



VARISCO  
MENIS  
DUCA ZILLI  
PASSALENTI  
BUBISUTTI

Via A. Saffi, 21 – 20123 Milano  
Piazza G. Garibaldi, 14 – 33013 Gemona del Friuli (UD)  
Tel. 0432 980340 / 0432 980432  
Via G.B. Morgagni, 1 – 33028 Tolmezzo (UD)  
Tel. 0433 40977  
codice fiscale e partita IVA: 01382490306  
email [studio@studiolvma.it](mailto:studio@studiolvma.it) - PEC [studiolvma@legalmail.it](mailto:studiolvma@legalmail.it)

## **“CARTIERA DI RIVIGNANO S.P.A.”**

***dichiarata fallita dal Tribunale di Udine in data 7.7.2022 – Fall. n. 29/2022***

***Giudice delegato: Dott. Gianmarco Calienno***

***Curatore fallimentare: Dott. Andrea Bonfini***

## **PERIZIA DI STIMA AZIENDALE**

\*\*\*\*\*

**Dott.ssa Barbara Duca Zilli**  
dottore commercialista – revisore legale  
Piazza Garibaldi, 14 – 33013 Gemona del Friuli (UD)  
Tel. 0432/980340 – Fax 0432/983351  
Mail [barabara.ducazilli@studiolvma.it](mailto:barabara.ducazilli@studiolvma.it)  
Pec [barabara.ducazilli@legalmail.it](mailto:barabara.ducazilli@legalmail.it)

## Sommario

1. PREMESSA.....	3
2. RACCOLTA DEI DATI E DELLE INFORMAZIONI UTILI ALLA STIMA.....	3
3. BREVI CENNI STORICI DELLA SOCIETA' FALLITA.....	4
4. ANALISI DEI DATI CONTABILI STORICI.....	4
5. DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA .....	5
6. PERIMETRO VALUTATIVO .....	6
7. VALUTAZIONE DELLE ATTIVITA' IMMATERIALI .....	6
❖ MARCHI.....	6
❖ AVVIAMENTO.....	12
8. VALUTAZIONE DELLE ATTIVITA' MATERIALI.....	12
❖ TERRENI E FABBRICATI.....	12
❖ ALTRI BENI MATERIALI .....	13
9. VALUTAZIONE DELL'AZIENDA .....	13
10. VALUTAZIONE DEI RAMI AZIENDALI IN BASE ALLA LOCALIZZAZIONE.....	15
❖ RAMO D'AZIENDA sito in via Jacopo Linussio n. 2.....	16
❖ RAMO D'AZIENDA sito in Via Giordano Bruno n. 32.....	16
11. VALUTAZIONE DI CONGRUITA' DEL CANONE D'AFFITTO D'AZIENDA.....	16
12. CONSIDERAZIONI FINALI .....	19

## 1. PREMESSA

La sottoscritta dott.ssa Barbara Duca Zilli, nata a Udine (UD) il 23 luglio 1972, iscritta all'albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della Provincia di Udine al n. 631 ed iscritta al Registro dei Revisori Legali al n. 130459, domiciliata in Gemona del Friuli (UD) presso lo "Studio Londero, Varisco, Menis & Associati – Dottori Commercialisti" sito in Piazza Garibaldi n° 14, ha ricevuto dal Dott. Andrea Bonfini, quale Curatore fallimentare della società "Cartiera di Rivignano S.p.A.", con sede in Rivignano Teor (UD), Via Linussio n. 2, c.f. e P.Iva 02743960300, iscritta presso il Registro delle imprese di Pordenone - Udine, REA n. UD - 284725, dichiarata fallita dal Tribunale di Udine in data 7.7.2022 – Fall. n. 29/2022, l'incarico:

- di attribuire un valore di stima agli asset immateriali, c.d. intangibles, costituiti dai marchi aziendali
- di determinare un valore economico dell'azienda nel suo complesso e dei due rami d'azienda della società fallita siti nel Comune di Rivignano Teor (UD), quello produttivo di Via Giordano Bruno n. 32 e quello della lavorazione della carta di Via Jacopo Linussio n. 2, con esclusione delle giacenze di magazzino;
- di quantificare un valore di congruità del canone d'affitto dell'azienda nel suo complesso e dei due rami se affittati separatamente.

La sottoscritta dichiara di essere indipendente dalla società oggetto della presente relazione di stima e di non avere alcun interesse diretto o indiretto in eventuali operazioni riguardanti la già menzionata società.

## 2. RACCOLTA DEI DATI E DELLE INFORMAZIONI UTILI ALLA STIMA

Per lo svolgimento dell'incarico la sottoscritta ha richiesto ed esaminato i seguenti documenti riferiti alla società "Cartiera di Rivignano S.p.A.":

- visura camerale storica;
- bilanci depositati presso il Registro delle Imprese di Pordenone-Udine per gli esercizi chiusi al 31.12.2018, 31.12.2019 e 31.12.2020, redatti ai sensi dell'art. 2435-bis del Codice Civile nella forma abbreviata, e situazioni contabili al 31.12.2021 e al 8.7.2022;
- rapporto di valutazione degli immobili siti nel Comune di Rivignano Teor (UD), Via G. Bruno n. 32 e Via J. Linussio n. 2, redatto dal Geom. Marco Peresson;
- perizia di stima dei beni mobili (cespiti e arredamenti), redatta dal Geom. Marco Peresson;
- elenco dei marchi registrati e copia della documentazione relativa alla registrazione e ai rinnovi dei marchi oggetto di valutazione;
- altra documentazione pubblicata al registro delle imprese.

I documenti analizzati nella valutazione sono stati utilizzati nel fondamento del presupposto della loro correttezza e della loro rispondenza al vero. L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di due diligence, pertanto, la sottoscritta non può assumere responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate oppure ricavabili dagli elaborati degli altri periti stimatori incaricati dalla procedura.

### 3. BREVI CENNI STORICI DELLA SOCIETA' FALLITA

In data 7 luglio 2022, il Tribunale di Udine ha dichiarato il fallimento della società "Cartiera Rivignano S.p.A.", vista l'istanza di fallimento in proprio depositata dal legale rappresentante della società.

