

PERIZIA DI STIMA

Del marchio, della domanda di brevetto e delle
partecipazioni di

AIRO INDUSTRIES S.R.L. **IN LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE**

N. 45/2025 REG. GEN. TRIBUNALE DI REGGIO EMILIA

GIUDICE DELEGATO: DOTT.SSA SIMONA BOIARDI

CURATORE: AVV. MATTIA SPAGGIARI



Scandiano (RE), 13 ottobre 2025

A CURA DEL PERITO DOTT. STEFANO MONTANARI

SOMMARIO

1	Premessa	3
2	Dati e notizie relativi alla società	4
2.1	Indipendenza, consapevolezza dello scopo della valutazione e codice etico	5
2.2	Oggetto e finalità dell'incarico.....	6
2.3	La data di riferimento della stima	8
2.4	La documentazione utilizzata ai fini dello svolgimento dell'incarico peritale e le attività svolte dall'esperto.....	8
2.5	Restrizioni all'uso della presente Relazione di Stima	9
3	Marchio	9
3.1	La valutazione dei Marchi.....	9
3.2	Metodologie di stima del valore economico dei marchi	11
3.3	Scelta del metodo di valutazione.....	14
3.4	Società comparabili di riferimento.....	15
3.5	Redditi attesi futuri.....	16
3.6	Tasso di royalty.....	17
3.7	Tasso di attualizzazione.....	19
3.7.1	Struttura finanziaria considerata nel calcolo del WACC.....	23
3.7.2	Determinazione del Tasso di attualizzazione	23
3.8	Orizzonte temporale considerato	24
3.9	Determinazione del valore del Marchio "Airo"	24
4	Brevetto	26
5	Partecipazione AIRO SARL	27
6	Conclusioni	30

1 PREMESSA

Il sottoscritto, Dott. Stefano Montanari, Professore Associato di “Economia aziendale” presso il Dipartimento di Economia “Marco Biagi” dell’Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia, nonché dottore commercialista in Scandiano, iscritto all’Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della Circonscrizione del Tribunale di Reggio nell’Emilia al n. 689A, nonché revisore contabile iscritto al n. 125329 del Registro dei Revisori contabili (G.U. suppl. 36 – IV Serie Speciale – del 07/05/2002), con studio professionale in Scandiano (RE), Piazza Matteo Maria Boiardo, 2, telefono 0522/1727990, nato a Reggio Emilia (RE) il 18 giugno 1970 e residente in Rubiera (RE), Via Ungaretti n. 7, con codice fiscale MNT SFN 70H18 H223I,

premessò

- che in data 16 maggio 2025 è stata dichiarata l’apertura della liquidazione giudiziale della società, con decreto del Tribunale di Reggio Emilia, Sezione procedure concorsuali, ed è stato nominato quale Giudice Delegato la Dott.ssa Boiardi Simona e curatore l’Avv. Mattia Spaggiari.
- di aver ricevuto dall’Avv. Mattia Spaggiari, in qualità di liquidatore della società Airo Industries S.r.l. in liquidazione giudiziale, l’incarico di consulente per la valutazione del marchio “AIRO”, della domanda di brevetto italiano n. 102023000027642, depositata il 21 dicembre 2023 e intitolata “Piattaforma mobile per macchina semovente di lavoro e relativa macchina semovente di lavoro”, nonché della partecipazione totalitaria nella società AIRO SARL, interamente di proprietà di Airo Industries S.r.l. in liquidazione giudiziale (di seguito “**Airo**” o la “**Società**”), con sede in Via Villa Superiore 82, 42045 Luzzara (RE), capitale sociale di Euro 4.744.535,00 i.v., Codice Fiscale e Partita IVA n. 00914750351, iscritta al Registro delle Imprese di Reggio Emilia con il medesimo numero, nell’ambito del procedimento di liquidazione giudiziale n. 45/2025;
- che il sottoscritto si appresta a redigere la presente perizia sulla base della seguente documentazione:
 - i. Bilanci depositati di “Airo” relativamente dagli anni 2020 al 2023;
 - ii. Bilancio di verifica al 31/12/2024 ed al 16/05/2025;
 - iii. Richiesta di brevetto nr. 102023000027642 depositata il 21/12/2023;
 - iv. Perizia di stima beni mobili effettuato dal Vice Direttore I.V.G. Maurizio Nobili;
 - v. visure camerali;

tutto ciò posto e premesso

presenta

la seguente perizia di stima del marchio “Airo”, della domanda di brevetto e della partecipazione Airo Sarl di proprietà della “Airo Industries S.r.l. in liquidazione giudiziale” alla data del 30 settembre 2025.

