

**FALLIMENTO CELL S.R.L. IN  
LIQUIDAZIONE  
(R.F. 120/2017)**

Giudice Delegato: Dott.ssa Silvia Governatori  
Curatore: Dott. Claudio Bartolucci Miceli

**PERIZIA DI  
VALUTAZIONE DI  
RAMO D'AZIENDA**

*Perito: Dott.ssa Lavinia Lombardi*  
Commercialista – Revisore Legale dei Conti

## Sommario

1. PREMESSA.....	2
1.1 OGGETTO, FINALITA' E DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE .....	2
1.2 INDIPENDENZA DEL PERITO .....	3
1.3 DOCUMENTAZIONE ACQUISITA.....	3
1.4 BREVI NOTIZIE SULLA SOCIETA' FALLITA PROPRIETARIA DEL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE .....	5
1.5 BENI E DIRITTI OGGETTO DEL RAMO D'AZIENDA CONCESSA IN AFFITTO .....	9
2. VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA .....	11
2.1 CRITERI METODOLOGICI DI VALUTAZIONE.....	11
2.2 SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA.....	17
2.3 DETERMINAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO .....	18
2.3.1 DETERMINAZIONE DEL CAPITALE NETTO RETTIFICATO.....	19
2.3.2 STIMA DELL'AVVIAMENTO.....	24
2.3.1 DEBITI PERSONALE DIPENDENTE IN ESSERE .....	34
2.3.2 APPLICAZIONE DEL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE.....	35
3. CONCLUSIONI.....	36



---

## **1. PREMESSA**

La sottoscritta Dott.ssa Lavinia Lombardi, nata a Figline Valdarno (FI) il 5 luglio 1987, codice fiscale LMBLVN87L45D583Y, con studio in Firenze, Via Frà D. Buonvicini n. 17, iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Firenze al numero 2163 sez. A, al Registro dei Revisori Legali dei Conti al numero 174413 con decreto del 9 marzo 2015, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 4 serie speciale, n. 21 del 17 marzo 2015, con provvedimento del 6 aprile 2018 è stata nominata perito dal Giudice Delegato del Fallimento "Cell S.r.l. in liquidazione" (R.F. 120/2017), Dott.ssa Silvia Governatori, al fine di eseguire la stima del ramo d'azienda di proprietà della fallita.

La comunicazione dell'incarico è pervenuta al perito estimatore in data 6 aprile 2018 mediante mail ricevuta dal Dott. Claudio Bartolucci Miceli, Curatore della società "Cell S.r.l. in liquidazione", con sede in Firenze, Via Duca di Calabria n. 1/1, C.F. e P.I. 01161120488, dichiarata fallita dal Tribunale di Firenze, Sezione Fallimentare in data 2 agosto 2017 con sentenza n. 121/2017, R.F. 120/2017.

La scrivente presenta la seguente relazione a seguito dello svolgimento delle operazioni peritali di valutazione economica effettuate sulla società conformemente all'incarico ricevuto.

### **1.1 OGGETTO, FINALITA' E DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE**

La perizia ha per oggetto la valutazione del ramo d'azienda di proprietà della società "Cell S.r.l. in liquidazione", con sede in Firenze, Via Duca di Calabria n. 1/1, C.F. e P.I. 01161120488, numero di iscrizione al registro imprese di Firenze FI- 147585 che si occupa dell'attività di casa editrice.

Attualmente il ramo d'azienda oggetto di valutazione è condotta in affitto dalla società "Editorale S.r.l." con sede in Milano, Via Felice Casati n. 20, codice fiscale e partita iva 09635940969 e l'attività viene svolta nell'unità locale di proprietà di terzi posta in Bagno a Ripoli (FI), Via Meucci n. 19 aperta in data 6 febbraio 2017 con codice attività prevalente quello relativo all'edizione di libri.

La valutazione è finalizzata a pervenire al più congruo valore del ramo d'azienda al fine della vendita nell'ambito della procedura fallimentare, come esposto nell'istanza per la richiesta della nomina del perito. La determinazione del valore del ramo d'azienda oggetto di stima si

---

fonda sull'acquisizione di informazioni circa i beni e i diritti facenti parte dell'azienda concessa in affitto così come rappresentati dal Curatore e come rilevabile della documentazione acquisita.

Si ritiene opportuno precisare che al fine di giungere ad una corretta valutazione, il perito ha effettuato un sopralluogo nel locale ove si svolge l'attività concessa in affitto di ramo d'azienda oggetto della perizia e incontrato il liquidatore della società Cell S.r.l. in liquidazione Dott. Giovanni Gentile per apprendere le maggiori informazioni possibili circa il complesso aziendale trasferito con il ramo d'azienda e le attività che venivano svolte dalla società antecedentemente la dichiarazione di fallimento, al fine anche di comprendere se e quali dati contabili potessero essere comparati, preso atto che come verrà successivamente dettagliato il contratto di affitto del ramo d'azienda decorre solo dalla data del 3 maggio 2017.

La presente valutazione è stata effettuata prendendo come base di riferimento temporale la data del 30 aprile 2018, così da riuscire ad ottenere dati contabili comparabili, come specificatamente spiegato nel prosieguo dell'elaborato e da suddetta data a quella di conclusione dei lavori peritali, non sono intervenute variazioni significative tali da modificare le conclusioni raggiunte, per quanto a conoscenza della scrivente.

#### **1.2 INDIPENDENZA DEL PERITO**

Lo scrivente perito dichiara di essere indipendente dalla società oggetto di valutazione, non avendo mai avuto rapporti di alcun genere con la stessa, e di non avere alcun interesse diretto o indiretto in eventuali operazioni riguardanti l'azienda *de quo*.

In adempimento al mandato ricevuto il sottoscritto espone qui di seguito i risultati a cui è pervenuto, dettagliando i criteri di valutazione seguiti.

#### **1.3 DOCUMENTAZIONE ACQUISITA**

Al fine di espletare la propria funzione, il perito ha analizzato la seguente documentazione acquisita presso il Curatore, Dott. Claudio Bartolucci Miceli, nonché mediante richiesta effettuata direttamente dal perito alla società affittuaria "Editoriale S.r.l." :

- Istanza per la nomina del perito avanzata dal Curatore;
- Visura camerale storica società "Cell S.r.l. in liquidazione";



- 
- Contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato in data 3 maggio 2017 ai rogiti del Notaio Gunnella;
  - Contratto estimatorio stipulato in data 3 maggio 2017 dalle medesime parti del contratto di affitto di ramo d'azienda;
  - Visura camerale storica "Editoriale S.r.l.", società conduttrice del contratto di affitto di ramo d'azienda;
  - Visura camerale "Elleciesse S.r.l." ex "Licosa Sansoni S.r.l." titolare del 100% delle quote sociali della società "Cell S.r.l. in liquidazione";
  - Inventario fallimentare contenente elenco beni stimati di proprietà della ditta fallita redatto con l'ausilio del cancelliere e del Geom. Gabriele Majonchi, perito della Procedura;
  - Situazioni economico patrimoniale "Cell S.r.l. in liquidazione" relative agli esercizi 2014, 2015, 2016 e alla data del 30.06.2017;
  - Bilanci e note integrative società "Cell S.r.l. in liquidazione" esercizi 2014 e 2015 depositati in Camera di Commercio;
  - Bilancio e nota integrativa redatta per l'esercizio 2017 dalla società "Editoriale S.r.l." depositata in Camera di Commercio accompagnata da una situazione economica dei soli costi e ricavi della gestione inherente il ramo d'azienda di proprietà della società "Cell S.r.l. in liquidazione" e prospetto costi- ricavi del periodo 01.01.2018– 30.04.2018 redatto il 25 giugno 2018 e trasmesso alla scrivente dal Dott. Lapi, uno dei professionisti della società affittuaria;
  - Fatture emesse dal fallimento "Cell Srl in liquidazione" relativamente ai canoni dell'affitto del ramo d'azienda e al corrispettivo pattuito pari al 10% delle vendite realizzate dalla società "Editoriale S.r.l." delle rimanenze di magazzino oggetto del contratto estimatorio;
  - Certificato di Registrazione del marchio "Le Lettere" rilasciato alla società "Editoriale S.r.l." concesso in data 06.02.2018;
  - Campione di contratti d'autore forniti da "Editoriale S.r.l.;"
  - Contratto di locazione per l'immobile ove ha sede l'attività del ramo d'azienda stipulato direttamente dalla società "Editoriale S.r.l." in data 01.02.2017;



- 
- Stato passivo reso esecutivo in data 19 dicembre 2017 dal quale emerge che i tre dipendenti passati con l'affitto di ramo d'azienda si sono insinuati al passivo fallimentare per i debiti ante sentenza di fallimento (compreso debito TFR formatesi fino alla data del contratto di affitto di ramo d'azienda);
  - Calcolo del debito TFR dell'organico impiegato attualmente presso la società "Editoriale S.r.l." inerente al ramo d'azienda oggetto di valutazione redatto dalla società alla data del 30 aprile 2018.

#### ***1.4 BREVI NOTIZIE SULLA SOCIETA' FALLITA PROPRIETARIA DEL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE***

La società "Cell S.r.l. in liquidazione" con sede in Firenze, Via Duca di Calabria n. 1/1, iscritta al registro delle imprese di Firenze al numero FI- 147585 avente C.F. e P.I. n. 01161120488, è stata dichiarata fallita dal Tribunale di Firenze in data 2 agosto 2017 con sentenza n. 121/2017 pubblicata in data 3 agosto 2017, R.F. 120/2017, nominando contestualmente Giudice Delegato Dott.ssa Silvia Governatori e Curatore Dott. Claudio Bartolucci Miceli.

La società è stata costituita in data 22 giugno 1956 e iscritta nella sezione ordinaria del Registro delle Imprese di Firenze in data 19 febbraio 1996 avente quale oggetto sociale l'attività di revisione, traduzione, produzione ed in genere l'edizione e la messa in commercio, diretta ed indiretta, di opere scolastiche, di linguistica, di letteratura varia, arte, scienze e così tutto ciò e quanto è compreso nell'espressione "editoria" relativa ad opere di proprietà letteraria e di terzi concedenti o come anche di opere non più protette dalla legge sul diritto di autore, avvalendosi oltre che delle vie normali e comuni dell'editoria, anche dei più moderni mezzi di produzione, diffusione e commercio multimediali. Oltre a svolgere l'attività di editoria dal 1976, a partire dal 14 ottobre 2010 la società ha avviato, come si legge dalla visura effettuare presso la Camera di Commercio, quale attività secondaria, il commercio elettronico di opere scolastiche, di linguistica, di letteratura varia e tutto quanto è compreso nell'editoria relativa ad opere di proprietà letteraria e di terzi. In particolare, come affermato dal liquidatore della società Dott. Giovanni Gentile, nell'incontro avuto con il perito, la "Casa Editrice Le Lettere" si occupava dell'editoria di libri e riviste in ambito umanistico con prevalente destinazione degli stessi al mondo accademico, precisando che l'attività di distribuzione e produzione veniva affidata a soggetti esterni.