La società "Cartiera Rivignano S.p.A." è stata costituita il 14.06.2013 ed iscritta al Registro delle Imprese di Udine, con sede in Rivignano Teor (UD), Via Jacopo Linussio 2. Il capitale sociale sottoscritto ed interamente versato ammonta ad euro 2.000.000.

Brevemente, la società ha per oggetto:

*"- la fabbricazione e trasformazione della carta, dei cartoni e affini; - la commercializzazione, la rappresentanza di articoli e prodotti in carta, cartoni ed affini anche per imballaggi e/o per uso personale ed igienico – attività di studio e ricerca relativamente a processi, prodotti, tecnologie inerenti le attività di cui sopra ..."*

### 4. ANALISI DEI DATI CONTABILI STORICI

#### Situazione patrimoniale ed economica dal 2018 al 2020

Di seguito viene fornito un quadro di sintesi della realtà patrimoniale ed economica della società riferita agli anni 2018, 2019 e 2020, desunta dai bilanci d'esercizio della società.

STATO PATRIMONIALE			
Descrizione	Esercizio al 31/12/2018	Esercizio al 31/12/2019	Esercizio al 31/12/2020
<b>ATTIVO</b>	<b>11.638.565</b>	<b>11.700.537</b>	<b>11.324.139</b>
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	654.153	634.389	749.551
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	4.895.431	4.919.310	4.984.976
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	3.966	2.526	2.591
RIMANENZE	2.740.751	3.114.617	3.166.409
CREDITI	2.987.732	2.947.416	2.317.500
DISPONIBILITA' LIQUIDE	259.580	7.148	6.963
RATEI E RISCONTI	96.952	75.131	96.149
<b>PASSIVO</b>	<b>11.638.565</b>	<b>11.700.537</b>	<b>11.324.139</b>
PATRIMONIO NETTO	2.109.493	2.134.124	2.139.181
FONDI PER RISCHI E ONERI	44.465	33.349	35.359
FONDO TFR	578.725	558.295	554.234
DEBITI	8.864.323	8.938.157	8.557.335
RATEI E RISCONTI	41.559	36.612	38.030

<b>CONTO ECONOMICO</b>			
<b>Descrizione</b>	<b>Esercizio al 31/12/2018</b>	<b>Esercizio al 31/12/2019</b>	<b>Esercizio al 31/12/2020</b>
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>9.010.312</b>	<b>9.045.500</b>	<b>7.479.993</b>
Ricavi delle vendite	7.879.905	8.577.474	7.563.914
Variazione dei lavori in corso su ordinazione	581.686	222.986	- 291.217
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	95.800	12.211	10.718
Altri ricavi e proventi	452.921	232.829	196.578
<b>COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>8.773.772</b>	<b>8.830.435</b>	<b>7.299.407</b>
Costi per materie prime, suss., di consumo e di merci	5.246.358	5.125.569	4.093.434
Costi per servizi	1.716.309	1.871.276	1.717.032
Costi per godimento beni di terzi	77.935	75.420	83.647
Costi per il personale	1.405.153	1.514.601	1.408.390
Ammortamenti e svalutazioni	277.397	306.175	237.824
Variazione delle rimanenze di merci	- 80.374	- 150.879	- 343.009
Oneri diversi di gestione	130.994	88.273	102.089
<b>Differenza tra valore e costi della produzione</b>	<b>236.540</b>	<b>215.065</b>	<b>180.586</b>
<b>PROVENTI E ONERI FINANZIARI</b>	<b>- 141.705</b>	<b>- 159.371</b>	<b>- 170.547</b>
Proventi finanziari	4	18	1.621
Oneri finanziari	127.196	156.611	174.388
Utili e perdite su cambi	- 14.513	- 2.778	2.220
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>94.835</b>	<b>55.694</b>	<b>10.039</b>
Imposte correnti sul reddito dell'esercizio	17.644	22.863	10.802
Imposte differite ed anticipate	44.465	8.200	- 5.820
<b>Utile (perdita) dell'esercizio</b>	<b>32.726</b>	<b>24.631</b>	<b>5.057</b>

#### 5. DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA

La presente valutazione deve intendersi riferita alla data di dichiarazione di fallimento coincidente con la sostanziale conclusione dell'attività aziendale essendo ad oggi l'attività sospesa.



VARISCO  
MENIS  
DUCA ZILLI  
PASSALENTI  
BUBISUTTI

Via A. Saffi, 21 – 20123 Milano  
Piazza G. Garibaldi, 14 – 33013 Gemona del Friuli (UD)  
Tel. 0432 980340 / 0432 980432  
Via G.B. Morgagni, 1 – 33028 Tolmezzo (UD)  
Tel. 0433 40977  
codice fiscale e partita IVA: 01382490306  
email [studio@studiolvma.it](mailto:studio@studiolvma.it) - PEC [studiolvma@legalmail.it](mailto:studiolvma@legalmail.it)

L'azienda risulta attualmente non operativa, pertanto, la valutazione degli asset aziendali non verrà effettuata secondo criteri di un'attività in funzionamento.

## 6. PERIMETRO VALUTATIVO

Oggetto della valutazione è il complesso aziendale della società "Cartiera di Rivignano S.p.A.", esercitata presso i due siti produttivi di Rivignano Teor (UD), localizzati in via G. Bruno n. 32 e in via J. Linussio n. 2.

Compongono l'azienda i seguenti beni:

- gli asset immateriali (marchi, concessioni, licenze ecc.)
- l'immobile di via Giordano Bruno 32
- l'immobile di via Linussio 2
- gli impianti, macchinari, attrezzature e arredamento inventariati presso i siti aziendali
- le giacenze di magazzino

Oggetto di valutazione sono le attività immateriali (c.d. intangibles) costituite dai marchi aziendali e la determinazione del valore economico dei due rami d'azienda esercitati presso i due siti produttivi, preso atto degli elaborati peritali dei beni mobili ed immobili già redatti per la curatela dal perito stimatore Geom. Marco Peresson con studio in Udine.