2 DATI E NOTIZIE RELATIVI ALLA SOCIETÀ

Airo Industries S.r.l. è una società italiana con sede a Luzzara (Reggio Emilia, Emilia-Romagna), operante nel settore della fabbricazione di macchine e apparecchi di sollevamento e movimentazione (codice Ateco 28.22). Fondata nel 1980, l'azienda produce piattaforme aeree semoventi e sistemi per il lavoro in altezza, ponendo forte attenzione alla sicurezza, all'innovazione tecnologica e alla qualità dei propri prodotti e servizi. La società esercita attività di produzione, vendita, assistenza post-vendita, formazione tecnica e gestione ricambi originali.

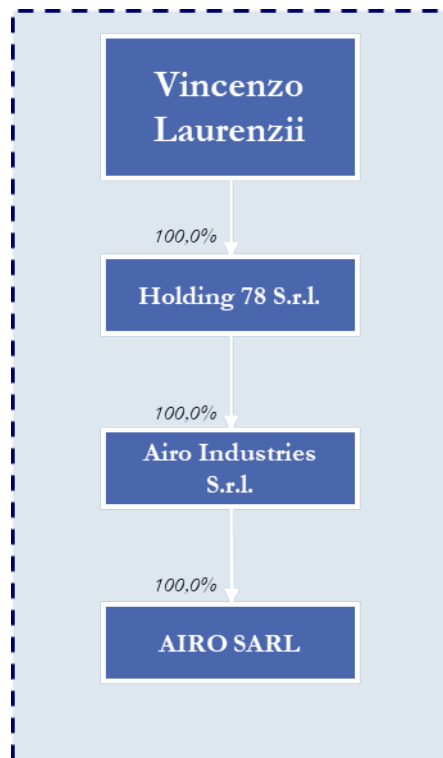
L'oggetto sociale include:

- attività di carpenteria in genere;
- manutenzione e installazione di impianti industriali;
- costruzione, vendita e commercializzazione di mezzi per il trasporto interno e il sollevamento;
- revisione, manutenzione e noleggio di tali mezzi;
- costruzione e vendita di prodotti collegati e accessori;
- assunzione e gestione di partecipazioni in altre imprese, anche con attività di coordinamento e finanziamento.

La Società vanta una storia articolata, caratterizzata da passaggi di proprietà che ne hanno segnato l'evoluzione. Fondata originariamente dai signori Ferramola sotto la denominazione di Tigieffe S.r.l., l'azienda si è progressivamente affermata nel settore delle macchine e piattaforme per il sollevamento. In un secondo momento, la proprietà è stata trasferita alla società cinese Beijing Jingcheng Heavy Industry Co. Ltd, gruppo industriale di primaria rilevanza internazionale, che ha detenuto il controllo fino a fine 2023. Successivamente, la Società è stata ceduta all'imprenditore Emanuele Borgogna. A seguire, nel novembre 2024, attraverso la Holding 78 S.r.l., di cui il dott. Vincenzo Laurenzii risulta socio unico e amministratore unico, è stato perfezionato l'acquisto del 60% delle quote sociali, segnando un rilevante cambiamento nella governance aziendale. Nell'aprile 2025, il dott. Laurenzii ha acquisito anche il residuo 40% di partecipazione detenuto dal sig. Borgogna, divenendo così titolare dell'intero capitale sociale della società tramite la controllante Holding 78 S.r.l., con sede a Pescara (PE), Piazza della Rinascita 74.

Infine, in data 16 maggio 2025 è stata dichiarata l'apertura della liquidazione giudiziale della Società, con decreto del Tribunale di Reggio Emilia, Sezione procedure concorsuali, ed è stato nominato quale Giudice Delegato la Dott.ssa Boiardi Simona e curatore l'Avv. Mattia Spaggiari.

La società detiene inoltre una partecipazione totalitaria in AIRO SARL, società di diritto francese. Il gruppo è così composto:



La Società adotta un sistema di amministrazione con amministratore unico. Attualmente la carica è ricoperta da Vincenzo Laurenzii, nominato il 20 novembre 2024 e in carica a tempo indeterminato.

L'organo di controllo è composto da:

- Maurizio Tostati, sindaco unico, nominato nel 2022, con mandato fino all'approvazione del bilancio 2024;
- la società di revisione P.R.M. S.r.l. di Modena, incaricata della revisione legale.

