialmente costituito da:

- gestione della logistica e di servizi di custodia e movimentazione merci per conto terzi;
- servizi di operatore e spedizioniere doganale (gestiti attraverso personale diretto nelle dogane di Fiumicino, Pomezia e Civitavecchia) prestati essenzialmente nei confronti di RLI;
- servizi di terminal delle merci in transito.

CSI risultava altresì strategica nella gestione della logistica riferibile al rapporto contrattuale tra RLI e [], e, da quanto reso noto agli scriventi, circa il 90% dei ricavi della partecipata CSI derivavano proprio da servizi resi a favore di Rif Line Italy.

Nelle more della redazione della presente Relazione di stima, in data 31.01.2025, il Tribunale di Civitavecchia ha dichiarato la liquidazione giudiziale anche di CSI. Pertanto, la partecipazione in CSI nonché le attività da questa svolte devono ritenersi escluse dal perimetro oggetto della presente valutazione

2.3.5 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 pari a 0 alla data di riferimento della stima.

3 APPROCCIO METODOLOGICO ADOTTATO PER LA STIMA

Nel presente paragrafo si darà evidenza della c.d. *configurazione di valore* considerata ai fini della valutazione in oggetto nonché del *metodo di valutazione* concretamente adottato sulla base delle finalità della stima e delle particolari caratteristiche del ramo d'azienda oggetto di stima.

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 presente valutazione è in quanto finalizzata a determinare il prezzo al quale il ramo d'azienda oggi di proprietà della liquidazione giudiziale di RLI potrebbe essere ceduto dalla liquidazione giudiziale di RLI attraverso idonea procedura competitiva.

In considerazione del contesto valutativo ora 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.

Detto 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 o cambiamenti strategici.

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.

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 Reddituali

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 da considerarsi poco significativa, trattandosi essenzialmente di mobili e arredi da ufficio, personal computer e telefoni cellulari;
- 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 del ramo d'azienda di RLI, 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.

La metodologia in parola è da ritenersi quella maggiormente coerente rispetto alle caratteristiche proprie del ramo aziendale oggetto di valutazione, 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 di Rif Line per il periodo 01.01.2024 – 30.06.2024 e dell'affittuaria : per il periodo 01.07.2024 – 31.12.2024.

L'ipotesi sottostante a questa metodologia 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, registrate nel corso dell'anno, 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 ramo d'azienda oggetto di cessione non comprende 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'*entreprise 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 DEL RAMO D'AZIENDA DI RIF LINE ITALY

Sulla base del metodo di valutazione adottato, si è provveduto 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 si è indicato 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 stima di tipo finanziario, assumendo la possibilità che il reddito operativo al netto delle imposte (NOPAT) sia rappresentativo del flusso finanziario generato dalla gestione operativa.

Occorre precisare 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 del NOPAT, non si è assunto un incremento dei ricavi caratteristici rispetto a quelli prodotti dal ramo nell'esercizio 2024 né alcun efficientamento dei costi rispetto a quelli sostenuti nel medesimo periodo.

Come indicato, il ramo d'azienda oggetto della valutazione è stato affittato nel corso dell'esercizio, a partire dall'1.07.2024, ad altro soggetto giuridico (), con l'ulteriore complicazione dovuta al fatto che una parte dell'attività è rimasta in capo alla RLI, fino a novembre 2024.

Dunque, l'identificazione dei risultati in termini economici e finanziari attribuibili al perimetro aziendale richiede di esaminare:

- a) la situazione economica di Rif Line per il periodo compreso tra il 01.01.2024 e il 30.11.2024, comprendendo quindi sia i ricavi e costi delle attività gestite fino al 30.06.2024 che quelle riferibili al contratto con . mantenute fino al 30.11.2024;
- b) la situazione economica di dal 01.07.2024 al 31.12.2024.

Sul punto, si deve segnalare che i documenti contabili (indicati in precedenza) non consentono una verifica completa dell'andamento economico del ramo. Ciò in quanto nella situazione contabile di RLI al 17.10.2024 (data della sentenza di liquidazione giudiziale), non risultano evidentemente inclusi i costi e ricavi di competenza del contratto gestito fino a novembre '24 nonché i costi e i ricavi maturati e non ancora fatturati riferibili ad altri clienti.

In ogni caso, nella tabella che segue, si riporta il conto economico riclassificato, rispettivamente di Rif Line Italy al 17.10.2024 (data della liquidazione giudiziale) e di al 31.12.2024 desunto dai bilanci di verifica contabili disponibili. Nella medesima tabella viene altresì indicata, in una colonna separata, la somma delle due gestioni e i risultati economici attribuibili al ramo in esame per l'anno 2024 che – come anzidetto – non può essere ritenuto esaustivo ma unicamente indicativo.