Rimangono escluse dalla valutazione eventuali altre attività immateriali e le giacenze di magazzino oggetto di un separato contratto estimatorio.

Dal perimetro valutativo rimangono inoltre esclusi i crediti, i debiti ed ogni altra attività e passività non specificamente elencati in quanto rimarranno in capo alla procedura concorsuale.

## 7. VALUTAZIONE DELLE ATTIVITA' IMMATERIALI

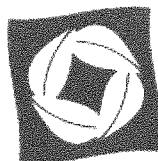
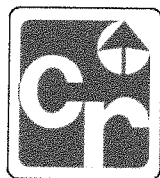
### ❖ MARCHI

Dalla documentazione ricevuta dal Curatore fallimentare ed a seguito d'indagine presso l'Ufficio italiano marchi e brevetti, a livello nazionale, risultano depositati i seguenti marchi. Detto elenco è consultabile nel seguente portale web <https://www.uibm.gov.it/bancadati>

Numero domanda	Data deposito	Stato lavorazione	Denominazione/titolo	Descrizione	Immagine marchio
362021000143438	09/08/2021	Registrata	CR	IL MARCHIO CONSISTE DALLA SIGLA "CR" ALL'INTERNO DI UN POLIGONO IRREGOLARE CHE RICHIAMA L'IMMAGINE DI UNA BANDIERA.	
362021000143435	09/08/2021	Registrata		IL MARCHIO RAPPRESENTA UN INSIEME DI 4 FOGLIE ALL'INTERNO DI UN POLIGONO IRREGOLARE CHE RICHIAMA, A SUA VOLTA, L'IMMAGINE DI UNA BANDIERA.	
362021000143414	09/08/2021	Registrata	CR	IL MARCHIO CONSISTE NELLE LETTERE "CR" (INIZIALI DELLA DITTA) DENTRO UNO SCUDETTO VERDE CON INSERITA LA FIGURA DI UN PINO STILIZZATO.	
362021000143408	09/08/2021	Registrata	TALIA	IL MARCHIO E' RAPPRESENTATO DALLA PAROLA "TALIA" (SCRITTA IN QUALSIASI CARATTERE E DIMENSIONE).	
302019000037665	11/06/2019	Registrata	BIO PREMIUM (FIGURATIVO)	IL MARCHIO FIGURATIVO DENOMINATO COMPOSTABILE E' RAPPRESENTATO DALLA COMBINAZIONE GRAFICA DELLE PAROLE BIO PREMIUM CON LA RELATIVA LETTERA "O" STILIZZATA E CHE RICHIAMA LA FORMA DI UNA FOGLIA CON IL SUO PICCOLO. E PUO' ESSERE IMPRESSO CON QUALSIASI DIMENSIONE, TIPO DI COLORE E/O TONALITA', ED E' VISIBILE AL PUNTO 6.	

302019000037683	11/06/2019	Registrata	BIO PREMIUM	IL MARCHIO E' RAPPRESENTATO DALLE PAROLE BIO PREMIUM CHE POTRANNO ESSERE SCRITTE AFFIANCATE, O SOVRAPPORTE ED IMPRESSE IN QUALSIASI CARATTERE, DIMENSIONE, COLORE E FORMA GRAFICA, COME VISIBILE AL PUNTO 6.	
302017000003381	17/01/2017	Registrata		IL MARCHIO DENOMINATO ALBERO MANI E' RAPPRESENTATO DA UN DISEGNO R AFFIGURANTE UN ALBERO AVENTE IL TRONCO E I RAMI STILIZZATI A FORMA DI MANI APERTE O ALTRE RAPPRESENTAZIONI GRAFICHE IN SOSTITUZIONE DELLE MANI, E PUO' ESSERE IMPRESSO CON QUALSIASI TIPO DI COLORE E/O TONALITA' E CON QUALSIASI DIMENSIONE, COME VISIBILE AL PUNTO 6.	
302017000003371	17/01/2017	Registrata		IL MARCHIO DENOMINATO ECOSOSTENIBILITA' E' RAPPRESENTATO DA UNA SERIE DI SEI IMMAGINI DISEGNI RAFFIGURANTI L'UTILIZZO, IL RECUPERO, LA RACCOLTA, LA COMPOSTABILITA' E BIODEGRADABILITA' DEI PRODOTTI IDENTIFICATI CON IL MARCHIO IN OGGETTO, IL QUALE POTRA ESSERE IMPRESSO IN QUALSIASI DIMENSIONE, COLORE E FORMA GRAFICA DELLE IMMAGINI CON STESSE, COME VISIBILE AL PUNTO 6.	
302017000003365	17/01/2017	Registrata	UNICART	IL MARCHIO E' RAPPRESENTATO DALLA PAROLA UNICART SCRITTA IN QUALSIASI CARATTERE, DIMENSIONE, COLORE E FORMA GRAFICA, COME VISIBILE AL PUNTO 6.	
302014902268678	10/06/2014	Registrata		IL MARCHIO DENOMINATO SEMICERCHI, CHE PUO' ESSERE IMPRESSO CON QUALSIASI TIPO DI COLORE E/O TONALITA' E CON QUALSIASI DIMENSIONE, E' RAPPRESENTATO DA UN DISEGNO RAFFIGURANTE DUE LINEE DRETTE E CURVE TOCCANTI ALLE IMMAGINI E/O FIGURE STILIZZATE DI GENERI ALIMENTARI E/O DI ANIMALI GENERALMENTE UTILIZZATI A SCOPO ALIMENTARE, COME VISIBILE AL PUNTO 6.	

Per ciascuno dei marchi sopra identificati viene riportata di seguito una breve descrizione:



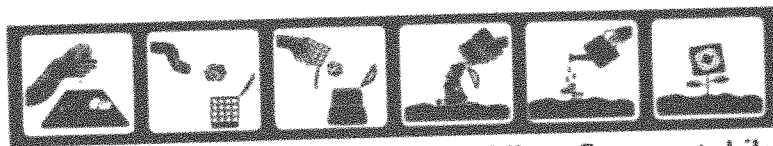
Si tratta dei marchi "storici" della società. Il marchio "CR" (Pino) è stato oggetto di primo deposito nel 2001; mentre il marchio "a quattro foglie" e il marchio "CR" nella nuova grafica, sono stati oggetto di primo deposito nel 2011. Questi marchi, unitamente a "TALIA", sono stati acquistati in data 6 marzo 2015 dalla società "Cartiera di Rivignano S.r.l." in concordato preventivo (CF 02235180235), al prezzo complessivo di euro 100.000.