2.1 INDIPENDENZA, CONSAPEVOLEZZA DELLO SCOPO DELLA VALUTAZIONE E CODICE ETICO

Quanto ai requisiti professionali e di indipendenza, con la firma della Relazione, il sottoscritto dichiara:

- di essere iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Reggio Emilia al n. 689/A;
- di essere iscritto nel Registro dei Revisori Legali presso il Registro dei Revisori legali al nr. 125329 (G.U. suppl. 36 – IV Serie Speciale – del 07/05/2002);

- di non avere procedimenti disciplinari in corso o altre cause di sospensione o inibizione all'esercizio della professione;
- di avere comprovata esperienza in materia di valutazione, avendo redatto varie relazioni di stima – sia legali, sia a fini conoscitivi – di complessi aziendali, beni immobili e partecipazioni societarie;
- di non avere legami con la Società e con coloro che hanno interesse alla stima di natura personale o professionale tali da compromettere l'indipendenza di giudizio.

Lo scrivente sotto la propria responsabilità dichiara di essere consapevole dello scopo e della finalità della valutazione.

2.2 OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO

Come ricordato in premessa, allo scrivente Perito è stato conferito l'incarico di procedere alla determinazione del valore economico del marchio "AIRO", nonché della domanda di brevetto e della partecipazione totalitaria detenuta in "AIRO SARL", nell'ambito del procedimento di liquidazione giudiziale del Gruppo Airo. La valutazione ha lo scopo di fornire elementi utili alla quantificazione del grado di soddisfacimento del ceto creditorio, nell'ipotesi di liquidazione dei beni aziendali, e dunque di stimare il valore di mercato dei suddetti *asset* immateriali e partecipativi in un'ottica di realizzo.

Il marchio "AIRO" risulta registrato a livello nazionale, con prima registrazione in data 28 gennaio 1994 e ultimo rinnovo in data 13 marzo 2023, nella classe 12 della Classificazione di Nizza (veicoli e apparecchi di trasporto), con numero di registrazione 362023000038268.

AIRO

La Società detiene inoltre una domanda di brevetto italiano n. 102023000027642, depositata il 21 dicembre 2023, avente ad oggetto una "Piattaforma mobile per macchina semovente di lavoro e relativa macchina semovente di lavoro".

Infine, oggetto della presente valutazione è anche la partecipazione totalitaria nella società "AIRO SARL", società di diritto francese interamente controllata da Airo Industries S.r.l. in liquidazione giudiziale.

Prima di entrare nelle procedure di valutazione, a completamento delle premesse fin qui illustrate, è opportuno effettuare due considerazioni al fine di chiarire al lettore la portata della stima contenuta nel presente lavoro.

Anzitutto, benché la valutazione sia finalizzata alla determinazione di un prezzo di vendita, resta pur sempre una stima del valore, seppur volta ad approssimare quanto un operatore economico potrebbe razionalmente offrire per acquistare la società. Il prezzo, infatti, è un “dato” espresso dal mercato ed ottenuto dall’incontro fra la domanda e l’offerta di un determinato “bene”. I “valori”, invece *“sono grandezze stimate a mezzo di previsioni di flussi, di apprezzamento dei rischi (e quindi dei tassi) e talora di quantità-stock, legate a mezzo di formule: in parte sono perciò “opinioni”.”*¹

Nel caso di specie l’ipotesi di cessione degli *asset* detenuti dalla Società rappresenta, allo stato attuale, una mera astrazione in quanto non esistono né offerte vincolanti, né, tantomeno, semplici dichiarazioni di interesse da parte di potenziali acquirenti. Il risultato a cui si perviene risulta pertanto condizionato dalle scelte valutative compiute dal Perito che, sebbene utilizzi formule ampiamente diffuse nella migliore prassi professionale ed applichi parametri riscontrabili sui mercati finanziari, agisce pur sempre in base alla propria sensibilità ed esperienza professionale che determinano sul lavoro complessivo un ineliminabile grado di soggettività.

Altra considerazione da esplicitare è il fatto che il valore cercato rientri nel cosiddetto “valore di acquisizione”, che la letteratura definisce come *“il valore soglia oltre il quale, nell’ottica di uno specifico acquirente, l’acquisizione di un’azienda cessa di essere conveniente; è il punto di equilibrio che rende tale soggetto indifferente a concludere o meno la transazione.”*².