In data 9 novembre 2016 ai rogiti del Notaio Gunnella rep. N. 47.377, raccolta n. 23.393 la società ha modificato la propria denominazione sociale assumendo la ragione sociale di "Cell S.r.l." rispetto alla precedente "Casa Editrice Le Lettere" e contestualmente ha deliberato il proprio scioglimento e messa in liquidazione a causa delle perdite formatesi nel bilancio d'esercizio 2015 che ha eroso il proprio patrimonio ex art. 2484 comma 4 c.c. nominando contestualmente quale liquidatore il Dott. Giovanni Gentile.

Quest'ultimo ricopre la carica di liquidatore sociale anche della società "Elleciesse S.r.l." ex "Licosa Sansoni S.r.l." con sede in Firenze, Via Duca di Calabria n. 1/1, C.F. e P.I. 00431920487 socio unico della società "Cell S.r.l. in liquidazione" dal 6 agosto 2014 che operava nello stesso settore editoriale della controllata dichiarata fallita dal Tribunale di Firenze in data 6 dicembre 2016, R.G. 281/2016, nominando Giudice Delegato il Dott. Cosmo Crolla e curatore la Dott.ssa Elisa Ciari. Poco prima della sentenza di fallimento e precisamente in data 27 ottobre 2016 era stato approvato il progetto di fusione della società oggetto di perizia nell'incorporante "Licosa Sansoni S.r.l." Successivamente, in data 3 maggio 2017, ai rogiti del Notaio Vincenzo Gunnella, repertorio numero 48.130, raccolta numero 23.727 registrato a Firenze il 15 maggio 2017 al numero 14452 serie 1T, è stato stipulato un contratto di affitto di ramo d'azienda tra la "Cell S.r.l. in liquidazione" e la società "Editoriale S.r.l.", C.F. e P.I. 09635940969 con sede legale in Milano, via Felice Casato n. 20. La società, con capitale sociale pari ad euro 50.000,00 è stata costituita in data 21 settembre 2016 avente quale oggetto sociale l'attività di revisione, traduzione, produzione ed in genere l'edizione e la messa in commercio, diretta e indiretta, di opere scolastiche e di linguistica, di letteratura varia e quanto è compreso nell'espressione "editoria", oltre al commercio anche elettronico di libri e riviste.

La società "Editoriale S.r.l." ha quale socio di maggioranza la società "GB Invest S.r.l." avente sede legale in Milano Via Vincenzo Monti n. 27, c.f. 04109940967 per il 69,9% e la società "Fair Play S.r.l." con sede in Firenze, Via di Ricorboli n. 17, c.f. 06632490485 per il restante 30%, mentre un solo 1% appartiene al Sig. Cova Filippo Maria residente a Milano, Via Casati 20, c.f. CVOFPP66R25F205X. Durante uno scambio di informazioni avvenuto con l'amministratore unico della società conduttrice l'affitto del ramo d'azienda, Dott. Giuseppe Bellora, nominato per la carica a tempo indeterminato alla sua costituzione, ha precisato che la società "Editoriale S.r.l." è nata con finalità indipendenti dalla conduzione del ramo

---

d'azienda di proprietà di "Cell S.r.l. in liquidazione", come ad esempio editare quello che il socio di minoranza fa produrre a terzi, ma essendo di recente costituzione la maggior parte del business dell'esercizio 2017 è caratterizzato dai ricavi del ramo d'azienda, concetto che sarà approfondito nell'analisi dei dati contabili presi a base di riferimento per individuare il valore del ramo d'azienda.

Il contratto di affitto di ramo d'azienda è stato stipulato per assicurare la continuità dell'esercizio dell'attività aziendale, poste le difficoltà finanziarie in cui versava la società "Cell S.r.l. in liquidazione", allo scopo di mantenere integro e non disperdere il patrimonio della società e del suo avviamento, tutelando la massa dei creditori nell'ottica di una sua successiva vendita.

Di seguito si riportano brevemente le clausole e le pattuizioni di maggior interesse del contratto di affitto di ramo d'azienda decorrente dalla data del 3 maggio 2017 e ad oggi ancora in vigore, al fine di un corretto inquadramento del ramo d'azienda oggetto della presente valutazione e di proprietà della società fallita "Cell S.r.l. in liquidazione":

- il ramo d'azienda concesso in affitto è composto dal complesso organizzato di beni materiali ed immateriali economicamente collegati per l'esercizio dell'attività della società "Cell S.r.l. in liquidazione" che concorrono a formare il patrimonio aziendale ad esclusione dei debiti e dei crediti che sono rimasti in carico all'Affittante. Dall'analisi della documentazione reperita e dal colloquio con il liquidatore della società oggetto di valutazione, si può affermare che l'intera attività sia stata concessa in affitto di azienda alla "Editoriale S.r.l." parlandosi pertanto impropriamente di ramo d'azienda, non essendo rimasto alcun asset in capo a "Cell S.r.l. in liquidazione" se non i debiti e crediti ovviamente non trasferiti e rimasti attualmente in capo alla Procedura. Recandosi nell'unità locale della società "Editoriale S.r.l." posta in Bagno a Ripoli Via Meucci n. 19 ove si svolge l'attività operativa del ramo d'azienda concesso in affitto, il perito ha appreso che l'attività del ramo d'azienda oggetto di valutazione ha proseguito con continuità l'attività editoriale in campo umanistico;
- in concomitanza al ramo d'azienda, è stato consegnato all'Affittuario anche il magazzino depositato in parte a Bagno a Ripoli, Via Duca di Calabria n. 1/1 condiviso con la società Lcosa S.r.l. ed in parte posto a Campi Bisenzio (FI), Via dei Tigli n. 8 presso la società Pack Service S.r.l., oggetto di apposito contratto estimatorio sottoscritto tra le medesimi parti il 3

maggio 2017 nel quale essenzialmente la società "Editoriale S.r.l." si obbliga a pagare alla società "Cell S.r.l. in liquidazione" un importo pari al 10% del prezzo di vendita al cliente finale, salvo restituire all'Affittante i beni e le merci rimaste invendute;

- in deroga espressa all'art. 2561 c.c., ai sensi di quanto previsto dall'art. 102 comma 8, ultimo periodo DPR 917/1986, le quote di ammortamento dei beni strumentali ammortizzabili di proprietà della concedente rimarranno deducibili dal reddito d'impresa della società Affittante, essendone stato tenuto conto nella determinazione del canone di affitto;

- la durata del contratto è fissata in ventiquattro mesi a decorrere dalla data del 3 maggio 2017, scadendo naturalmente il 2 maggio 2019, senza necessità di disdetta alcuna ed esclusa ogni rinnovazione tacita, salvo successivo accordo tra le parti;

- il canone di affitto è concordato nella misura di euro 12.000,00 (dodicimila/00) oltre Iva per la durata del contratto, da versarsi in rate mensili anticipate di euro 1.000,00 oltre Iva entro il giorno 5 di ogni mese successivo;

- i crediti, i debiti, le passività e le sopravvenienze di qualsiasi natura contratte dalla parte affittuaria o dalla parte concedente nel corso della propria gestione, saranno ad esclusivo carico del titolare originario dell'obbligo;

-la società conduttrice che non può cedere il contratto di affitto di ramo d'azienda o subaffittarlo, oltre a dover gestire l'azienda con la diligenza del buon padre di famiglia, senza modificarne l'attuale destinazione, mantenendone in efficienza l'organizzazione produttiva, dovrà provvedere altresì a proprie spese e cure alla manutenzione ordinaria e straordinaria degli impianti e delle attrezzature date in uso, oggetto del contratto di affitto di ramo d'azienda, riconsegnandoli alla cessazione dell'affitto nello stato di normale efficienza in cui sono stati ricevuti, salvo il normale deperimento per l'uso;

-alla cessazione del contratto di affitto: nulla sarà dovuto alla parte affittuaria a titolo di indennità di avviamento o compenso per i miglioramenti eventualmente realizzati, i beni acquisitati dall'Affittuaria nel corso del rapporto ed adibiti all'esercizio dell'impresa resteranno nella proprietà della stessa, salvo eventuali accordi; per i contratti conclusi dalla società "Editoriale S.r.l." in pendenza del rapporto ed in assenza del consenso scritto dell'Affittante, ancora in corso di esecuzione al termine dell'affitto, l'Affittuaria si è

obbligata a tenere indenne l’Affittante dalle conseguenze economiche che le derivino dalla conservazione e/o dallo scioglimento del rapporto.

Si rileva inoltre che, direttamente all’interno dell’atto di affitto di ramo d’azienda, la parte Affittuaria si è obbligata irrevocabilmente all’acquisto dell’azienda oggetto del presente contratto di affitto stabilito in euro 100.000,00 (centomila) dal quale dovranno essere scomputati i canoni di affitto già corrisposti.

Inizialmente l’attività concessa in affitto di ramo d’azienda si svolgeva nei locali di proprietà del Fallimento della società controllante “Elleciesse S.r.l.” in virtù di comodato precario. Successivamente, in data 1 febbraio 2017 è stato stipulato un contratto di locazione commerciale direttamente dalla società “Editoriale S.r.l.” con la società “Investefiore S.r.l.” con sede in Prato, Via monte grappa 298/B, P.I. 01866750977 avente ad oggetto l’immobile posto in Bagno a Ripoli (FI), Via Meucci n. 19. Il contratto ha ad oggetto un’immobile ed un posto auto concessi, dietro pagamento di un corrispettivo annuale pari ad euro 13.200,00 da versarsi in rate mensili anticipate, per la sola attività di acquisto e rivendita libri. Si precisa che gli spazi dell’immobile locato non sono destinati interamente all’attività del ramo d’azienda oggetto di valutazione ma ospitano l’intero business della società “Editoriale S.r.l.”. La durata del contratto è prevista in anni sei, dal 06.02.2017 al 05.02.2023 rinnovabile tacitamente, salvo disdetta a mezzo raccomandata A.R. da comunicarsi almeno tre mesi prima della scadenza.