Tabella 6 - Conto economico del ramo d'azienda relativo all'esercizio 2024

	RLI		RAMO
	1.01.24 - 17.10.24	1.07.24 - 31.12.24	
Valore della produzione	6.304.409	2.532.437	8.836.846
Ricavi delle vendite	5.537.003	2.491.833	8.028.837
Altri ricavi	767.405	40.604	808.009
Costi della produzione	16.916.439	3.257.174	20.173.613
Materie prime	25.867	33.848	59.715
Servizi	5.359.431	2.297.999	7.657.431
Godimento beni di terzi	242.380	247.061	489.441
Costi del personale	1.550.745	637.107	2.187.852
Ammortamenti	1.244.091	-	1.244.091
Svalutazione crediti	6.210.132	-	6.210.132
Oneri diversi di gestione	2.283.793	41.159	2.324.952
Differenza tra valore e costi della produzione	(10.612.030)	(724.737)	(11.336.768)
Gestione finanziaria	(1.487.041)	2.038	(1.485.003)
Proventi finanziari	2	-	2
Oneri finanziari	1.480.987	2.511	1.483.498
Utili (perdite) su cambi	(6.056)	4.549	(1.507)
Rettifiche di attività finanziarie	-	-	-
Svalutazione titoli	-	-	-
Risultato prima delle imposte	(12.099.072)	(722.699)	(12.821.771)
Imposte	-	-	-
Imposte correnti	-	-	-
Imposte differite	-	-	-
UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	(12.099.072)	(722.699)	(12.821.771)

Sulla base dei dati 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 2022- 2023 (indicati in precedenza) emerge un volume di attività riferibile al ramo scarsamente comparabile con i dati economici dell'esercizio 2024. Ciò sia in ragione della crisi aziendale che ha coinvolto RLI e il gruppo aziendale di riferimento, che ha determinato il significativo ridimensionamento delle attività del ramo, modificando la sua stessa struttura operativa e le prospettive reddituali;
- la gestione diretta del ramo da parte della RLI nel corso del primo semestre 2024 è stata condotta in condizioni di evidente anormalità a causa del dissesto patrimoniale già esistente al 31 dicembre 2023. Ciò non solo ha determinato una forte riduzione dei ricavi per la diminuzione delle attività e del portafoglio clienti, ma ha anche comportato la presenza di rilevanti costi straordinari (consulenze legali e notarili, svalutazioni, sopravvenienze passive, accantonamenti a fondi rischi, ecc.) difficilmente eliminabili in modo oggettivo e sistematico, sulla base dei dati e delle informazioni disponibili e dell'analisi oggettivamente esperibile su di essi;
- a partire dalla decorrenza dell'affitto del ramo aziendale, una parte significativa delle attività (segnatamente quella relativa al contratto strategico con []) è rimasta temporaneamente in capo a RLI in attesa del rilascio delle necessarie autorizzazioni di sicurezza (certificazione NOSI). Questa situazione ha generato un'ulteriore complicazione contabile, dal momento che LRI ha continuato a svolgere tali attività anche dopo la dichiarazione di liquidazione giudiziale del 17 ottobre 2024 e fino al rilascio delle autorizzazioni avvenuto a dicembre 2024. Pertanto, la situazione contabile disponibile alla data della liquidazione giudiziale (17 ottobre 2024) non può essere considerata esaustiva ai fini dell'analisi;

- i risultati contabili riferibili alla gestione del ramo aziendale da parte dell'affittuaria neocostituita risentono inevitabilmente delle difficoltà tipiche di una società nella sua fase di *startup*, nonché del probabile impatto negativo sul fatturato conseguente al dissesto finanziario e alla procedura di liquidazione giudiziale della RLI. Per di più, da quanto consta, la situazione contabile messa a disposizione non può essere considerata completa ed esaustiva relativamente ai ricavi e costi di competenza al 31.12.2024, in ragione della mancanza delle scritture di assestamento e di chiusura dei conti a fine esercizio.

Inoltre, si consideri che ogni assunzione circa il 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 di ciò, tenendo presente il volume dei ricavi indicati in precedenza, si è ritenuto più opportuno individuare la redditività attribuibile al ramo di azienda, attraverso un approccio di tipo *parametrico*, ossia individuando 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.