In questa prospettiva riveste notevole importanza l’ipotesi sulla natura del potenziale acquirente. Un possibile acquirente finanziario (es. fondo di *private equity*), infatti, considera i beni oggetto di investimento come un investimento isolato (*stand alone*) e cercherà nella determinazione del prezzo di acquisto di non superare il valore attuale di tutte le entrate che prevede di conseguire in futuro dagli *asset* acquisiti, sia in termini di flussi di cassa, sia in termini di valore di realizzo finale. L’ipotesi che un acquirente finanziario possa interessarsi agli *asset* della Società oggetto di valutazione è tuttavia molto remota, in quanto generalmente l’attenzione di questi operatori si rivolge a società *in bonis* in grado di produrre flussi di redditi e di cassa abbondanti e stabili nel tempo.

Più probabile, invece, è l’interessamento di un’altra tipologia di acquirente, ossia dell’acquirente strategico. Si tratterebbe in questo caso di un operatore del settore che intende acquistare la società o gli *asset* ad essa appartenenti per realizzare un progetto industriale in combinazione con la propria struttura produttiva al fine, ad esempio, di ampliare la propria capacità produttiva, di acquisire nuovi clienti, di eliminare un concorrente da mercato, di acquisire competenze produttive e manageriali, ecc. *“In linea di principio, l’acquirente strategico si pone l’obiettivo di offrire un prezzo non superiore rispetto ai vantaggi, scontati all’attualità, ottenibili con l’acquisizione”*³. Tali vantaggi economici non sono riconducibili unicamente ai redditi che l’azienda o, più in generale, gli *asset* oggetto di valutazione potranno generare autonomamente nel tempo, ma

¹ Guatri L., Bini M., 2007, *“La valutazione delle aziende”*, ed. Egea, Milano, pag. 8.

² Guatri L., Bini M., 2007, *“La valutazione delle aziende”*, op. cit., pag. 269.

³ Guatri L., Bini M., 2007, *“La valutazione delle aziende”*, op. cit., pag. 271.

comprendono anche i benefici sinergici che un potenziale acquirente potrà conseguire attraverso la loro integrazione nel proprio contesto aziendale.

Tali vantaggi, detti sinergie, sono in genere misurabili in termini di maggiori utili lordi e di riduzione dell'incidenza dei costi. Il prezzo quindi che si viene a formare per una operazione di cessione con un operatore industriale è quindi astrattamente riconducibile a due elementi distinti: il valore della società o dei singoli *asset* oggetto di valutazione considerati autonomamente (valutazione *stand-alone*) ed il valore delle sinergie. Quest'ultimo valore, quantificabile solo attraverso l'analisi del caso specifico e mai astrattamente, sarà poi oggetto di ripartizione fra le parti contraenti in base al potere contrattuale che ciascuna potrà esercitare sull'altra.

In conclusione, lo scopo del presente lavoro è quello di stimare il valore dei singoli *asset* oggetto di analisi — in particolare del marchio "AIRO", della domanda di brevetto e della partecipazione in AIRO SARL — ipotizzandone la vendita in un contesto di liquidazione unitaria. Si tratta, in ogni caso, della determinazione di un valore teorico, e non di un prezzo effettivo di realizzo, poiché allo stato non risultano proposte di acquisto né manifestazioni d'interesse da parte di potenziali acquirenti. L'importo stimato rappresenta pertanto l'esito delle scelte valutative operate dal Perito, sia in termini di parametri finanziari applicati, sia in relazione ai modelli di valutazione utilizzati. Tale valore potrebbe, in ogni caso, differire anche sensibilmente dal prezzo effettivo che un eventuale soggetto interessato potrebbe offrire per i medesimi beni, in quanto il procedimento di stima adottato, dovendo astrarre dalle caratteristiche e dalle finalità di un potenziale acquirente, non considera gli effetti di eventuali sinergie derivanti dall'integrazione degli asset in un diverso contesto aziendale.

2.3 LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA

La data di riferimento della stima è il 30 settembre 2025, ossia la miglior approssimazione del valore odierno in base ai dati a disposizione dello scrivente perito.

2.4 LA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA AI FINI DELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO PERITALE E LE ATTIVITÀ SVOLTE DALL'ESPERTO

Ai fini della stima del valore del marchio, della partecipazione e del brevetto, sono stati analizzati gli ultimi bilanci depositati di Airo ed in particolare i bilanci per gli esercizi chiusi dal 31 dicembre 2019 al 31 dicembre 2023 nonché il bilancio di verifica al 31 dicembre 2024, non approvato in quanto la procedura di liquidazione giudiziale è intervenuta prima della sua approvazione.

Per la valutazione del marchio, è stata inoltre utilizzata la banca dati Markables (www.markables.com), specializzata nell'analisi di transazioni e valori di marchi e altri asset immateriali derivanti da operazioni di M&A, attraverso la ricerca effettuata per i codici CPC (Central Product Classification).