#### **1.5 BENI E DIRITTI OGGETTO DEL RAMO D’AZIENDA CONCESSA IN AFFITTO**

Al fine di determinare correttamente il valore del ramo d’azienda oggetto di affitto è preliminarmente necessario identificare i beni e diritti contenuti nello stesso, riprendendo quanto riportato nell’atto redatto dal Notaio Gunnella:

- Beni strumentali comprendenti attrezature varie, macchine d’ufficio, mobili e arredi;
- Le proprietà letterarie di “Cell S.r.l. in liquidazione” del Catalogo Libri e Riviste;
- Le proprietà letterarie relative alle Riviste;
- Le proprietà letterarie relative ai dizionari;
- I contratti con gli autori e relativi diritti di proprietà intellettuale;
- I nomi commerciali di cui al Catalogo Libri e Riviste ed i titoli dei libri e delle riviste a magazzino;

- 
- Il logo e marchio "Casa Editrice Le Lettere" con il quale l'Affittuaria ai sensi dell'articolo 12 del contratto di affitto di ramo d'azienda si è impegnata ad esercitare l'attività per la durata del rapporto;
  - Il dominio e-mail e web/sito internet;
  - Portafoglio clienti e relativi contratti;
  - Utilizzo dei sistemi operativi Lycosa-Elleciesse (hardware, software e server);
  - Numero tre rapporti di lavoro: Serena Settesoldi, Tiziana Battisti e Laura Del Conte. I dipendenti trasferiti con il contratto di ramo d'azienda si occupavano nella "Cell S.r.l. in liquidazione" di attività redazionali, trattando i rapporti con gli autori dalla correzione delle bozze alla stipula del contratto.

Le parti hanno convenuto inoltre, come si riporta direttamente dal contratto di affitto d'azienda che la società affittuaria "subentri in tutti i contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda". In particolare la società affittuaria è subentrata nei contratti d'autore vigenti allegati al contratto di affitto di ramo d'azienda, ai sensi dell'art. 132 L. Aut: "L'editore non può trasferire ad altri, senza il consenso dell'autore, i diritti acquistati, salvo pattuizione contraria oppure nel caso di cessione dell'azienda. Tuttavia, in questo ultimo caso i diritti dell'editore cedente non possono essere trasferiti se vi sia pregiudizio alla reputazione o alla diffusione dell'opera".

Premettendo che risulterebbe di difficile applicazione per la scrivente visionare tutti i contratti d'autore vigenti al momento, al fine di ottemperare al meglio al proprio incarico, sono stati analizzati un campione di contratti forniti dalla società "Editoriale S.r.l.".

Dalla loro analisi, nonostante ognuno abbia le proprie peculiarità, è emerso che la durata del contratto è prevista per 10 o 20 anni, i compensi per l'autore di solito corrispondono ad una percentuale, sulle copie vendute, compresa tra il 7% e il 10% del prezzo di copertina del libro o rivista fissato dall'editore e che l'autore ha il diritto di ricevere un numero prefissato di copie omaggio.

Non rientrano nel contratto di affitto di ramo d'azienda, come si desume dall'elenco sopra effettuato il contratto di locazione dell'immobile dove è attualmente ubicata l'attività, essendo lo stesso di proprietà di terzi e stipulato direttamente con la società conduttrice l'affitto di azienda.

---

## **2. VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA**

### **2.1 CRITERI METODOLOGICI DI VALUTAZIONE**

La valutazione di un complesso aziendale è un tema centrale della dottrina economico-aziendale ed un problema rilevante della pratica professionale<sup>1</sup>.

In particolare si distinguono, tra gli altri, il capitale di gestione o di funzionamento, correlato all'individuazione periodica del reddito; il capitale di stralcio, correlato all'individuazione del presumibile valore di liquidazione; il capitale economico che discende da un finalismo orientato alla individuazione del valore economico dell'impresa.

Tale ultimo valore è l'oggetto della ricerca di questa perizia.

#### ***CARATTERISTICHE FONDAMENTALI DEI METODI DI VALUTAZIONE***

La stima del capitale economico, essendo questo un'entità astratta, non si fonda esclusivamente su dati obiettivi, su quantità-misura automaticamente determinabili, ma impone il ricorso a stime ed ipotesi fondate sulla documentazione fornita al perito.

Di norma si conviene sull'affermazione che almeno tre siano le caratteristiche che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare:

- a) razionalità: il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica;
- b) obiettività: il metodo deve essere concretamente applicabile;
- c) generalità o neutralità: il metodo deve prescindere dagli interessi soggettivi delle parti coinvolte.

Il requisito della "neutralità" è speculare alla posizione soggettiva del perito indipendente; infatti un perito onesto e tecnicamente capace non potrà che pervenire ad un valore equo e neutrale rispetto alle parti; per converso, la generalità del valore risulta adeguatamente garantita solo dal ruolo di indipendenza del perito.

---

<sup>1</sup> L.Guatri, *La valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1994; G.Zanda, M.Lacchini, T.Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1994.

---

In definitiva si ricerca il valore dell'azienda considerato a sé stante, ossia basando la stima sulla situazione di fatto e tenendo in debita considerazione il *going concern value*, ovvero quel valore conferibile all'azienda per il solo motivo che essa è già funzionante e, pertanto, può vantare l'esistenza di elementi immateriali positivi che rappresentano l'economica coordinazione dell'insieme produttivo. Tale teoria estimativa tende a far coincidere il valore economico dell'impresa con il valore (costo-opportunità) che essa assume per chiunque sia intenzionato all'acquisto di quel complesso aziendale, avente validità solo nel caso di un'impresa, o di un suo ramo, in funzionamento.

Compito di chi è chiamato a determinare il valore di un'azienda non è quindi soltanto quello di attribuire un valore "di mercato" all'azienda stessa, ma, cosa ben più complessa, valutare l'azienda per quello che essa rappresenta, soprattutto quando questa abbia acquisito negli anni delle qualità ulteriori alla mera somma dei beni e dei diritti che la compongono.

Le variabili potenzialmente incidenti sulla dimensione del valore sono numerose e di varia origine, in primis l'inquadramento settoriale di appartenenza dell'attività della società nonché la collocazione sul mercato.

Al fine di stimare il capitale economico di un'azienda è in generale possibile fare ricorso ad una molteplicità di metodi, in parte suggeriti dalla dottrina ed in parte scaturiti dall'attività professionale, che verranno di seguito sintetizzati al fine di introdurre le motivazioni poste a fondamento delle scelte effettuate dal perito per la valutazione in esame.

#### *METODI DIRETTI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO*

I metodi diretti fondano la valutazione su dati di mercato e deducono il valore direttamente da osservazioni e conseguenti applicazioni di parametri ed indicatori, nel presupposto che rappresentino una stima corretta del valore dell'azienda. Essi non esprimono né valori di capitale economico, né valori potenziali, ma prezzi probabili, applicabili per una data azienda con riferimento a esperienze omogenee e similari, basandosi su parametri di origine esterna oppure su dati interni. I metodi diretti, pertanto, fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato ed in particolare:

- i metodi diretti fondati su multipli, stimano il valore dell'azienda sulla base dei prezzi espressi dal mercato per quella stessa azienda (se quotata) ovvero sulla base dei prezzi fatti in operazioni straordinarie che abbiano coinvolto imprese simili;

- 
- i metodi diretti fonati sui moltiplicatori empirici, che utilizzano il prodotto tra un moltiplicatore di mercato ed una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa;
  - i metodi diretti in senso stretto, fondano il valore di alcuni componenti dell'azienda tenendo conto di fattori non sempre direttamente collegabili agli aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari dell'azienda oggetto di valutazione, ma di opinioni collettive diffuse in settore specifici e per beni, materiali ed immateriali, di cui l'azienda si avvale.

I limiti di questi metodi sono evidenti ove si consideri che il trasferimento di un complesso aziendale costituisce, in buona sostanza, un *unicum* o “un accadimento economico a sé stante” e ciò in quanto ogni volta sono diverse non solo le coordinazioni economico-tecniche dell'impresa, le sue prospettive di reddito, ma anche i fini per cui la valutazione viene effettuata, le aspettative degli acquirenti, le condizioni soggettive di negoziazione.

La prassi professionale utilizza, spesse volte, specie per le piccole e piccolissime aziende, i metodi empirici per la valutazione dell'azienda, anche se essi non sono dei modelli teorizzati, ma delle semplici relazioni matematiche che legano fattori e variabili aziendali ma che ben si adattano alla realtà aziendale. La valutazione effettuata con l'applicazione dei metodi diretti empirici soggiace alle limitazioni già espresse, ma si riscontra il loro frequente utilizzo in quelle ipotesi in cui il valutatore non dispone di informazioni sufficienti per condurre analisi complete, che possano permettere l'applicazione dei metodi indiretti.

#### *METODI INDIRETTI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO*

Si definiscono indiretti, invece, quei metodi che a causa dell'insufficienza di dati di mercato impostano su diversi parametri la stima del capitale economico dell'impresa, come il reddito medio prospettico, la consistenza del patrimonio o i flussi finanziari disponibili, costituendo i tipici procedimenti per determinarne il valore.

#### *METODI PATRIMONIALI*

I metodi patrimoniali esprimono il valore dell'azienda in funzione del suo patrimonio. Sulla base di tale criterio, il valore dell'azienda è dato dalla somma algebrica di tutti gli elementi attivi e passivi che compongono il capitale.

---

Il *metodo patrimoniale semplice* considera il valore economico (W) del capitale d'azienda pari al valore del capitale netto opportunamente rettificato (K') e si esprime con la seguente formula

$$W = K'$$

In concreto si procede a valutare le attività e passività del complesso aziendale ed a rettificare i valori contabili quando non rispondenti alla realtà di mercato. Tali rettifiche divengono sempre più frequenti quanto più l'azienda si allontana dalla data della sua fondazione posto che in fase di iscrizione dei singoli beni in bilancio sono ancora iscritti al costo storico in favore dei ben più significativi valori di mercato, di riacquisto o di ricostruzione. Pertanto, punto di partenza è il capitale netto contabile, così come si evince dall'ultima situazione patrimoniale disponibile, che dovrà essere riespresso a valori correnti, desunti dal mercato o definiti per via di stima, determinando rettifiche positive e/o negative sui singoli elementi attivi e passivi patrimoniali ed al netto della riduzione per oneri fiscali potenziali.

Il *metodo patrimoniale complesso*, rispetto a quello semplice, progredisce aggiungendo al valore netto rettificato (K') il valore delle voci immateriali (V. IMM.) non contabilizzate in bilancio. Tali *assets*, solitamente, sono riconducibili al know how, al portafoglio ordini e lavori, al capitale umano, alla struttura distributiva, all'organizzazione aziendale, alle licenze ed autorizzazioni, ai brevetti, alle insegne, alle concessioni, all'albo fornitori, ecc.

I beni immateriali spesso rappresentano i fattori del successo competitivo dell'azienda stessa e possono essere valutati in base a formule e dall'osservazione di transazioni effettuate in passato su aziende dello stesso settore o espressi, con fondamento scientifico e tecniche universalmente accettate, con valorizzazione analitica, motivata e ben documentata.