L'impostazione descritta **assume, in altri termini, che il ramo aziendale oggetto di stima sarà in grado di generare un fatturato almeno pari a quello realizzato nel 2024 e risulta coerente con la prospettiva *as is* precedentemente descritta.**

Nella tabella che segue, vengono riepilogate le società “comparabili” individuate sulla base dell'attività prevalente indicata in visura, simile o affine a quella del ramo di RLI, 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

Relazione di valutazione del ramo d'azienda di proprietà di RIF LINE ITALY S.P.A. in L.G. 30/2024

Tabella 7 - 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)
		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
		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
		VIA MARIE CURIE, 2 39100 Bolzano	494100 Trasporto di merci su strada	701.977.251	23.424.849	3,28%	480.513
		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
		SCALI D'AZEGLIO, 32 57123 Livorno	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	369.248.584	25.699.724	6,98%	1.743.157
		PZA DANTE, 7 16121 Genova	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	367.711.146	35.512.335	9,79%	n.s.
		VIALE GUGLIELMO MARCONI 46 MEZZANA 59100 Prato	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	293.862.036	10.545.966	3,44%	800.640
		VIA NAZIONALE 75 39040 Ora Bolzano	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	251.483.195	(421.326)	-0,17%	587.400
		VIA CALNUOVA 18 31040 Salgareda Treviso	494100 Trasporto di merci su strada	208.368.461	4.530.579	2,13%	785.450
		RIVA ALVISE CADAMOSTO 8/1 34147 Trieste	494100 Trasporto di merci su strada	173.387.351	17.263.408	9,45%	195.240
		VIA PONTE ALTO 32 41011 Campogalliano Modena	494100 Trasporto di merci su strada	152.293.279	3.667.416	2,23%	754.937
		VIA DI FRANCIA, 28 16149 Genova	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	159.816.965	7.226.217	4,34%	981.393
		VIA REDIPUGLIA, 7 21053 Castellanza	522910 Spedizionieri e agenzie di operazioni doganali	72.973.748	3.360.444	4,44%	589.660
		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” presentano ricavi e margini assoluti significativamente superiori rispetto a quelli del ramo d'azienda oggetto di analisi. 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 .r.l.) e quello più basso ((

Alla luce delle peculiarità che connotano il ramo d'azienda oggetto di stima (ridotto volume dei ricavi rispetto alla media, fase di start up, possibili criticità legati a fattori reputazionali, etc.), si ritiene ragionevolmente prudente determinare il valore dell'*EBITDA* normalizzato del ramo sulla base di una marginalità del 2,475%, pari alla metà della media degli *EBITDA margin* osservati e poco superiore al 50% della marginalità osservata in RIF Line nel periodo 2020 – 2023 già indicata in precedenza.

Tale scelta risulta giustificata se si considera che il valore dei ricavi per addetto del ramo d'azienda in esame determinabile sulla base dei ricavi realizzati nel 2024, è pari a circa il 50% rispetto alle medie indicate in precedenza⁶. Circostanza, questa, che potrebbe costituire un elemento sintomatico circa della ridotta capacità di generare margini positivi nell'attuale configurazione e volume di attività

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

Tabella 8 - Determinazione dell'*EBITDA* medio normale del ramo di RLI

DESCRIZIONE	VALORE
Ricavi 2024	8.836.846
<i>EBITDA margin</i>	2,475%
EBITDA medio normale	218.743

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 si è già indicato, l'attività economica condotta dal ramo d'azienda oggetto della valutazione, nella sua attuale configurazione, non richiede investimenti significativi in attivo fisso, essendo lo stesso costituito essenzialmente da mobili, arredi e macchine da ufficio.

Pertanto, è ragionevole assumere un fabbisogno finanziario legato al mantenimento degli investimenti in attivo fisso pari al 20% del valore residuo delle immobilizzazioni trasferite, così come indicate nella precedente Tabella 4, il che implica un ciclo di vita medio dei cespiti di 5 anni, del tutto 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 (4,83%) vigenti ne Lazio.

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

⁶ Considerati il fatturato di 8,8 milioni e il numero di addetti di 24 unità indicate in precedenza, risulterebbe un valore del fatturato per addetto pari a euro 0,37 milioni

Tabella 9 - Determinazione del NOPAT medio normalizzato

DESCRIZIONE	VALORE
EBITDA	218.743
Capex	(27.908)
EBIT	190.836
Tax	(54.999)
NOPAT	135.837

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. *levered* - 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

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*

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:

$$WACC = i$$

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 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:

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)

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

Tabella 10 - 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 (HLAG.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 dei parametri sopra indicati, si perviene al **tasso di rendimento del capitale proprio indicato di seguito:**

Tabella 11 - 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 sopra individuati, si perviene al valore economico attribuibile al ramo d'azienda di RLI di seguito indicato:

Tabella 12 - Valore economico ramo d'azienda

DESCRIZIONE	VALORE
NOPAT	135.837
i	9,56%
W	1.420.888

Ai fini della definizione del probabile valore di cessione e in considerazione della configurazione di valore adottata ai fini della presente relazione di stima, si deve tener conto della particolare circostanza per cui il ramo in oggetto costituisce una “azienda in procedura”, ossia un’azienda che, in ragione della procedura di Liquidazione Giudiziale, sarà ceduta per mezzo di una procedura di vendita competitiva sulla base del meccanismo dell’asta fallimentare.