Parallelamente, è stata svolta un'analisi di mercato attraverso la piattaforma Valutico, che si avvale di primari *data provider* internazionali quali S&P Capital IQ, Beauhurst, EMIS (*Emerging Markets Information Service*) e Trading Economics, così da integrare i dati economico-finanziari con indicatori di settore e *trend* aggiornati.

Tale approccio combinato, che integra fonti contabili ufficiali e *benchmark* di mercato, ha consentito di pervenire a una stima del valore dei beni oggetto di perizia basata su elementi attendibili e coerenti con le caratteristiche specifiche dell'attività metalmeccanica esaminata.

Tutta la documentazione sopra richiamata è stata utilizzata nelle condizioni in cui è stata reperita. Pertanto, il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte si fondano sul presupposto della completezza, correttezza e/o accuratezza dei dati, delle informazioni o delle spiegazioni fornite ed utilizzate ai fini della determinazione del valore economico del capitale rappresentato dal ramo aziendale oggetto di valutazione.

2.5 RESTRIZIONI ALL'USO DELLA PRESENTE RELAZIONE DI STIMA

La presente Relazione di Stima non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo 2.2 e pertanto lo scrivente non avrà responsabilità per danni, anche nei confronti di terzi, che derivassero dall'utilizzo della presente Relazione di Stima per finalità diverse da quelle di cui sopra.

3 MARCHIO

3.1 LA VALUTAZIONE DEI MARCHI

La dottrina aziendalistica in tema di valutazione si è occupata, soprattutto in periodi recenti, della corretta definizione dei beni immateriali, che possono essere individuati sulla base dei seguenti requisiti:

- in primo luogo, il bene deve essere stato all'origine di costi a utilità differita nel tempo;
- in secondo luogo, il bene deve essere trasferibile, cioè cedibile a terzi, sia pure a certe condizioni e talvolta congiuntamente ad altri beni materiali o immateriali;
- in terzo luogo, il bene deve essere misurabile nel suo valore.

Per quanto riguarda nello specifico il Marchio, oggetto di valutazione della presente perizia, questo è regolato dalla normativa interna dagli artt. 2569-2574 Codice civile e dal R. D. del 21 giugno 1942, n. 929, la cosiddetta "Legge Marchi", in più punti modificata dal D. Lgs. del 4 dicembre 1992, n. 480, emanato in attuazione della prima Direttiva CEE sul riavvicinamento delle legislazioni degli Stati Membri in materia. Altre modifiche sono intervenute con il D. Lgs. n. 447 dell'8 ottobre 1999, che ha dato attuazione ad un'altra convenzione internazionale.

Il Marchio rientra fra i diritti di proprietà industriale, così come previsto dall'art. 1 del "Codice della proprietà industriale", D. Lgs. del 10 febbraio 2005, n. 30, che ha profondamente rimodulato e innovato, riconducendole in un unico testo normativo, le numerose leggi speciali in materia.

Il D. Lgs. n. 30/2005 prevede che possano formare oggetto di registrazione come Marchio d'impresa tutti i segni suscettibili di essere rappresentati graficamente, purché siano atti a distinguere i prodotti o i servizi di un'impresa da quelli di altre imprese.

Alla disciplina dettata dal CPI, come premesso, si affiancano le disposizioni previste nel Codice civile, dall'art. 2569 all'art. 2574.

In particolare, l'art. 2569 del Codice civile prevede che *"chi ha registrato nelle forme stabilite dalla legge un nuovo Marchio idoneo a distinguere prodotti o servizi ha diritto di valersene in modo esclusivo per prodotti o servizi per i quali è stato registrato"*.

Tali normative, imperniate sull'istituto della registrazione del Marchio, riconoscono al titolare del Marchio il diritto all'uso esclusivo dello stesso, così permettendo che il Marchio assolva alla sua funzione di identificazione e differenziazione.

I diritti conferiti al titolare del Marchio registrato consistono nella facoltà di far uso esclusivo del Marchio, da intendersi come diritto all'utilizzo e alla cessione del Marchio stesso.

La disciplina della circolazione del Marchio è profondamente mutata con la riforma operata dal D. Lgs. n. 480 del 4 dicembre 1992.

È stato infatti abolito il precedente collegamento fra la circolazione dell'azienda, o di un ramo della stessa, e circolazione del Marchio, ispirato all'esigenza di evitare inganni e confusione per il pubblico e l'attuale disciplina (art. 2573 Codice civile e art. 23 CPI) opta decisamente per una più libera circolazione del Marchio.