In formula:

$$W = K' + V. IMM.$$

Il vantaggio del suddetto metodo è rappresentato dal limitare valutazioni soggettive del perito, tuttavia fornisce una valutazione statica del patrimonio che mal si concilia con la variabile concettuale di dinamicità dell'impresa.

#### *METODI REDDITUALI*



---

I metodi reddituali si fondano sull'assunto che l'azienda vale in relazione alla sua capacità di generare redditi futuri, mediante l'attualizzazione dei redditi attesi prodotti in futuro, la cui formula può essere così espressa:

$$W = R_1 \times v_1 + R_2 \times v_2 + \dots + R_{n-1} \times v_{n-1} + R_n \times v_n + P_n \times v_n$$

dove:

$W$ : è il valore del capitale economico e rappresenta l'incognita;

$R_1, R_2, \dots, R_n$ : sono i redditi netti dell'impresa nei vari anni;

$P_n$ : è il valore di realizzo dell'azienda al tempo  $n$ , diminuito del valore delle riserve formate con utili non distribuiti;

$v_1, v_2, \dots, v_{n-1}, v_n$ : sono i coefficienti di attualizzazione.

A questo punto occorre rilevare che in assenza di inflazione e del fenomeno dell'attualizzazione, i risultati delle formule in parola conducono a valori tendenzialmente coincidenti: si tratterebbe, pertanto, di formule perfettamente intercambiabili, attesa la teorica possibilità di stimare compiutamente i parametri che intervengono. Inoltre, va segnalato che le metodologie indicate rispondono pienamente al requisito della "razionalità" e si può ritenere più rappresentativo dell'effettivo valore di un'azienda ma sono carenti sotto il profilo della "obiettività" in quanto risultano di difficile applicazione per l'eccessiva arbitrarietà nella scelta dei parametri. Inoltre la formula fa riferimento a parametri relativi ad eventi difficilmente prevedibili come i flussi reddituali nonché il periodo di realizzazione.

Tali limiti hanno spinto studiosi e pratici a ricercare metodi di valutazione operativi, suscettibili cioè di effettiva e proficua applicazione e così sono stati elaborati i cosiddetti "*metodi semplificati*", i quali, pur dotati di minore razionalità rispetto alle formule fondamentali, si presentano ormai come i tipici procedimenti di valutazione delle aziende e rappresentano i metodi più utilizzati nella pratica professionale. Ai metodi semplificati si giunge prendendo le mosse dalla formula fondamentale teorica analizzata in precedenza, dopo aver operato le opportune semplificazioni, pervenendo alla seguente formula

$$W = \frac{R}{i}$$

dove il valore economico è rappresentato dalla capitalizzazione, ad un determinato tasso di interesse, del reddito medio futuro atteso prodotto dall'azienda.



---

Il reddito così configurato dalla dottrina aziendalistica è caratterizzato dall'essere simultaneamente reddito prospettico, ovvero idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa, reddito medio che l'impresa sarà in grado di produrre, e reddito normalizzato dalle componenti straordinarie e non ripetibili.

#### *METODI MISTI*

I metodi misti attuano un connubio tra i pregi ed i difetti dei metodi di valutazione esplicati precedentemente, il criterio patrimoniale e reddituale, consentendo di giungere al valore dell'azienda considerando sia la prospettiva di reddito dell'azienda che la sua effettiva consistenza patrimoniale. La stima sarà pertanto idonea a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità dell'analisi patrimoniale, tenendo conto anche delle attese reddituali più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Si perviene al valore del patrimonio netto della società oggetto di stima mediante la verifica della consistenza delle attività investite, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificherà in aumento, goodwill, o in diminuzione, badwill, il predetto valore patrimoniale.

La componente reddituale è individuata nella capacità dell'impresa di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore o minore rispetto al rendimento medio offerto da investimenti alternativi.

#### *METODI FINANZIARI*

Il metodo finanziario perviene al valore dell'azienda in funzione dei flussi di cassa attesi. Si tratta di un metodo alla cui base vi è un principio analogo al metodo reddituale con la differenza che il valore dell'azienda è determinato in funzione dei flussi finanziari piuttosto che dei redditi attesi.

Le variabili prese in considerazione dal metodo finanziario fondamentale si possono sintetizzare mediante la seguente formula:

$$W = F_1 \times v_1 + F_2 \times v_2 + \dots + F_{n-1} \times v_{n-1} + F_n \times v_n + F_n \times v_n$$

dove:

*W*: è il valore del capitale economico e rappresenta l'incognita;

$F_1, F_2, \dots, F_{n-1}$ : sono i flussi monetari complessivi netti disponibili per il periodo che va da  $t = 1$  a  $t = n - 1$ ;

$F_n$ : è il flusso monetario all'epoca  $t = n$ , comprensivo anche del valore di liquidazione dell'azienda;

$v_1, v_2, \dots, v_{n-1}, v_n$ : sono i coefficienti di attualizzazione.

La formula fondamentale finanziaria, come è dato constatare, si basa sul calcolo della totalità dei flussi monetari puntuali che l'azienda, il cui capitale economico è oggetto di stima, è in grado di generare durante la sua vita.

I flussi monetari complessivi netti disponibili derivano da:

- uscite monetarie: per acquisizione di fattori produttivi, rimborso di debiti di funzionamento, rimborso di debiti di finanziamento, concessione di prestiti di finanziamento;
- entrate monetarie: per riscossione dei ricavi e dei crediti di funzionamento, riscossione dei crediti di finanziamento; accensione di debiti finanziari, disinvestimenti.

Come per il metodo reddituale possono essere sollevate obiezioni in merito alla scelta arbitraria dell'orizzonte temporale nonché delle altre variabili della formula che pertanto hanno portato ad elaborare la dottrina la seguente formula semplificata:

$$W = \sum_i FL_i v_i \quad (i = 1 \dots n)$$

che esprime il capitale economico ( $W$ ) in funzione dei flussi finanziari totali attualizzati ( $FL_i$ ) generati dall'impresa.

## 2.2 SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA

Sulla base di quanto sopra esposto risulta evidente che la scelta del metodo di valutazione non possa essere effettuata a priori, ma compiendo un'analisi approfondita dell'azienda obiettivo della stima e del settore in cui opera.

La scelta della metodologia da impiegare ai fini della stima del valore economico di un'azienda dipende dalla finalità della valutazione, dalla qualità e dalla quantità delle informazioni e dati disponibili, nonché dalle caratteristiche dell'azienda oggetto di stima.

Inquadrando la ditta oggetto della presente perizia è necessario sottolineare come a partire dal 3 maggio 2017 l'attività è stata concessa in affitto d'azienda ad un'altra società. Nonostante ciò, la sottoscritta ritiene che i dati afferenti le due gestioni societarie siano



---

confrontabili tra di essi, ritrovandovi una certa continuità di gestione operativa tra le stesse: i dipendenti che si occupavano dei rapporti con gli autori, dalla correzione delle bozze alla stipula del contratto d'autore sono passati naturalmente alla società affittuaria mantenendo integro l'assetto operativo della società assicurandone una successione senza interruzioni; la società "Editoriale S.r.l." è inoltre, come già esposto nei paragrafi precedenti, di recente costituzione, per cui anche se non è stata avviata per la sola attività inherente il ramo d'azienda, come precisato dal suo Amministratore Unico Dott. Giuseppe Bellora, al momento la gestione caratteristica è rappresentata dalla conduzione in affitto del ramo d'azienda di proprietà di "Cell S.r.l. in liquidazione".

La sottoscritta, per tutti i sopraesposti motivi, data la sostanziale identità nell'assetto gestionale e la continuità temporale con cui le due società hanno condotto l'attività d'impresa, ritiene ragionevolmente obiettivo adottare quale metodo di stima del valore del ramo di azienda di proprietà della società "Cell S.r.l. in liquidazione", il metodo misto patrimoniale-reddituale.

Detta metodologia risulta sostanzialmente più completa, essendo fondata sia sulla consistenza patrimoniale che sulla capacità reddituale dell'azienda oggetto di valutazione: permette di esprimere il valore in funzione da un lato del suo patrimonio, valorizzato analiticamente al prezzo di mercato (tenuto anche conto che la cessione dell'azienda avverrà, come specificato nell'istanza del Curatore secondo le modalità previste ex art. 107 L.f.), dall'altro dell'avviamento, inteso quale capacità di generare un sovrareddito.

### **2.3 DETERMINAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO**

Per la valutazione del capitale economico della società "Cell S.r.l. in liquidazione", tenuto conto delle motivazioni sopra esposte, la sottoscritta ha utilizzato il metodo misto patrimoniale-reddituale, il quale si sostanzia nella seguente formula

$$W = [CN' + A]$$

Ossia

$$W = [CN' + \alpha_{n-i} (R - K_e * CN')]$$



---

il cui sviluppo diventa

$$W = [CN' + \frac{(R_1 - Ke * CN')}{(1+i)} + \frac{(R_2 - Ke * CN')}{(1+i)^2} + \frac{(R_3 - Ke * CN')}{(1+i)^3} + \dots + \frac{(R_n - Ke * CN')}{(1+i)^n}]$$

Dove

$W$  è il valore dell'azienda;

$CN'$  è il capitale netto rettificato;

$R_1, R_2, \dots, R_n$  sono i redditi medi normali attesi per gli esercizi futuri;

$Ke$  è il tasso di rendimento del capitale proprio, definito anche degli investimenti in capitale di rischio;

$n$  è l'orizzonte temporale lungo il quale si presume che l'azienda sia in grado di produrre un sovrareddito, periodo normalmente compreso fra 3 e 7 esercizi,

$i$  è il tasso di attualizzazione del reddito differenziale, nel caso di specie sarà utilizzato il WACC

Nei paragrafi seguenti verrà analiticamente esposta la metodologia attraverso la quale è stata applicata la sopra riportata formula, suddividendo l'esposizione nei seguenti punti:

- a) Individuazione degli *assets* che verranno ceduti con l'azienda e dunque del capitale netto rettificato;
- b) Stima dell'avviamento;
- c) Esposizione dei debiti che potrebbero rimanere potenzialmente a carico di un terzo in caso di futura cessione ex art. 107 L.f.;
- d) Applicazione del metodo prescelto per determinare il valore dell'azienda.

### 2.3.1 DETERMINAZIONE DEL CAPITALE NETTO RETTIFICATO

Nel caso in oggetto, gli *assets* facenti parte della società "Cell S.r.l. in liquidazione" sono identificabili nelle attrezzature elettroniche, mobili e arredi, la cui individuazione è agevolata dalla presenza dell'inventario fallimentare concluso in data 21 marzo 2018, redatto dal Geom. Gabriele Majonchi e dal cancelliere Dott.ssa Tuozzi.