\*\*\*\*\*



VARISCO  
MENIS  
DUCA ZILLI  
PASSALENTI  
BUBISUTTI

Via A. Saffi, 21 – 20123 Milano  
Piazza G. Garibaldi, 14 – 33013 Gemona del Friuli (UD)  
Tel. 0432 980340 / 0432 980432  
Via G.B. Morgagni, 1 – 33028 Tolmezzo (UD)  
Tel. 0433 40977  
codice fiscale e partita IVA: 01382490306  
email [studio@studiolvma.it](mailto:studio@studiolvma.it) - PEC [studiolvma@legalmail.it](mailto:studiolvma@legalmail.it)



Carta Ecosostenibile Biodegradabile e Compostabile

TALIA



Carta Ecosostenibile  
Biodegradabile  
Compostabile

Sono i marchi che identificano la linea di prodotti compostabili, denominata "TALIA". Trattasi di una carta per uso alimentare utilizzata nel settore dell'imballo alimentare per soddisfare le necessità di conservazione, di garanzia dell'incarto, di igienica protezione delle vivandé e di salvaguardia delle loro proprietà organolettiche.

\*\*\*\*\*

BIO PREMIUM

E' un marchio utilizzato nel settore dell'imballo alimentare, che configura prodotti realizzati con materie prime tali da assicurarne una buona resistenza meccanica, unita a particolari proprietà della sua superficie esterna, dal gradevole aspetto, ed una consistente stabilità dimensionale e un livello di rigidità ottimale per il mantenimento dell'incarto.

\*\*\*\*\*

UNICART

Rappresenta prodotti di carta utilizzata nel settore dell'imballo alimentare per soddisfare le necessità di conservazione, di garanzia dell'incarto, di igienica protezione delle vivande e di salvaguardia delle loro proprietà organolettiche. Il lato ricoperto da uno strato di polietilene garantisce un effetto barriera contro grasso e umidità.

\*\*\*\*\*



E' denominato semicerchi ed è utilizzato per prodotti alimentari.



#### a) CRITERIO DI VALUTAZIONE DEI MARCHI

I principi di valutazione a cui si è fatto riferimento per la stima del marchio sono quelli italiani *PIV* (Principi italiani di valutazione) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione. Di utile riferimento si pongono le *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi* emanate congiuntamente dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili e dalla Società Italiana dei Docenti di Ragioneria ed Economia Aziendale (SIDREA).

In accordo a tali principi la stima del valore corrente di un bene immateriale può essere compiuta facendo riferimento ad una delle seguenti metodologie:

- i) mercato;
- ii) reddito;
- iii) costo.

L'approccio di *mercato* si basa su un mercato attivo di cui si conoscono i *prezzi di riferimento* ovvero su *indicatori empirici* che risalgono al valore economico tramite moltiplicatori di grandezze legate da una relazione causale con il bene stesso (ad es. il fatturato). Tali metodologie trovano il loro fondamento nei dati espressi da transazioni di mercato che abbiano riguardato beni simili a quelli oggetto di stima.

Con l'approccio *reddituale* si stima il bene tramite i redditi differenziali rispetto ad aziende comparabili ma prive della forza del marchio oggetto di stima. Dal reddito differenziale va in ogni caso depurato l'effetto dovuto a fattori diversi dalla notorietà, quali la migliore qualità intrinseca del prodotto o una superiore organizzazione interna.

L'approccio reddituale viene di solito applicato attraverso i seguenti metodi:

- del *premium pricing*;
- dei *tassi di royalty*.

Il "*metodo del premium pricing*" misura l'extra reddito rispetto ad un prodotto anonimo. I benefici della presenza del marchio vanno considerati sia come maggiorazione al prezzo di vendita, sia come incremento o stabilità nei volumi di vendita. Dall'incremento di fatturato vanno poi sottratti i costi richiesti per il sostenimento del marchio (pubblicità, promozioni, provvigioni), nonché gli assestamenti per effetti diversi dalla notorietà.

Il "*metodo dei tassi di royalty*" determina il valore del marchio in base alle royalty che un terzo è disponibile a pagare per ottenere la licenza d'uso del marchio. Dopo aver individuato il tasso di royalty praticato sul mercato, mediante l'analisi di transazioni commerciali comparabili per tipologia merceologica dei beni e per forza del marchio, lo stesso viene utilizzato quale moltiplicatore rispetto ad un parametro aziendale (es. fatturato o altri valori maggiormente rappresentativi dell'azienda), che si prevede possa essere originato dai prodotti contrassegnati dal marchio.

I *metodi basati sui costi* possono essere classificati in base alla configurazione di riferimento: costo storico rivalutato, costo di riproduzione e di sostituzione.

Il "*costo storico rivalutato*" si basa sui costi storici associabili al bene immateriale, rivalutati per tener conto del fenomeno inflattivo.

Il "*costo di riproduzione e di sostituzione*" presuppone la capacità di identificare il piano di investimenti necessario ad una azienda anonima per ottenere un effetto di reputazione paragonabile a quello attuale. Normalmente per arrivare al costo di riproduzione si procede alla rivalutazione delle spese in conto capitale

sostenute per creare e promuovere il bene immateriale. Il costo di sostituzione prevede invece la stima dei costi di ricomposizione di un bene di utilità equivalente.

## **b) LA VALUTAZIONE DEI MARCHI DELLA SOCIETA' "CARTIERA DI RIVIGNANO S.P.A." CON IL METODO REDDITUALE DELLE ROYALTIES**

Analizzando i vari metodi di valutazione e tenendo conto delle informazioni disponibili, la scelta del metodo più appropriato per la stima del valore economico dei marchi, è ricaduta sul metodo reddituale dei **tassi di royalty**.