In precedenza, tale possibilità risultava preclusa, in quanto la cessione del marchio era subordinata a due condizioni: il contestuale trasferimento dell'azienda e il trasferimento del Marchio a uso esclusivo.

L'art. 83 del già menzionato decreto, nel rettificare il primo comma dell'art. 2573 Codice civile e la c.d. "Legge Marchi", ha abolito ogni vincolo del Marchio con l'azienda.

In base all'art. 2573 Codice civile attualmente vigente *"il Marchio può essere trasferito o concesso in licenza per la totalità o per una parte dei prodotti o servizi per i quali è stato registrato, purché in ogni caso dal trasferimento o dalla licenza non derivi inganno in quei caratteri dei prodotti o servizi che sono essenziali nell'apprezzamento del pubblico"*.

Il Marchio è quindi un bene del tutto autonomo, liberamente commercializzabile e dotato di un proprio valore di mercato.

Il valore del Marchio è ovviamente legato alla tutela giuridica ad esso riservata dalla normativa vigente, conseguenza circolare del valore economico ad esso sotteso.

La determinazione del valore economico del Marchio è il presupposto per aumentare la consapevolezza del proprio patrimonio immateriale e guidare il percorso di valorizzazione aziendale e monetizzazione⁴.

3.2 METODOLOGIE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI

Le metodologie di stima del valore economico dei marchi possono essere classificate nelle seguenti classi:

- metodi economico-reddituali;
- metodi basati sui costi;
- metodi basati sugli indicatori empirici.

I **metodi economico-reddituali** definiscono il valore economico di un marchio come valore attuale della differenza tra il reddito del prodotto/servizio/*location* dotato di marchio e quello che potrebbe ottenersi con un prodotto/servizio/*location* simile privo di marchio. In formula:

$$W_m = R_1 \times v + R_2 \times v^2 + \dots + R_n \times v^n$$

dove:

W_m	è il valore economico del marchio;
$R_1, R_2, \dots, R_n$	sono i redditi differenziali attesi nel tempo;
$v, v^2, \dots, v^n$	sono i coefficienti di attualizzazione dei redditi differenziali;
n	è il numero degli anni di prevedibile durata utile del marchio.

Nell'ambito dei metodi economico-reddituali, quello che ha trovato maggiore diffusione nella prassi valutativa è il metodo di attualizzazione delle *royalty*, che determina il valore economico del marchio attualizzando l'ammontare di *royalty* che il mercato sarebbe disposto a corrispondere per acquisire in licenza il marchio stesso. La *royalty*, infatti, esprime, in modo forfettizzato, il differenziale di valore associato al prodotto/servizio/*location* dotato di marchio rispetto al prodotto/servizio/*location* privo di marchio e pertanto misura il valore riferibile allo specifico marchio.

⁴ Cfr. C. Odasso, "Valutazione economico finanziaria degli asset intangibili e dei brevetti" LCM Advisors, Master Convey, 2009, Torino

Qualora si applichi il metodo di attualizzazione delle *royalty*, la formula di valutazione economico-reddituale si modifica come segue:

$$W_m = RR_1 \times v + RR_2 \times v^2 + \dots + RR_n \times v^n$$

dove:	
W_m	è il valore economico del marchio;
$RR_1, RR_2, \dots, RR_n$	sono i valori delle <i>royalty</i> associabili al marchio oggetto di valutazione attesi nel tempo;
$v, v^2, \dots, v^n$	sono i coefficienti di attualizzazione delle <i>royalty</i> ;
n	è il numero degli anni di prevedibile durata utile del marchio.

Per quanto attiene alla stima del tasso di attualizzazione, si fa presente che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare flussi netti (nominali o reali) essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale); di converso, ove si debbano attualizzare flussi operativi (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).

Il costo del capitale proprio può essere determinato secondo molteplici approcci. Tra questi, uno dei più diffusi nella prassi valutativa è il c.d. metodo del “*build up approach*” per il quale il tasso di attualizzazione è così determinato:

$$i = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:	
i	è il tasso di attualizzazione;
i_1	è il <i>risk free rate</i> o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio. Tale saggio viene, di norma, calcolato sul fondamento del rendimento medio (storico o prospettico) dei titoli di Stato a medio/lungo termine, in quanto si ritiene che tali titoli costituiscano un attendibile <i>proxy</i> del rendimento di un asset privo di rischio;
i_2	è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (<i>Capital Asset Pricing Model</i>). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il <i>beta-factor</i> (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario - R_m - e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio - i_1):

$$i_2 = \beta(R_m - i_1)$$

scr	è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile;
md	è la maggiorazione del tasso correlata al fatto che asset non negoziati su mercati regolamentati scontano rischi di negoziabilità superiori a quelli delle azioni quotate.