Come già relazionato nel paragrafo 1.5 della presente perizia, nella stipula dell'affitto di ramo d'azienda, le parti hanno convenuto che la società affittuaria "subentri in tutti i contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda", ricomprendendovi pertanto: le proprietà letterarie di "Cell S.r.l. in liquidazione" ed i nomi commerciali del Catalogo Libri, Riviste e Dizionari; i contratti con gli autori e relativi diritti di proprietà intellettuale; il logo e marchio "Casa Editrice Le Lettere"; dominio e-mail e web/sito internet; portafoglio clienti e relativi contratti; utilizzo dei sistemi operativi Licosa-Elleciesse (hardware, software e server); e tre rapporti di lavoro dipendenti. Prendendo come base di partenza l'elenco sopra esposto, è necessario precisare che i sistemi operativi non sono stati utilizzati dalla società "Editoriale S.r.l." in quanto di proprietà della società controllante "Elleciesse S.r.l." ex "Licosa Sansoni S.r.l." fallita antecedentemente e pertanto, come riferito direttamente dall'Amministratore Unico Dott. Bellora, sono stati ricreati interamente dalla società conduttrice il ramo d'azienda. La scrivente ritiene che in caso di aggiudicazione del ramo d'azienda nell'ambito delle cessioni competitive ex art. 107 L.f., tali sistemi operativi non potranno essere ceduti ad un soggetto terzo risultando privi di valore al fine della presente perizia e quindi esclusi dai beni strumentali oggetto di futura cessione.

Il perito ha constato inoltre che il logo e marchio "Casa Editrice Le Lettere" non risulta essere registrato presso l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi. La società "Editoriale S.r.l." ha richiesto in data 20 gennaio 2017 ed ottenuto dal Ministero dello Sviluppo Economico, l'attestato di registrazione per il marchio d'impresa "LE LETTERE", primo deposito, concesso in data 06.02.2018 con il numero 302017000005999 e avente validità di 10 anni per la classe 16, 9 e 41, come dettagliato nell'attestato allegato alla presente perizia.

Non rientrano nella presente stima le poste passive che saranno oggetto di accertamento ai fini della formazione dello stato passivo per quelli formatesi in capo alla "Cell S.r.l. in liquidazione", così come quelli sorti nella gestione dell'affittuaria "Editoriale S.r.l." che rimarranno in capo a quest'ultima società ad eccezione dei debiti verso dipendenti che saranno oggetto di apposite considerazioni più avanti.

#### IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI E BENI STRUMENTALI

I beni strumentali di proprietà della ditta fallita, attualmente posti in parte a Bagno a Ripoli (FI), Via Meucci 17 e via Duca di Calabria 1/1 presso la sede operativa della società



---

affittuaria ed in parte presso il magazzino Packservice a Campi Bisenzio, Via dei Tigli 8, sono stati stimati dal Geom. Gabriele Majonchi in sede di inventario fallimentare chiuso in data 21 marzo 2018, identificati ai lotti 1-12, in complessivi euro **3.600,00**, che lo scrivente perito ritiene congruo assumere quale valore di riferimento. Come già precisato gli stessi consistono principalmente in mobili e arredi, attrezzature varie, il cui elenco dettagliato con l'esposizione analitica dei singoli valori viene allegato alla presente perizia.

#### DETERMINAZIONE DEI VALORI IMMATERIALI

Dall'elenco dei beni immateriali sopra esposti, oggetto di trasferimento nel contratto di affitto d'azienda stipulato in data 3 maggio 2017 tra la società "Cell S.r.l. in liquidazione" e "Editoriale S.r.l.", ai fini della presente perizia, si precisa che non verranno valutati singolarmente il logo e marchio "Casa Editrice Le Lettere" non registrato, né sarà attribuito un singolo valore al dominio e-mail e al sito internet, ripristinati e modernizzati dalla società "Editoriale S.r.l." ma saranno ricompresi nella determinazione dell'avviamento commerciale di seguito analizzato al fine di evitare una sovrastima del ramo aziendale.

Per quanto attiene le proprietà letterarie di "Cell S.r.l. in liquidazione" ed i nomi commerciali del Catalogo Libri, Riviste e Dizionari, il perito ha riscontrato prima con il liquidatore di "Cell S.r.l. in liquidazione", poi con la società "Editoriale S.r.l." che molti contratti con gli autori sono scaduti nel corso del contratto di affitto o disdetti e alcuni di questi non sono stati rinnovati oppure riappaltati direttamente con la società conducente il ramo d'azienda.

Quest'ultimi, non essendo oggetto della futura cessione ex art. 107 L.f., non possono apportare un singolo valore nella determinazione del valore del ramo d'azienda. A solo titolo esemplificativo, per quanto riferito alla scrivente, si fa presente che dall'allegato B) del contratto di affitto di ramo d'azienda, relativo alle proprietà letterarie delle Riviste, non sono attualmente di proprietà di "Cell S.r.l. in liquidazione" le riviste: "Artista", "Critica d'Arte", "Mesopotamia" che ha disdetto con lettera del 17 ottobre 2017, "Nuova storia contemporanea", "Quaderni Petrarcheschi", "Studi di filologia italiana", "Studi di grammatica italiana", "Studi di Lessicografia italiana" e "Studi sul Boccaccio" disdetto antecedentemente anche alla stipula del contratto di affitto di ramo d'azienda in data 21 aprile 2017. Dall'analisi dei campioni dei contratti d'autore forniti alla scrivente da



---

“Editoriale S.r.l.”, si fa altresì presente che alcuni autori avevano dato disdetta dai contratti nel 2008 e 2015, nonostante la proprietà letteraria degli stessi fosse comunque iscritta nell’allegato A) del contratto di affitto di ramo d’azienda.

Non avendo fornito al perito una lista dettagliata delle proprietà letteraria ancora in essere dei Libri, Riviste e Dizionari alla data odierna ma sola quella allegata al contratto di affitto di ramo d’azienda risalente al 3 maggio 2017 e potendo quest’ultima subire ulteriori variazioni fino al momento della redazione del bando d’asta per la cessione del ramo d’azienda, si rimanda all’elenco che sarà redatto dal Curatore della Procedura.

Rientrano altresì all’interno dei beni oggetto del ramo d’azienda concesso in affitto, il portafoglio clienti consistenti in Polistampa e Centro Libri di Giuseppe Vitello di Firenze, come allegati all’atto di affitto di ramo d’azienda e i contratti di “servizi” cui all’allegato E) del medesimo atto. Tra questi è compreso un accordo di prestazione di servizi stipulato antecedentemente al contratto di affitto con la società “Editoriale S.r.l.” con la quale quest’ultima, dietro corrispettivo del 15% degli incassi realizzati con la vendita delle riviste, si è impegnata a gestire i contatti e la corrispondenza con i clienti pubblici, inserire gli ordini a sistema, curare la preparazione della fatturazione degli abbonamenti, preparare le liste spedizione fascicoli, curare il servizio reclami, gestire i contratti con i corrieri e svolgere iniziative promozionali. Il contratto descritto ha ovviamente perso la sua validità, servendo da strumento ponte per l’esercizio dell’attività in attesa della stipula del contratto di affitto di ramo d’azienda, come riferito dal Dott. Bellora. E’ stato inoltre allegato un contratto di servizi promozionali, a cui si rimanda per le caratteristiche, con la società “Emme Promozioni S.r.l.” che a fronte di un corrispettivo pari all’8%, 6% e 5% sulle vendite si è impegnata a promuovere la distribuzione delle opere rispettivamente agli Intermediari, ai Clienti centralizzati e alla Grande Distribuzione organizzata ed un contratto di distribuzione stipulato da “Cell S.r.l. in liquidazione” con la società “Editore e Messaggerie Spa”. Con quest’ultima vi è un contratto di esclusività secondo il quale gli è stata concessa la distribuzione dell’edizioni presenti e future di “Cell S.r.l. in liquidazione”, su tutto il territorio nazionale, alle librerie e cartolibrerie, alla Grande Distribuzione organizzata, ai grossisti che a loro volta forniscono librerie e cartolibrerie e alle librerie che vendono tramite Internet (si rimanda al contratto allegato all’affitto del ramo d’azienda per la visione delle clausole contrattuali). Trattandosi di contratti di servizi, promozioni e distribuzione

---

suscettibili di revisione e variazione in caso di subentro da parte di un terzo, il perito ritiene appropriato non attribuire un singolo valore a suddetti contratti ma valutarli complessivamente nella determinazione dell'avviamento, quale caratteristica di un'azienda già avviata nel proprio settore.

Alla luce delle considerazioni esposte sopra, il valore dell'azienda oggetto di stima è rappresentato dai contratti d'autore in essere presso la casa editrice ed i relativi diritti di proprietà intellettuale. Necessario premettere a tal proposito che il diritto d'autore è una branca del diritto commerciale, sfruttamento economico di un'opera di ingegno e che la cessione dei diritti d'autore sono regolati dal codice civile Libro V art. 2575 e ss. e dalle leggi sull'editoria più volte modificata e armonizzata alle direttive comunitarie e L. 128/2004. L'opera dell'ingegno è inalienabile e di esclusiva proprietà dell'autore stesso che per mezzo di un contratto con l'editore ne regola il proprio "sfruttamento" economico. Ai sensi dell'articolo 20 Sezione II Protezione dei diritti sull'opera e difesa della personalità dell'autore (Diritto morale dell'autore) (Legge 22 aprile 1941, n. 633) "Indipendentemente dai diritti esclusivi di utilizzazione economica dell'opera, previsti nelle disposizioni della sezione precedente, ed anche dopo la cessione dei diritti stessi, l'autore conserva il diritto di rivendicare la paternità dell'opera e di opporsi a qualsiasi deformazione, mutilazione od altra modificazione, ed a ogni atto a danno dell'opera stessa, che possano essere di pregiudizio al suo onore o alla sua reputazione."

A parere della scrivente, la cessione del magazzino relativo alle opere residue alla scadenza del contratto estimatorio stipulato in data 3 maggio 2017 tra "Editoriale S.r.l." e "Cell S.r.l. in liquidazione" e la cessione dell'azienda oggetto di valutazione, considerato che il suo valore principale è costituito dalla remunerazione che si ottiene dalla vendita dei libri e quindi dallo sfruttamento economico della proprietà letteraria, appartenente ai soli autori, dovrebbero avvenire congiuntamente nell'ambito della procedura fallimentare, al fine di non creare un ipotetico pregiudizio al valore dell'azienda.

I libri nel magazzino infatti presuppongono a monte la stipula di un contratto d'autore e per clausole contrattuale prima di procedere alla cessione a prezzi ridotti delle opere a organizzazioni tipo "Remanider's Books" quest'ultime dovrebbero essere offerte allo stesso prezzo all'autore. Qualora l'autore, nelle ipotesi previste dalla legge, intenda avvalersi del proprio diritto di ritirare l'opera del commercio a causa del possibile pregiudizio che possa

---

derivare da una svendita fallimentare, salvo l'eventuale diritto dell'autore di richiedere danni, la proprietà letteraria del libro tornerebbe all'autore.