Si è ritenuto di non far ricorso ai metodi basati sul mercato data la particolarità dei beni oggetto di stima e la difficoltà di trovare una adeguata numerosità di transazioni simili, mentre non si è adottato l'approccio del costo, in quanto considerato residuale dai principi di valutazione, ovvero da applicare solo quando non sono esperibili gli altri approcci.

Il valore complessivo da attribuire ai marchi, in base al **metodo reddituale delle royalties**, è stato quindi determinato mediante l'applicazione la seguente formula:

$$M = V * r * \frac{1}{(1+i)^n}$$

dove:

**M** = valore dei marchi

**V** = parametro aziendale

**r** = tasso di royalties

$\frac{1}{(1+i)^n}$  = rappresenta il coefficiente di attualizzazione, calcolato al tasso di attualizzazione **i**, per il numero di anni in cui prevedibilmente il marchio darà benefici economici.

### **b.1) Tasso di royalties**

Nonostante l'esistenza di alcuni database on-line, come ROYALTYSTAT ([www.royaltystat.com](http://www.royaltystat.com)), SECTALISI e BUREAU VAN DIJK, la raccolta di dati dettagliati comparabili non è stata agevole. Analizzando i tassi impiegati nei vari settori, si è comunque constatato che i tassi di royalties oscillano tipicamente fra il 3% e il 12%. Essendo i prodotti della Cartiera di Rivignano prevalentemente destinati al settore alimentare si è ritenuto corretto far riferimento ai tassi medi di questo settore che generalmente si attestano sul 3%.

Considerato poi che i marchi oggetto di valutazione sono detenuti da una società che si trova in una situazione di fallimento e vista l'attuale situazione di congiuntura macro-economica, si è ritenuto corretto considerare un tasso di royalty inferiore a quello medio, quantificandolo in un **2,75%**.

### **b.2) Parametro di riferimento**

Una volta determinato il *tasso di royalty*, è stato necessario individuare il parametro aziendale cui applicarlo.

Nel caso di una società in stato di fallimento, la situazione di inattività aziendale porta ad escludere l'utilizzo di parametri che si fondano esclusivamente sulla redditività aziendale essendo influenzata, in uno stato di crisi, da fattori finanziari negativi. Per tale motivo, in una prospettiva di ripresa dell'attività aziendale nella quale l'utilizzatore potrà beneficiare della conoscenza sul mercato dei propri prodotti, grazie ai marchi, è stato scelto quale parametro di riferimento, il fatturato aziendale medio della Cartiera degli anni 2018 – 2020.

CONTO ECONOMICO			
	Esercizio al 31/12/2018	Esercizio al 31/12/2019	Esercizio al 31/12/2020
<b>Fatturato aziendale</b>	<b>7.879.905</b>	<b>8.577.474</b>	<b>7.563.914</b>
<b>VALORE MEDIO</b>	<b>8.007.098</b>		

Per approssimazione, il valore del fatturato medio viene arrotondato a euro 8.000.000.

### b.3) Il tasso di attualizzazione

Il prodotto fra il tasso di royalties e il fatturato, necessita poi di essere attualizzato al fine di poter riportare ad oggi il valore calcolato, considerando un adeguato orizzonte temporale. Stime basate su proiezioni a lungo periodo rischiano di rendere irrazionale e inattendibile la stima, pertanto, l'individuazione di un arco temporale limitato e compreso tra cinque e dieci anni generalmente circoscrive questo rischio implicito nella valutazione. Nel caso di specie si è ritenuto prudente considerare la durata per la variabile "n" pari ad un periodo minimo di **5 anni**.

Per la determinazione del tasso di attualizzazione è stato utilizzato il **CAPM** (*Capital Asset Pricing model*), calcolato in base alla seguente formula:

$$i = R_f + (R_m - R_f) * b$$

Dove:

**R<sub>f</sub>** = Rendimento corrente degli investimenti di media/lunga scadenza privi di rischio (*Risk free rate*), es. titoli di stato

**(R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub>)** = Premio per il rischio di mercato (*equity risk premium*), R<sub>m</sub> rappresenta il Rendimento medio del mercato azionario

**b** = coefficiente di rischio specifico del settore di riferimento

Il *Risk free rate* (R<sub>f</sub>) è stato valorizzato in misura pari al **2,65%**, corrispondente alla cedola dei BTP a 5 anni coerente all'orizzonte temporale di riferimento (*fonte Ministero dell'Economia e delle finanze*).

Il premio per il rischio (R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub>) è stato determinato per un valore del **6,42%** (*fonte Damodaran*).

Per *b* (o *Beta*) che esprime la variabilità del rendimento atteso dallo specifico investimento rispetto a quello di mercato, è stato considerato il coefficiente di rischio del settore (paper/Forest Products) nella misura del **0,85** (fonte Damodaran).

Considerati i valori sopra determinati, è stato determinato un tasso di attualizzazione pari a:

$$2,65\% + (6,42\% * 0,85) = 8,11\%, \text{ arrotondato all' } \mathbf{8,00\%}$$

#### **b.4) DETERMINAZIONE VALORE DEI MARCHI AZIENDALI**

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, il valore attribuibile ai marchi della società "Cartiera di Rivignano S.p.A.", applicando il metodo reddituale dei tassi di royalties, ha portato ai seguenti risultati:

$$M = V * r * @n/i'$$

$$M = 8.000.000 * 2,75\% * @5-8 = 149.728$$

Tenuto inoltre in considerazione il potenziale carico fiscale latente quantificato forfettariamente nella misura del 18%, si perviene al seguente risultato:

$$149.729 - 26.951 = 122.777$$

Sulla base della metodologia di valutazione scelta, ai marchi aziendali viene attribuito un valore arrotondato di euro **120.000**

#### ❖ **AVVIAMENTO**

Tenuto conto dell'assoggettamento della società ad una procedura concorsuale e dell'evidente mancanza dell'elemento fondamentale alla base della stima dell'avviamento, ovvero il c.d. *going concern*, si ritiene che il valore complessivamente attribuito ai marchi della società, comunque positivo, assorba anche l'avviamento commerciale.