In ordine alla stima del costo medio ponderato del capitale (WACC), si fa presente che la formula di determinazione del WACC più diffusa nella prassi valutativa, coerente con una configurazione di flusso al netto delle imposte teoriche, è la seguente:

$$WACC = i\theta + i_d(1 - t)(1 - \theta)$$

dove:	
WACC	è il costo medio ponderato del capitale;
i	è il costo del capitale proprio, calcolato secondo la tecnica precedentemente illustrata;
$i_d(1-t)$	è il costo del capitale di credito, al netto delle imposte, da determinare avendo quale parametro di riferimento il costo dei finanziamenti di attività aventi analogo grado di rischio;
θ e $(1-\theta)$	rappresentano rispettivamente l'incidenza del costo del capitale proprio e del capitale di credito.

I **metodi basati sui costi** possono essere classificati in base alla diversa configurazione di costo posta a fondamento della valutazione e vengono suddivisi in quattro principali categorie:

- il metodo del costo storico: tale metodo si basa sui costi sostenuti durante le diverse fasi del ciclo di vita del marchio per l'ideazione, il lancio e il suo sviluppo;
- il metodo del costo storico rivalutato: tale metodo si basa sui costi storici associabili al marchio, rivalutati per tener conto della variazione del diverso valore della moneta negli anni e di altri fenomeni;
- il metodo del costo di sostituzione o riproduzione: tale metodo considera i costi virtuali che al momento della valutazione sarebbe necessario sostenere per disporre di un marchio equivalente sotto il profilo dell'utilità a quello oggetto di stima;
- il metodo del costo della perdita: tale metodo stima il valore economico di un marchio attualizzando la stima dei margini differenziali negativi che l'imprenditore dovrebbe sopportare nel caso in cui si privasse del marchio.

I **metodi basati sugli indicatori empirici** infine determinano il valore economico di un marchio applicando una percentuale o un moltiplicatore ad una grandezza rappresentativa dell'elemento da valutare (es. utile netto, fatturato). Tali metodologie trovano il loro

fondamento nei dati espressi da transazioni di mercato che abbiano riguardato marchi simili a quello oggetto di stima. In formula:

$$W = Molt_s \times k_t$$

dove:

W	è il valore economico del Marchio oggetto di stima;
Molt _s	ovvero (P/K) _s è il moltiplicatore costruito in relazione a un campione di imprese comparabili al complesso aziendale oggetto di stima;
k _t	è il valore della grandezza ritenuta espressiva del valore del Marchio, da individuare in coerenza con il denominatore di Molt _s .

3.3 SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

Il valore economico del Marchio è stato determinato mediante l'applicazione del metodo del tasso di *royalty*. La decisione di adottare tale metodologia dipende dalla circostanza che il metodo in questione è quello ritenuto maggiormente appropriato per la valutazione di un marchio aziendale: il valore di un bene immateriale, per concorde dottrina, è, infatti, rappresentato dal valore attuale dei flussi che si prevede si possano da esso ritrarre nel periodo di durata economica del bene. Inoltre, nel caso di specie, nella scelta ha influito il fatto che non si dispone di informazioni sufficienti per effettuare una stima autonoma del marchio basata sul metodo dei costi. Ancora è stato valutato che non vi fossero dati di mercato così strettamente comparabili al marchio Airo che permettessero una stima autonoma di tale marchio basata esclusivamente sugli indicatori empirici.

Il metodo economico-reddituale è stato applicato nella versione nota come metodo del *market royalty rate*. Tale criterio basa il calcolo del contributo economico del marchio alla redditività gestionale e si estrinseca in una stima, necessariamente forfetizzata, delle *royalty* che, si ipotizza, potrebbero ragionevolmente essere ritratte dalla concessione in licenza del marchio sul mercato a un soggetto terzo, indipendente e disponibile ad effettuare l'operazione economica.

La cessione in licenza d'uso di marchi rappresenta, come noto, un contratto atipico piuttosto frequente in taluni settori, tra i quali quello oggetto di analisi. Nella maggior parte dei casi il contratto prevede la concessione in uso dei marchi dietro il pagamento di *royalty* commisurate a specifici parametri (generalmente il fatturato) per un numero determinato di anni.

La scelta metodologica adottata nel caso di specie, dunque, è da ricondursi in via principale al fatto che il metodo in questione si basa su valori misurabili (il fatturato) e risponde ad un ragionamento semplice e facilmente comprensibile.