Nel caso più ampio in cui gli autori che ad oggi hanno un contratto con "Cell S.r.l. in liquidazione" decidessero di avvalersi di tale clausola, l'azienda potrebbe perdere il valore che sarà determinato al termine della presente perizia e ridursi alla sola sommatoria dei beni strumentali periziatati in sede fallimentare e del valore di mercato del magazzino delle opere residue al contratto estimatorio.

Considerate le molteplici variazioni del dettaglio di quanto sarà ceduto con la futura vendita rispetto all'elenco di quanto concesso in affitto esposto nel contratto di affitto stipulato in data 3 maggio 2017, il perito ritiene appropriato anche al fine di non sovrastimare il valore del ramo d'azienda di proprietà di "Cell S.r.l. in liquidazione" nei confronti del futuro acquirente, non attribuire un singolo valore agli assets immateriali, ma quantificare un valore complessivo a titolo di avviamento al ramo d'azienda secondo le metodologie di seguito esposte.

### 2.3.2 STIMA DELL'AVVIAMENTO

In base alle teorie classiche, l'avviamento è inteso come un insieme di qualità positive, grazie alle quali un'azienda viene giudicata capace di produrre extraprofitti, ossia redditi superiori alla media del settore di appartenenza o, comunque, a quelli ritraibili da investimenti alternativi a parità di rischio.

Da quanto appreso dal Curatore, le cause che hanno portato al fallimento della società sono legate, oltre alla crollo generalizzato che ha colpito tutti i settori dell'attività nel nostro Paese, anche dalla crisi che ha colpito la società "Elleciesse S.r.l." ex "Licosa Sansoni S.r.l." proprietaria al 100% delle quote di "Cell S.r.l. in liquidazione" e operante sempre nel settore dell'editoria, dichiarata fallita dal Tribunale di Firenze facendo venir meno il supporto della controllante nei confronti della controllata.

L'azienda oggetto di valutazione presenta tratti positivi legati ad una presenza di lunga durata sul mercato che hanno reso possibile la formazione di un insieme di competenze sia interne all'azienda che esterne nella rete di conoscenze tali da imporre la quantificazione di un valore ulteriore, in aggiunta a quello patrimoniale della stessa.

---

A dimostrazione di quanto sopra, è stato stipulato un contratto di affitto di ramo d'azienda tale da giustificare che l'azienda *de qua* risultava essere ancora in grado di produrre ricchezza, forte del bagaglio di conoscenze e conoscibilità sul mercato di un'azienda di circa venti anni. Il settore dell'editoria si caratterizza per l'appetibilità che una casa editrice è in grado di creare nei confronti degli scrittori, capacità che necessita di un certo lasso di tempo per essere realizzata e che permette di acquisire lo sfruttamento economico delle proprietà letterarie. Inoltre "Cell S.r.l. in liquidazione" si contraddistingue per la produzione di libri, riviste e dizionari altamente specializzati, indirizzati per la maggior parte al mondo accademico del settore umanistico.

Tenuto conto che il criterio adottato per la determinazione del valore dell'azienda è rappresentato dal modello misto patrimoniale - reddituale, è stato necessario procedere alla stima autonoma dell'avviamento (**A**), inteso come reddito medio differenziale atteso negli anni futuri attualizzato, dove il concetto "differenziale" corrisponde ai risultati medio – normali attesi, ridotti del costo del capitale (c.o.e.) sul capitale investito.

Facendo riferimento alla formula più sopra riportata, il valore dell'avviamento è determinato tramite la seguente formula:

$$A = \frac{(Ri - Ke * CN)}{(1 + i)^n}$$

il cui sviluppo diventa

$$A = \frac{(R_1 - Ke * CN)}{(1 + i)} + \frac{(R_2 - Ke * CN)}{(1 + i)^2} + \frac{(R_3 - Ke * CN)}{(1 + i)^3} + \dots + \frac{(R_n - Ke * CN)}{(1 + i)^n}$$

Nell'ottica di una valutazione prudenziale, adeguata soprattutto con riferimento ad una azienda di proprietà di una società assoggettata ad una procedura fallimentare, lo scrivente ha ritenuto opportuno adottare i parametri di seguito esposti.

#### **Reddito medio normale atteso per gli esercizi futuri**

---

Al fine di determinare i redditi che prevedibilmente potranno essere prodotti in futuro la metodologia stabilisce che è sufficiente considerare un ammontare medio dei redditi attesi in grado di esprimere la normale capacità reddituale dell'azienda. La dottrina a proposito individua il metodo dei risultati storici, secondo il quale il punto di riferimento per la redditività attesa sono i risultati economici medi normalizzati realizzati nel recente passato da proiettarsi su un orizzonte temporale futuro, considerando anche le programmate politiche aziendali, i prezzi attesi, l'andamento del mercato etc.

Nel caso in esame, stante la specifica finalità della presente perizia e considerata l'inesistenza di budget ovvero di documenti in grado di prevedere con ragionevole certezza i futuri sviluppi aziendali e, di conseguenza, le prevedibili performance reddituali, la scrivente ha ritenuto opportuno basare la determinazione del reddito medio – normale utilizzando i dati contabili disponibili depurati delle opportune variazioni e ipotesi che permettano di normalizzare il reddito-prospettico.

Per stimare un valore rappresentativo ai fini della quantificazione dell'avviamento sono stati analizzati i bilanci depositati in Camera di Commercio per gli esercizi 2014 e 2015 dalla società "Cell S.r.l. in liquidazione" nonché le corrispondenti situazioni economico-patrimoniali mentre per l'esercizio 2016 è stata utilizzata solo la situazione economico-patrimoniale della società "Cell S.r.l. in liquidazione" in quanto il relativo bilancio non è stato depositato in Camera di Commercio. Viene preso inoltre a riferimento il bilancio della società "Editoriale S.r.l." per l'esercizio 2017 depositato in Camera di Commercio, rapportato alla situazione economico dello stesso periodo fornita al perito dove sono stati evidenziati i soli costi e ricavi inerenti la gestione del ramo d'azienda concesso in affitto dalla data del 3 maggio 2017. Al fine di ragguagliare ad anno i dati contabili ed ottenere risultati per quanto possibile omogenei e comparabili, sono stati conteggiati i costi e ricavi del ramo d'azienda per il periodo 01.01.2018 – 30.04.2018 così da ottenere un reddito medio storico che abbia come base di riferimento almeno quattro esercizi. La considerazione di cui sopra, deriva anche dal fatto che la situazione economico-patrimoniale di "Cell S.r.l. in liquidazione" fornita alla scrivente e redatta alla data del 30.06.2017 non risulta significativa allo scopo di normalizzare il reddito caratteristico del ramo d'azienda oggetto di valutazione.



---

È necessario inoltre premettere che il bilancio dell'esercizio 2015 della società "Cell S.r.l. in liquidazione", approvato dall'assemblea dei soci solo in data 9 novembre 2016, è stato redatto secondo i criteri di funzionamento e non di liquidazione, nonostante perplessità in ordine alla sussistenza del principio di continuità aziendale, come mostrato dagli eventi che si sono susseguiti nell'esercizio 2016, quale il deposito della domanda di concordato preventivo ex art. 161 comma 6 L.f., dichiarata poi inammissibile dal Tribunale di Firenze in data 12 settembre 2016: come si legge nella nota integrativa correlata al bilancio, quest'ultimo è stato stilato adeguando la consistenza delle voci patrimoniali ed economiche affinchè fossero rappresentate le reali entità delle poste di debito e credito in essere alla data del 31.12.2015, apportando notevoli svalutazioni e accantonamenti.

Alla luce delle premesse esposte, al fine di normalizzare il reddito del ramo d'azienda oggetto di valutazione, di seguito vengono elencate le variazioni apportate ai dati contabili e le ipotesi effettuate:

- La voce dei ricavi è stata ripresa direttamente dai bilanci depositati o dalle situazioni economiche fornite non potendo entrare nel merito a causa della mancanza dei registri Iva non forniti alla scrivente, mentre dalla voce altri ricavi sono state dedotte le sopravvenienze attive derivanti principalmente da alienazione cespiti, non considerate ricavi caratteristici dell'azienda oggetto di valutazione;
- Dall'analisi dei dati contabili delle voci variazioni di rimanenze di prodotti finiti, in corso di lavorazione e ordinazione è emerso che nell'esercizio 2015, in occasione della presentazione del ricorso ex art. 161 comma 6 L.f. suddetta voce abbia subito una consistente svalutazione, mentre nell'esercizio 2017 della "Editoriale S.r.l." la voce non è presente vigendo un contratto estimatorio con la società fallita già descritto sopra. Lo scrivente perito al fine di normalizzare il reddito ha calcolato la media incidenza delle variazioni delle rimanenze finali dei prodotti finiti e in corso di lavorazione, essendo a zero quelle in corso di ordinazione, nei bilanci depositati da "Cell S.r.l." negli esercizi precedenti 2012, 2013 e 2014 e applicato la percentuale determinata per gli esercizi oggetto di analisi contabile;
- Il costo delle materie prime è stato ripreso direttamente dai bilanci depositati o dalle situazioni economiche fornite;

- 
- Il costo spese per servizi è stato rettificato negli esercizi 2014, 2015 e 2016 sottraendo il compenso per l'amministratore appurato che lo stesso non è passato nella gestione del ramo d'azienda affittato e che dato l'elevato ammontare potrebbe inficiare il valore del business oggetto di valutazione; tuttavia ritenendo opportuno conteggiare un importo, è stato preso come base di riferimento quello imputato nell'esercizio 2017 dalla "Editoriale S.r.l." considerato che possa essere coerente con il lavoro da effettuare per la gestione del ramo d'azienda oggetto di valutazione. In quest'ultimo esercizio è stato tuttavia sottratto il rimborso chilometrico dell'amministratore per il particolare caso di specie. Nell'anno 2015 inoltre sono state sottratte le spese legali e notarili di importo assai elevato rispetto agli altri esercizi sempre per la presentazione straordinaria della domanda di concordato preventivo ex art. 161 comma VI L.f. e per la messa in liquidazione della società "Cell S.r.l.";
  - Nelle spese per godimento beni di terzi, al fine di normalizzare il reddito, preso atto che negli esercizi precedenti al 2017 il costo non era presente o definito poiché l'immobile era di proprietà della società controllante con comodato precario e che invece la società "Editoriale S.r.l." ha preso in locazione l'immobile al prezzo di euro 13.200 annuali che riproporzionati alla sola attività del ramo d'azienda sono stati stimati al 50%, si ritiene appropriato, visionati anche gli spazi utilizzati per l'attività, stimare il costo per la locazione degli uffici in euro 6.600 annuali; si considerano altresì i costi per la locazione del deposito temporaneo, come da contratto passato nel contratto di affitto di ramo d'azienda, prendendo quale valore quello speso nel periodo 03.05.2017 – 30.04.2018 dalla società "Editoriale S.r.l." considerato un onere caratteristico del business aziendale; non si tiene inoltre conto dei canoni di affitto d'azienda, appurato che la concedente è ora fallita e che lo stesso non sussisterebbe in caso di acquisizione; al fine di normalizzare il reddito, non vengono considerati altresì i costi per leasing di mezzi o attrezzature che non rientrano nel ramo d'azienda che poi sarà ceduto a terzi;
  - Nelle spese per personale sono stati riportati i valori dei rispettivi bilanci depositati o presenti nelle situazioni economico patrimoniali prese in esame, dopo aver valutato che sussiste una certa costante proporzionale fra il valore dei ricavi dei vari esercizi ed il costo del personale;