#### **8. VALUTAZIONE DELLE ATTIVITA' MATERIALI**

La valutazione delle attività materiali è stata oggetto di specifiche perizie elaborate dal perito stimatore incaricato dalla procedura fallimentare, Geom. Marco Peresson, e ad esse si rinvia pertanto per maggior dettaglio. Di seguito si riepilogano i dati principali in quanto necessari alle successive valutazioni.

#### ❖ **TERRENI E FABBRICATI**

La società fallita è proprietaria di due complessi immobiliari siti nel comune di Rivignano Teor (UD) e precisamente:

##### 1) Complesso immobiliare sito in via Jacopo Linussio n. 2

Trattasi di un ampio stabilimento con uffici sito nella zona industriale-artigianale. Il fabbricato è composto da una struttura prefabbricata in cemento armato sviluppato al piano terra ad esclusione degli uffici, che si

sviluppano su due piani. Presso lo stabilimento veniva effettuata prevalentemente l'attività di lavorazione e trasformazione della carta ad uso alimentare, mediante l'impiego di politenatrici e ribobinatrici.

2) Complesso immobiliare sito in Via Giordano Bruno 32

Trattasi del fabbricato storico della società, sito nella frazione di Sivigliano. Il complesso industriale risale agli anni '60, cui sono seguite ulteriori realizzazioni in epoche differenti; infatti, il complesso industriale, oltre al corpo di fabbrica principale, è composto da diversi corpi di fabbrica adiacenti tra loro. Presso tale stabilimento veniva effettuata prevalentemente l'attività di produzione della carta, direttamente dalla cellulosa.

Il perito stimatore ha valutato il compendio immobiliare come segue:

Complesso immobiliare sito in Via Jacopo Linussio n. 2	2.000.000
Complesso immobiliare sito in Via Bruno n. 32	710.000
<b>TOTALE COMPLESSIVO VALUTAZIONE IMMOBILIARE</b>	<b>2.710.000</b>

❖ **ALTRI BENI MATERIALI**

Trattasi prevalentemente di impianti e macchinari, utilizzati presso i due siti aziendali, per la produzione e lavorazione della carta e di altri beni costituiti da elementi di arredo. Anche questi sono stati stimati dal Geom. Marco Peresson, come segue:

Cespiti presso il complesso immobiliare sito in Via Bruno n. 32	228.407
Arredamenti presso il complesso immobiliare sito in Via Bruno n. 32	2.749
<b>TOTALE COMPLESSIVO VALUTAZIONE MOBILI PRESSO VIA BRUNO N. 32</b>	<b>231.156</b>

Cespiti presso il complesso immobiliare sito in Via Linussio n. 2	403.551
Arredamenti presso il complesso immobiliare sito in Via Linussio n. 2	20.500
<b>TOTALE COMPLESSIVO VALUTAZIONE MOBILI PRESSO VIA LINUSSIO N. 2</b>	<b>424.051</b>

**9. VALUTAZIONE DELL'AZIENDA**

Dopo aver attribuito un valore di stima agli asset immateriali e preso atto delle valutazioni attribuite ai beni materiali, la sottoscritta ha proceduto con la determinazione del valore economico dell'azienda nel suo complesso e dei due rami siti nel Comune di Rivignano Teor (UD).

**CRITERI DI VALUTAZIONE**

La scelta delle metodologie applicabili per le finalità della presente relazione è stata svolta attraverso un'analisi allargata dei metodi potenzialmente utilizzabili. Essi sono molteplici e sono riconducibili alle seguenti fattispecie:

- i. criteri analitici (metodi finanziari, metodi reddituali, metodi patrimoniali e metodi misti);

- ii. criteri di mercato (metodo dei multipli di borsa, metodo delle transazioni comparabili e metodi empirici).

#### a) Criteri analitici

##### 1) Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali si fondano sul principio della valutazione analitica degli elementi dell'attivo e del passivo attraverso la riespressione a valori correnti dei singoli elementi attivi e passivi iscritti in bilancio.

In particolare, nell'ambito dei metodi patrimoniali si distingue tra:

- *metodi patrimoniali semplici*, che si basano sulla valutazione dei soli beni materiali, attribuendo valori correnti a ciascun componente del complesso aziendale;
- *metodi patrimoniali complessi*, che comportano la valorizzazione specifica anche dei beni immateriali che spesso non figurano nello stato patrimoniale.

La valutazione degli elementi attivi immateriali può avvenire per due vie:

- in base ai costi correnti di sostituzione, ottenuti per capitalizzazione dei costi storici rivalutati o in altro modo ritenuto significativo;
- in base ai prezzi praticati per elementi dello stesso tipo in recenti negoziazioni.

##### 2) Metodi reddituali

I metodi reddituali traggono spunto dalla valutazione della capacità reddituale dell'azienda o delle attività oggetto di valutazione.

##### 3) Metodi finanziari

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa, l'elemento fondamentale ai fini della valutazione.

##### 4) Metodi misti

I metodi misti combinano le caratteristiche dei metodi patrimoniali e reddituali sopra descritti fornendo generalmente valori compresi fra quelli stimabili con le due metodologie indicate.

#### b) Criteri di mercato

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile facendo riferimento al prezzo applicato sul mercato in scambi di beni similari, avvenuti nel recente passato. L'assunto generale è che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore dell'impresa.

Tenuto conto che la finalità della presente stima è l'individuazione del valore del capitale economico di cessione dell'azienda di proprietà della "Cartiera di Rivignano S.p.A.", da intendersi come la determinazione del prezzo che potrebbe essere considerato come equo corrispettivo della compravendita, considerate le diverse metodologie di stima applicabili, la sottoscritta ha ritenuto di utilizzare nel caso specifico una valutazione basata sul **metodo patrimoniale complesso** escludendo l'utilizzo di metodi reddituali, semplici o misti, nonché di metodi finanziari, in quanto i risultati economici registrati negli ultimi anni non avrebbero permesso la determinazione di un risultato oggettivo.