È noto, in proposito, che le cessioni operate in un contesto di *libero mercato* sono 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.

Diverso è il caso delle vendite in sede concorsuale che 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.).

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).

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 delle evidenze sopra indicate, 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 13 - Determinazione del valore di smobilizzo

DESCRIZIONE	VALORE
Valore di mercato	1.420.888
Sconto di liquidazione	(213.133)
VALORE DI SMOBILIZZO	1.207.755

¹¹ E. GONNELLA, L. TALARICO, L. *“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 CONCLUSIONI

La presente valutazione ha avuto ad oggetto la stima del valore economico del ramo d'azienda di proprietà della Rif Line Italy S.p.A. in Liquidazione Giudiziale (n. 30/2024), attualmente condotto in affitto da

La stima è stata effettuata sulla base della documentazione resa disponibile non sono state condotte attività di revisione legale o due diligence contabile, fiscale o legale.

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 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 particolare il parziale trasferimento delle attività alla società affittuaria e la permanenza temporanea in capo alla RLI di alcune attività strategiche, quali il contratto con S.p.A., la cui gestione diretta si è protratta sino all'ottenimento delle necessarie certificazioni di sicurezza (NOSI).

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;
- è stato attribuito un valore nullo a tutti i cespiti non rinvenuti o non ritenuti utilizzabili (insegne, teloni, etc.);
- il perimetro dell'azienda è stato individuato, in gran parte, coerentemente con quanto previsto nel contratto di affitto d'azienda e successivi *addendum*, escludendo esplicitamente beni e rapporti contrattuali non direttamente pertinenti o espressamente esclusi dagli accordi contrattuali. Dal perimetro è esclusa la partecipazione in CSI che, sebbene funzionale alle attività del ramo, costituisce un soggetto giuridico separato oggi sottoposto a liquidazione giudiziale;
- 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 del 2024 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;

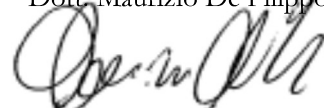
- nella prospettiva di liquidazione accelerata, tipica delle vendite operate nell'ambito di procedure concorsuali, il valore in oggetto è stato individuato anche attraverso l'applicazione di uno *sconto di liquidazione accelerata* rispetto al valore economico individuato pari al 15%.

Il valore economico attribuibile al ramo d'azienda ai fini della cessione è, dunque, pari a euro 1.207.755.

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

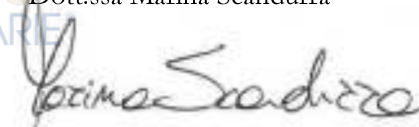
Dott. Maurizio De Filippo



ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

Dott.ssa Marina Scandurra



ELENCO DEI DOCUMENTI ALLEGATI

- 1 Autorizzazione al conferimento di incarico
- 2 Visura storica RLI al 17.10.2024
- 3 Bilancio di verifica contabile RLI relativo al periodo 01.01.2023 – 31.12.2023
- 4 Bilancio di verifica contabile RLI relativo al periodo 01.01.2023 - 17.10.2024
- 5 Bilancio di verifica contabile RLI relativo al periodo 01.01.2024 - 17.10.2024
- 6 Schede contabili RLI 2024
- 7 Libro cespiti ammortizzabili al 30.09.2024
- 8 Fatture cespiti ammortizzabili
- 9 Bilancio di verifica contabile I il 31.12.2024
- 10 Contratto di affitto di azienda RLI - del 14.06.2024 e addendum dell'1.07.2024
- 11 Documentazione relativa al contratto con S.p.A.
- 12 Documentazione relativa al contratto con S.p.A.
- 13 Nota sulle cause della crisi redatta dal management di RLI
- 14 Richiesta autorizzazione alla proroga del contratto di affitto ed alla nomina del CTU per la valutazione dell'azienda affittata a s.r.l.
- 15 Estratto banca dati TMview
- 16 Elenco clienti ramo Rif
- 17 Rendistato 2024

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®