- 
- Il valore degli ammortamenti è stato ripreso dai dati di bilancio o delle situazioni contabili a disposizione, ricordando che nel contratto di affitto di ramo d'azienda è previsto che l'ammortamento sia continuato dalla società affittuaria e che i beni oggetto di futura cessione sono già completamente ammortizzati come mostra l'andamento degli esercizi 2014, 2015 e 2016 della società "Cell S.r.l. in liquidazione";
  - Le svalutazioni sono presenti soltanto nell'esercizio 2015 di "Cell S.r.l. in liquidazione" a seguito delle consistenti riconciliazioni effettuate per la presentazione della domanda di concordato preventivo ex art 161 comma 6 L.f. risentendo fortemente della straordinaria prospettiva con la quale veniva redatto il bilancio. Per tale motivo, considerata una posta straordinaria e non caratteristica del reddito del ramo d'azienda oggetto di valutazione, la stessa viene azzerata per l'esercizio 2015;
  - La voce degli accantonamenti per rischi, preso atto che non erano presenti nel 2014 e non sono presenti nella situazione economica di "Editoriale S.r.l.", valutando altresì che nelle situazioni economico patrimoniali di "Cell S.r.l. in liquidazione" sono state inserite nel 2016 per la svalutazione della controllante si ritengono non attinenti la gestione corrente del ramo d'azienda e vengono pertanto azzerate;
  - L'importo degli oneri diversi di gestione è stato determinato considerando i costi per bolli, tassa concessione governativa e diritti camerale, non tenendo conto degli importi relativi a imposte e tasse indeducibili presenti nelle situazioni economiche di "Cell S.r.l. in liquidazione";
  - L'importo dei proventi e gli oneri finanziari è stato decurtato nei costi di "Cell S.r.l. in liquidazione" dagli interessi passivi su finanziamenti concessi dalla controllante "Licosa S.r.l." non ritenuti inerenti la gestione dell'attività oggetto di futura cessione;
  - Le rettifiche di valore di attività finanziarie sono state azzerate, essendo presenti solo nel bilancio d'esercizio 2015 di "Cell S.r.l." in liquidazione che risente delle riconciliazioni contabili effettuate in occasione del deposito della domanda di concordato "in bianco";
  - Le poste derivanti dalla gestione straordinaria, non presenti nei dati dell'esercizio 2017 e di modesta entità nell'anno d'imposta 2014 e 2016, vengono prudenzialmente azzerati anche per l'esercizio 2015 non considerati inerenti la gestione caratteristica dell'attività oggetto di valutazione;

- Al fine del calcolo delle imposte, non potendo conoscere le variazioni fiscali applicate è stato utilizzato, semplificando, un carico d'imposta pari al 31,4%.

Gli esiti della suddetta normalizzazione sono rappresentati nella successiva tabella che rappresenta il conto economico scalare per quattro esercizi consecutivi (valori espressi in Euro):

	2014 CELL SRL	2015 CELL SRL	2016 CELL SRL	03.05.2017 - 30.04.2018 EDITORIALE SRL
Ricavi vendite e prestazioni	989.277	640.526	318.449	364.388
Var.Rim.Prod. Fin e in corso d	19.435	60.367	30.013	34.342
Var. dei lavori in corso su ord.	0	0	0	0
Altri ricavi	489	423	449	0
<b>Valore della produzione</b>	<b>1.009.201</b>	<b>701.316</b>	<b>348.911</b>	<b>398.730</b>
Acquisti merci, materie prime	327.524	57.885	100.124	33.615
Servizi	127.712	409.186	119.052	151.029
Godimento beni di terzi	27.000	27000	27.000	27.000
Personale	147.999	242.191	164.876	127.843
Ammortamenti	605	395	174	0
Svalutazioni	0	0	0	0
Accantonamento per rischi	0	0	0	0
Oneri diversi di gestione	3.234	3.778	2.383	1.696
<b>Costi della produzione</b>	<b>634.074</b>	<b>740.435</b>	<b>413.609</b>	<b>341.183</b>
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>375.127</b>	<b>-39.119</b>	<b>-64.698</b>	<b>57.547</b>
Proventi e oneri finanziari	36.774	22.285	8.638	0
Ret. di valore di attività fin.	0		0	0
Proventi e oneri straordinari	0	0	0	0
<b>RISULTATO ANTE IMPOSTE</b>	<b>338.353</b>	<b>-61.404</b>	<b>-73.336</b>	<b>57.547</b>
Imposte di esercizio	106.243			18.070
<b>UTILE (PERDITA) NETTA</b>	<b>232.110</b>	<b>-61.404</b>	<b>-73.336</b>	<b>39.477</b>



---

Al termine dell'analisi sin qui condotta e alla luce dei risultati a cui si è pervenuti quale risultato netto medio atteso, lo scrivente ha ritenuto significativa la media semplice dei valori normalizzati dei redditi relativi a questi quattro esercizi, tenuto conto che i singoli bilanci ed annesse situazioni economico patrimoniali sono già state analizzate e riportate a valori, per quanto possa essere possibile, normali ottenendo un importo pari ad € 34.212.

#### **Determinazione di "n" (Arco temporale di durata del sovra – reddito)**

Il parametro "n" rappresenta il numero di anni selezionato, al fine di calcolare i flussi di reddito che determinano il valore dell'avviamento; in generale, quanto più tale periodo è esteso, tanto più aumenta il valore di avviamento in quanto si presume che la redditività media si realizzi in un arco temporale maggiore.

Nella prassi professionale, l'arco temporale di riferimento per le aziende di piccola e media dimensione si attesta fra i 3 ed i 7 anni. La scrivente, preso atto delle condizioni dell'azienda in affitto d'azienda proveniente da una società oggetto di procedura concorsuale, nonché del fatto che l'azienda è stata concessa in affitto soltanto da un anno per cui non è conoscibile quale sarà il trend del fatturato, ritiene congruo utilizzare un periodo di 3 anni ( $n=3$ ).

#### **Determinazione del costo del capitale proprio**

$K_e$  è il tasso di rendimento del capitale proprio, il quale si ottiene tramite la seguente formula:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

dove:

$R_f$  rappresenta il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio

$(R_m - R_f)$  rappresenta il premio per il rischio azionario;

$\beta$  è il coefficiente di volatilità dei rendimenti

#### **Tasso Investimenti privi di rischio (Risk Free)**

Detto tasso è assunto pari a quello dei titoli di stato a lungo termine alla data del 2 Luglio 2018 il rendimento dei BTP a scadenza decennale risultava essere pari al 2,75% (Fonte sole 24Ore del 02.07.2018). Poiché il reddito normale atteso è un'entità reale, anche il tasso



---

appena determinato deve essere depurato della componente inflazionistica, depurazione che si ottiene tramite l'applicazione della regola elaborata da I. Fisher, tenuto conto che il tasso di inflazione media alla medesima data reperita dalla fonte Istat risulta pari a 0,84%, assunto come tasso di inflazione medio atteso:

Tasso di rendimento reale = Rendimento nominale – tasso di inflazione

$$1 + \text{tasso di inflazione}$$

Sostituendo al rendimento nominale il valore 0,0275 e al tasso di inflazione il valore 0,0084 otteniamo un tasso di rendimento reale pari a 1,89%

#### *Premio per il rischio*

Il premio per il rischio viene solitamente rappresentato quale media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari, al netto dei rendimenti dei titoli privi di rischio. Nel caso di specie viene attribuito un valore dell'7,27%, desunto da uno studio aggiornato al mese di gennaio 2018 del Prof. Aswat Damodaran relativo al mercato italiano.

#### *Beta $\beta$*

Al coefficiente beta viene attribuito un valore pari a 1,07 desunto da uno studio aggiornato al mese di gennaio 2018 del Prof. Aswat Damodaran relativo al mercato europeo nel settore "Publishing & Newspapers".

L'applicazione della formula determina un tasso, che rappresenta il costo dei mezzi propri ( $K_e$ ) pari al 7,65%.

#### **Determinazione del tasso di attualizzazione (WACC)**

La formula attraverso la quale si perviene al tasso di attualizzazione è la seguente:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times \frac{D}{D + E}$$

Dove:

$K_e$  è il costo del capitale proprio, già determinato nel precedente paragrafo pari a 7,65%;



$K_d$  è il costo del debito; nel caso di specie non sono disponibili dati relativi alla società oggetto di stima circa il costo che la stessa dovrebbe sostenere per ottenere un finanziamento dal sistema bancario né risulta corretto al parere della scrivente assumere quello relativo al bilancio della società "Editoriale S.r.l." ricordando che la società non ha come unica attività quella relativa al ramo d'azienda oggetto di valutazione. Per tale motivo si è fatto ancora una volta riferimento allo studio pubblicato dal Prof. Aswat Damodaran sopra citato, il quale per il settore di riferimento già selezionato nella determinazione del  $\beta$  stima un costo del debito pari al 4,73%.

$\frac{E}{D+E}$  e  $\frac{D}{D+E}$  rappresentano la composizione delle fonti di capitale proprio e di debito. Non essendo i debiti della società "Cell S.r.l. in liquidazione" oggetto del ramo d'azienda ed avendo rideterminato il capitale netto nella sola componente dei beni strumentali preso atto che la liquidazione della società è stata deliberata sulla dell'azzeramento del patrimonio netto per le perdite generate nel corso dell'esercizio 2015, ultimo bilancio depositato e per gli stessi motivi esposti sopra secondo i quali non sarebbe corretto utilizzare i dati dello stato patrimoniale della società "Editoriale S.r.l." in quanto non inerenti solo il ramo d'azienda oggetto di valutazione, il perito ritiene opportuno ricorrere ancora una volta agli studi del Prof. Aswat Damodaran per il settore "Publishing & Newspapers", secondo cui  $E/(D+E)$  è pari al 70,95% mentre  $D/(D+E)$  è pari al 29,05%.