#### **DETERMINAZIONE DEL VALORO DELL'AZIENDA NEL SUO COMPLESSO**

Tenuto conto della valutazione dei beni materiali (immobili e mobili) inventariati nei due siti aziendali di Rivignano Teor (UD) attribuita dal Geom. Marco Peresson, al cui elaborato si rimanda per un'esauritiva esplicitazione sui criteri e modalità di stima applicati, nonché della valutazione delle attività immateriali operata dalla sottoscritta, di seguito vengono riassunte le stime attribuite agli elementi costituenti l'azienda nel suo complesso:

**1. Valore attribuito al compendio immobiliare**

Valore dell'intero compendio immobiliare	2.710.000
--	-----------

**2. Valore attribuito agli altri beni mobili aziendali**

Valore degli altri beni mobili aziendali	655.207
--	---------

**3. Valore attribuito agli asset immateriali**

Valore dei marchi aziendali (comprensivi dell'avviamento)	120.000
---	---------

Applicando la formulazione del metodo Patrimoniale Complesso ai valori così determinati, si perviene al seguente risultato:

$$Ve = (K + I)$$

$$Ve = 3.365.207 + 120.000 = 3.485.207$$

Dove: **Ve** è il valore dell'azienda

**K** è il valore dei beni materiali stimati a valori correnti, con esclusione dei beni immateriali

**I** sono i beni immateriali

Arrotondando il valore così calcolato, all'intera azienda, nel perimetro oggetto di valutazione, viene attribuito un valore complessivo di euro 3.500.000.

**10. VALUTAZIONE DEI RAMI AZIENDALI IN BASE ALLA LOCALIZZAZIONE**

Alla sottoscritta è stato inoltre richiesto, una volta determinato il valore dell'azienda, di attribuire un valore ai due rami aziendali, quello produttivo di Via Giordano Bruno n. 32 e quello della lavorazione della carta di Via Jacopo Linussio n. 2.

In tal senso, a seguito di confronto con il Curatore fallimentare, si è ritenuto opportuno attribuire il valore degli *asset immateriali* (i marchi), al ramo d'azienda sito in Via J. Linussio n. 2 in ragione della tipologia di

attività svolta nel sito produttivo nel quale vengono realizzati i diversi prodotti destinati ad essere commercializzati sul mercato.

Il valore dei rami d'azienda è stato quindi così attribuito:

❖ **RAMO D'AZIENDA sito in via Jacopo Linussio n. 2**

Complesso immobiliare sito in via Jacopo Linussio n. 2	2.000.000
Cespiti presso il complesso immobiliare sito in Via Linussio n. 2	403.551
Arredamenti presso il complesso immobiliare sito in Via Linussio n. 2	20.500
Valore degli asset immateriali	120.000
<b>TOTALE RAMO D'AZIENDA PRESSO VIA LINUSSIO N. 2</b>	<b>2.544.051</b>

➤ **Valore del RAMO D'AZIENDA sito in via Jacopo Linussio n. 2, arrotondato ad euro 2.550.000**

❖ **RAMO D'AZIENDA sito in Via Giordano Bruno n. 32**

Complesso immobiliare sito in Via Bruno n. 32	710.000
Cespiti presso il complesso immobiliare sito in Via Bruno n. 32	228.407
Arredamenti presso il complesso immobiliare sito in Via Bruno n. 32	2.749
<b>TOTALE RAMO D'AZIENDA PRESSO VIA BRUNO N. 32</b>	<b>941.156</b>

➤ **Valore del RAMO D'AZIENDA sito in Via Giordano Bruno 32, arrotondato ad euro 950.000**

## 11. VALUTAZIONE DI CONGRUITA' DEL CANONE D'AFFITTO D'AZIENDA

Nell'interesse dei creditori concorsuali, il curatore deve poter valutare, in assenza di soggetti immediatamente interessati all'acquisto, la convenienza nel concedere in affitto l'azienda o distintamente i suoi rami, oppure liquidare i singoli cespiti.

A tale scopo, determinato il valore del complesso aziendale e fatte le sopra richiamate premesse, in conformità all'incarico conferito, la sottoscritta ha proceduto con la quantificazione di un valore indicativo di congruità del canone d'affitto dell'azienda nel suo complesso e dei due rami produttivi.

### CRITERI DI VALUTAZIONE DEL CANONE CONGRUO

La dottrina economico-aziendale ha proposto vari approcci per la valutazione del "canone congruo" d'affitto d'azienda, di seguito vengono descritti i più utilizzati:

- il canone congruo è calcolato come prodotto tra il valore del capitale economico e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata. Il valore del capitale economico va



determinato facendo ricorso a grandezze *stock* e non a grandezze flusso in quanto i flussi attesi rappresentano l'incognita da determinare producendo problemi di circolarità. Per tale motivazione, è preferibile stimare il valore economico con metodi patrimoniali complessi ossia aggiungendo al patrimonio netto rettificato il valore dei beni immateriali non contabilizzati. Circa il tasso di remunerazione, esso va calcolato utilizzando il Capital Asset Pricing Model (C.A.P.M.) oppure la regola empirica di Stoccarda. In caso di fallimento, è opportuno sottrarre dal valore, l'ammontare di una correzione reddituale, quantificata attualizzando i differenziali tra redditi congrui e redditi normalizzati realizzabili nei successivi 3-5 esercizi;

- il canone congruo è quantificato calcolando il prodotto tra il valore dell'azienda determinato secondo il metodo patrimoniale e una percentuale inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali d'azienda determinata in un intervallo compreso tra zero e la redditività normale di settore;
- il canone congruo è determinato come prodotto tra il valore d'uso del patrimonio locato e un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato. Il valore d'uso va quantificato attualizzando i flussi attesi dal capitale dell'azienda oggetto del contratto di affitto. Circa il tasso di congrua remunerazione, va determinato considerando il rischio di insolvenza del conduttore, ossia l'alea legata alla possibilità che non sia in grado di fronteggiare gli impegni assunti con l'accordo nonché alla sopportazione da parte del locatore, di un rischio derivante dalla possibile riduzione del valore dell'avviamento.

Questi approcci, pur prendendo a riferimento delle grandezze differenti, concordano tutti nel ritenere che il canone "congruo" possa essere quantificato come prodotto fra il valore dell'azienda moltiplicato per un determinato tasso di remunerazione "r".

Il saggio o tasso di remunerazione "r", impiegabile per quantificare il canone di locazione, può oscillare in un intervallo nel quale l'estremo inferiore è il tasso privo di rischio, mentre l'estremo superiore è il costo del capitale che, per semplicità, può essere determinato sulla base di dati medi settoriali.

Ciò considerato, tenuto conto:

- di un tasso privo di rischio (*risk free rate*), valorizzato in misura pari all'1,60% (fonte MEF - BTP del 17.11.2022 – durata 6 anni) rispetto a un costo medio del capitale attuale del 5% (fonte Borsa Italiana);
- di un tasso medio di remunerazione, inquadrabile nell'ambito alimentare, di circa il 3%;
- che viene concessa in affitto un'azienda appartenente ad una società soggetta a procedura concorsuale e pertanto che non si trova in uno stato di normale funzionamento;

risulta congrua l'applicazione di un tasso di remunerazione per la quantificazione dell'ipotetico canone d'affitto d'azienda pari al 3%.

Ciò premesso, il valore del canone annuo congruo d'affitto d'azienda può essere calcolato applicando la seguente formula:

$$C = i * W$$

$$C = 3\% * 3.500.000 = 105.000$$

Dove: **C** è il canone annuo d'affitto

**i** è un tasso di remunerazione (che riflette il rischio di inadempimento della controparte)

**W** è il valore dell'azienda

In forza della metodologia di stima sopra descritta si determina un valore congruo del canone annuo d'affitto dell'azienda nel suo complesso in euro **110.000**.

Nel caso in cui la procedura concorsuale dovesse invece decidere di affittare separatamente i due siti produttivi, adottando la medesima metodologia di stima, si ritengono congrui i seguenti canoni distinti per sito produttivo:

VALORE RAMO D'AZIENDA sito in via Jacopo Linussio n. 2	2.550.000
TASSO	3%
Valore canone congruo Via Linussio	76.500

- **VALORE CONGRUO DEL CANONE ANNUO D'AFFITTO DEL RAMO D'AZIENDA sito in via Jacopo Linussio n. 2, arrotondato ad euro 80.000**

VALORE RAMO D'AZIENDA sito in Via Giordano Bruno 32	950.000
TASSO	3%
Valore canone congruo Via G. Bruno	28.500

- **VALORE CONGRUO DEL CANONE ANNUO D'AFFITTO DEL RAMO D'AZIENDA sito in via Giordano Bruno n. 32, arrotondato ad euro 30.000**

## 12. CONSIDERAZIONI FINALI

La sottoscritta, ritenendo di aver compiutamente assolto all'incarico ricevuto, è pervenuta quindi alle seguenti valutazioni:

- agli asset immateriali, costituiti dai marchi, viene attribuito un valore di euro **120.000 (centoventimila/00)**;

- al complesso aziendale di proprietà della Cartiera di Rivignano S.p.a., costituito da beni materiali e immateriali (con esclusione del magazzino, dei crediti e dei debiti nonché di ogni altro elemento al di fuori del perimetro valutativo) viene attribuito un valore complessivo di euro **3.500.000 (tremilionicinquecentomila/00)**,

- ai due siti produttivi della Cartiera di Rivignano S.p.a, situati entrambi a Rivignano, viene attribuito il seguente valore:

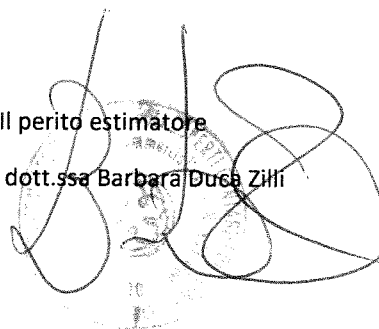
- valore del ramo d'azienda di Via Jacopo Linussio n. 2: euro **2.550.000 (duemilionicinquecentocinquantamila/00)**;
- valore del ramo d'azienda di Via Giordano Bruno 32: euro **950.000 (novecentocinquantamila/00)**.

- il valore congruo del canone annuo d'affitto d'azienda nel suo complesso (per entrambi i siti produttivi) viene determinato in euro **110.000 (centodiecimila)**, di cui:

- per il ramo sito in Via J. Linussio n. 2, un canone annuo di euro **80.000 (ottantamila/00)**;
- per il ramo sito in Via Giordano Bruno n. 32, un canone annuo di euro **30.000 (trentamila/00)**.

Gemona del Friuli (UD), 30 novembre 2022

Il perito estimatore  
dott.ssa Barbara Duca Zilli





VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

L'anno 2022, il giorno 2 del mese di dicembre, presso il Tribunale di Udine, davanti al sottoscritto Giudice Delegato, dott. Gianmarco Calienno si è presentata la **dott.ssa Barbara Duca Zilli**, nata a Udine il 23 luglio 1972, C.F. DCZBBR72L63L483R, identificata mediante carta di identità n. AT 3877717 rilasciata dal Comune di Trasaghis il 16 febbraio 2013, iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della provincia di Udine al n. 631 ed iscritta al Registro dei Revisori Legali al n. 130459, domiciliata in Gemona del Friuli - piazza Garibaldi n. 14, la quale chiede di asseverare con giuramento una perizia di stima aziendale redatta in adempimento dell'incarico conferito dal curatore fallimentare della società "**CARTIERA DI RIVIGNANO S.P.A. - in fallimento**", con sede in Rivignano - Teor (UD), codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle imprese di Pordenone - Udine 02743960300.

Il perito, previa ammonizione, presta giuramento secondo la formula:

*"Giuro di avere bene e fedelmente adempiuto le operazioni affidatemi al solo scopo di far conoscere la verità".*

Del che viene redatto il presente verbale che viene letto, confermato e sottoscritto.

Udine, li 2 dicembre 2022

IL PERITO

Dott.ssa Barbara Duca Zilli



IL GIUDICE DELEGATO

Dott. Gianmarco Calienno