Sulla base delle assunzioni sopra richiamate e sostituendo i valori alla formula del Wacc, viene stato stimato un tasso di attualizzazione pari al 6,80% .

Avendo stimato tutte le componenti della formula esposta nell'incipit del presente paragrafo, è adesso possibile pervenire al seguente valore dell'avviamento, ricordando che il reddito medio normale atteso è stato stimato in euro 34.212, il costo del capitale proprio è 7,65%, il capitale netto rettificato è pari ad euro 3.600, il WACC è il 6,80% ed infine l'orizzonte temporale è stimato in tre esercizi:

$$A = \frac{(34.212 - 7,65\% * 3.600)}{(1+6,80\%)} + \frac{(34.212 - 7,65\% * 3.600)}{(1+6,80\%)^2} + \frac{(34.212 - 7,65\% * 3.600)}{(1+6,80\%)^3}$$

$$A = 31.776 + 29.753 + 27.858 = 89.387$$



---

### 2.3.1 DEBITI PERSONALE DIPENDENTE IN ESSERE

La società “Cell S.r.l. in liquidazione” con decorrenza 3 maggio 2017, in occasione della stipula del contratto di affitto di ramo d’azienda, ha trasferito, ai sensi dell’art. 2112 c.c., i suoi tre dipendenti alla società “Editoriale S.r.l.” mantenendo invariate le condizioni contrattuali e trattamenti in essere presso la società cedente con liberazione di quest’ultima delle obbligazioni sorte precedentemente la stipula del contratto di affitto di ramo d’azienda. Dai prospetti inviati al perito dalla società “Editoriale S.r.l.”, emerge che durante il periodo di affitto d’azienda non è cessato alcun contratto di lavoro che proveniva dalla ditta affittuaria del ramo d’azienda. Qualora l’azienda dovesse essere riconsegnata alla procedura, fermo restando le condizioni attuali visionate per la stesura della presente perizia potrebbero rientrare in organico alla società oggetto di valutazione solo i tre dipendenti provenienti da “Cell S.r.l. in liquidazione”.

Non potendo conoscere le evoluzioni che riguarderanno la Procedura il perito ha ritenuto opportuno riportare per completezza il debito maturato nei confronti dei dipendenti alla data di redazione della perizia. Per quanto strettamente attiene la perizia, si precisa infatti che i debiti dei dipendenti maturati fino alla data del contratto di affitto d’azienda rimarranno in capo al fallimento, preso atto inoltre che per il trattamento di fine rapporto maturato fino alla data del 3 maggio 2017 i tre dipendente si sono già insinuati allo stato passivo del Fallimento “Cell S.r.l. in liquidazione” reso esecutivo dal Giudice Delegato Dott.ssa Silvia Governatori in data 19 dicembre 2017 mentre per il periodo in essere del contratto di affitto d’azienda spetteranno alla società “Editoriale S.r.l.” in virtù dell’art. 104 bis L.f. Come maturato in una recente sentenza della Cassazione, Corte di Cassazione, Sez. VI-I sentenza 8 gennaio 2016 n. 164, salvo che l’acquirente non liberi il cedente, il datore di lavoro cedente rimane obbligato nei confronti del lavoratore suo dipendente, il cui rapporto sia proseguito con il datore di lavoro cessionario, per la quota di trattamento di fine rapporto maturata durante il periodo di lavoro svolto fino al trasferimento aziendale, mentre il datore cessionario è obbligato per la stessa quota solo in ragione del vincolo di solidarietà, e resta l’unico obbligato quanto alla quota maturata nel periodo successivo alla cessione. Tuttavia ai sensi dell’art. 105 L.f. *“Salva diversa convenzione, è esclusa la responsabilità dell’acquirente per i debiti relativi all’esercizio delle aziende cedute, sorti prima del trasferimento”.*

Qualora l'azienda venga ceduta dal Curatore con i dipendenti che le torneranno in organico e salvo specifici accordi presi dalla Procedura, il perito ritiene opportuno far conoscere il debito maturato dalla forza lavoro alla data del 30 aprile 2018, data di riferimento per la redazione della perizia. Per i debiti maturati successivamente si rimanda agli opportuni conteggi che saranno tenuti presenti dal Curatore. Si ritiene appropriato indicare altresì che i tre dipendenti attualmente in forza sono impiegati part time di livello B1, C2 e B2 come da prospetto fornito dalla società Editoriale e allegato al presente elaborato. Dai conteggi inviati in data 20.07.2018 al perito redatti dalla società "Editoriale S.r.l." si riporta che l'importo del trattamento di fine rapporto alla data del 30 aprile 2018 ammonta complessivamente ad euro 3.154,22.

### 2.3.2 APPLICAZIONE DEL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE

Il valore dell'azienda è calcolabile come segue, ricordando che è stato stimato un capitale netto rettificato di euro 3.600, un avviamento di euro 70.673 risulta quindi pari a

$$W = 3.600 + 89.387 = 92.987$$

Arrotondando si determina un valore aziendale

$$W = \mathbf{93.000}$$

Al valore appena determinato dovrà essere aggiunto l'importo delle rimanenze residue dalla conclusione del contratto estimatorio stipulato tra "Cell S.r.l. in liquidazione" e "Editoriale S.r.l." sempre in data 3 maggio 2017. Il perito Geom. Majonchi ha visionato le merci depositate presso il magazzino Packservice in Campi Bisenzio (FI), via dei Tigli n. 8, con il quale vige un contratto di deposito stipulato tra "Cell S.r.l. in liquidazione" e la Signora Antonella Cappellini in qualità di titolare della ditta individuale Packservice, C.f. CPPNNL69R41D612X, P.I. 02075660973, per le merci di libri, riviste e cataloghi di facenti parte del contratto estimatorio. Alla data del 10 gennaio 2018 il perito ha indicato nell'elenco allegato al verbale di inventario, un valore a realizzo delle merci pari ad euro 151.885,03 specificando altresì che nell'elaborato non sono stati ricompresi i libri in giacenza presso il distributore "Messaggerie Libri Srl di Pavia" che, sulla base degli elenchi forniti dalla società affittuaria, ammontano a circa 3.000 volumi ed il cui valore, stimato per analogia con i beni di maggior consistenza già stimati è pari ad euro 1.500,00 in caso di

vendita a realizzo. Essendo ancora oggi in corso di validità il contratto estimatorio menzionato, la scrivente non è in grado di indicare nella perizia il valore delle merci, considerato inoltre che la società "Editoriale S.r.l." al momento corrisponde a "Cell S.r.l. in liquidazione" il 10% del prezzo finale dei libri, riviste e cataloghi, sulla base di report mensili che vengono emessi dall'affittuaria alla Procedura mentre la stima in inventario delle merci si basa sui valori a realizzo. Sarà onere del Curatore indicare nel bando d'asta della vendita del ramo d'azienda, la quantità di merci residuali alla data della vendita e il corrispettivo a cui saranno cedute, prezzo che dovrà essere sommato al valore identificato alla conclusione del presente elaborato.

### **3. CONCLUSIONI**

Alla luce dei risultati ottenuti, delle valutazioni sopraesposte e del percorso logico estimativo adottato, si ritiene che il valore attribuibile alla data odierna all'azienda oggetto di stima sia pari ad euro 93.000,00 (novantatremila/zerozero) considerando che l'azienda, in caso di vendita ex art. 107 L.f. venga ceduta libera e che nessun debito graverà sull'acquirente ai sensi dell'art. 105 L.f. salvo diversi accordi in relazione al personale dipendente, i cui debiti sono stati descritti nei paragrafi precedenti.

Non viene applicato alcun fattore di svalutazione, per evitare di sottostimare il valore dell'azienda, in quanto detta componente è già stata debitamente presa in considerazione nella determinazione del "reddito medio normalizzato".

Si ribadisce, come spiegato al paragrafo 2.3.1 che a parere della scrivente, il valore determinato con la presente perizia, alla luce del metodo utilizzato e delle ipotesi effettuate, trova giustificazione solo qualora la vendita delle merci di magazzino residue alla scadenza del contratto estimatorio stipulato in data 3 maggio 2017 tra "Editoriale S.r.l." e "Cell S.r.l. in liquidazione" sia effettuata congiuntamente alla cessione dell'azienda oggetto di valutazione, considerato che il suo valore principale è costituito dalla remunerazione che si ottiene dalla vendita dei libri e quindi dallo sfruttamento della proprietà letteraria, appartenente ai soli autori.

Qualora per decisioni della Procedura, la vendita delle due componenti dovesse avvenire separatamente, il valore dell'azienda oggetto di valutazione si ridurrebbe alla sola

sommatoria dei valori dei beni strumentali periziatati anche in sede fallimentare e del valore di mercato del magazzino delle opere residue al contratto estimatorio.

Con quanto sopra esposto la sottoscritta ritiene di aver assolto l'incarico affidatole in ottemperanza alle disposizioni di legge ed ai principi della tecnica professionale. Rimanendo a disposizione per qualunque chiarimento dovesse occorrere, si ringrazia per la fiducia accordata.

Firenze, 30 Luglio 2018



Allegati:

1. Contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato tra "Cell S.r.l. in liquidazione" e la società "Editoriale S.r.l." in data 3 maggio 2017 e relativi allegati;
2. Contratto estimatorio redatto in data 3 maggio 2017 tra le medesimi società fra le quali vige il contratto di affitto di ramo d'azienda;
3. Inventario fallimentare redatto dalla Procedura con l'ausilio del cancelliere e del perito Geom. Majonchi concluso in data 21 marzo 2018;
4. Bilanci depositati in Camera di Commercio per gli esercizi 2014 e 2015 dalla società "Cell S.r.l. in liquidazione" correlate alle corrispondenti situazioni economico-patrimoniali e situazione economico patrimoniale della società per l'esercizio 2016 inviata dal Curatore;
5. Bilancio della società "Editoriale S.r.l." per l'esercizio 2017 depositato in Camera di Commercio rapportato alla situazione economico dello stesso periodo fornita al perito dove sono stati evidenziati i soli costi e ricavi inerenti la gestione del ramo d'azienda concesso in affitto dalla data del 3 maggio 2017 e prospetto costi e ricavi del periodo 01.01.2018 – 01.04.2018 della società "Editoriale S.r.l." inerente il solo ramo d'azienda redatti alla data del 25 giugno 2018;
6. Attestato di registrazione per Marchio di Impresa "LE LETTERE" effettuato dalla società "Editoriale S.r.l.;"
7. Calcolo del debito TFR dell'organico in essere alla data del 30 aprile 2018 redatto dalla società "Editoriale S.r.l." in data 20 luglio 2018.