A questo va aggiunto il fatto che l'utilizzo di questo metodo è prassi consolidata nella valutazione di talune classi di intangibili, fra le quali si ritrovano anche i marchi. L'utilizzo, pertanto, di un metodo largamente applicato nella valutazione dei marchi è congruente con l'incarico ricevuto dello scrivente Perito al quale è stato richiesto di indicare un valore di riferimento al marchio "Airo" in ipotesi di cessione dello stesso sul mercato.

3.4 SOCIETÀ COMPARABILI DI RIFERIMENTO

Ai fini della determinazione dei parametri di mercato, è stato predisposto un campione rappresentativo di società quotate operanti nel settore della fabbricazione di macchine e apparecchi di sollevamento e movimentazione, con l'obiettivo di analizzare l'andamento dei ricavi e il coefficiente Beta. Come verrà meglio descritto in seguito, l'andamento dei ricavi è stato considerato ai fini della determinazione dei flussi derivanti dalle royalties, mentre il coefficiente Beta è stato utilizzato per la determinazione del WACC (Weighted Average Cost of Capital), al fine di individuare un tasso di attualizzazione coerente con il profilo di rischio del settore di riferimento.

Per quanto riguarda il campione di società quotate, la selezione ha privilegiato operatori internazionali con caratteristiche industriali e commerciali comparabili, attivi nella progettazione e produzione di piattaforme aeree, gru, carrelli elevatori e sistemi di sollevamento e movimentazione, destinati sia all'industria che al comparto delle costruzioni.

Il dettaglio delle società quotate selezionate è riportato di seguito:

	Company Name	Descrizione
	Haulotte Group SA	Azienda francese leader nella produzione e commercializzazione di piattaforme di lavoro aeree e attrezzature per il sollevamento di persone e carichi. Haulotte realizza prodotti quali piattaforme articolate, a pantografo, telescopiche ecc., nonché servizi correlati (assistenza, leasing, training). Il titolo è quotato alla Borsa di Parigi (Euronext Paris) con codice ticker PIG.
	Konecranes Plc	Azienda finlandese con sede a Hyvinkää, leader globale nella progettazione, produzione e servizio di attrezzature per la movimentazione dei materiali, inclusi gru industriali, attrezzature portuali e soluzioni di manutenzione per impianti di sollevamento. Il gruppo opera tramite tre divisioni principali: Industrial Equipment, Service e Port Solutions, con circa 16.500 dipendenti distribuiti in oltre 50 paesi. Il titolo è quotato al Nasdaq Helsinki con ticker KCR.
	Manitou BF SA	Società francese con sede ad Ancenis (Loira Atlantica), fondata nel 1954, specializzata nella progettazione, produzione e distribuzione di macchine per la movimentazione, sollevamento e movimento terra (come telehandler, carrelli elevatori, piattaforme aeree, piccole pale e attrezzature da magazzino), operante anche tramite i marchi Manitou, Gehl e Mustang. Il titolo è quotato su Euronext Paris con ticker MTU.
	Oshkosh Corporation	Società statunitense con sede a Oshkosh, Wisconsin, attiva dal 1917, specializzata nella progettazione, produzione e commercializzazione di veicoli speciali (camion per usi speciali, veicoli militari, attrezzature antincendio aeroportuali e per emergenze, veicoli per raccolta rifiuti e costruzioni) e piattaforme di lavoro aeree tramite il marchio JLG. Il titolo è quotato alla New York Stock Exchange (NYSE) con ticker OSK.
	Otec Corporation	Azienda giapponese con sede a Tokyo, fondata nel 1934 (originariamente come Ohishi Shoji Co., Ltd., rinominata in Otec nel 1989), specializzata nella progettazione, costruzione e manutenzione di sistemi di controllo automatico ("automatic control systems"), impianti per l'edilizia (nuove costruzioni ed esistenti), opere elettriche, condotte ("pipeline works"), valvole e tubazioni in acciaio, sanitari, attrezzature ambientali. Il titolo è quotato alla Tokyo Stock Exchange (symbol 1736:TYO).
	Palfinger AG	Azienda austriaca con sede a Bergheim (Salzburg), specializzata in sistemi idraulici di sollevamento, gru montate su camion, piattaforme di lavoro aeree, attrezzature per il carico, la movimentazione e applicazioni marine. Palfinger è una multinazionale con numerosi stabilimenti produttivi nel mondo, forte presenza commerciale e rete di

Company Name	Descrizione
 SMT Scharf AG	assistenza globale. Il titolo PALFINGER AG è quotato alla Wiener Börse (Vienna Stock Exchange), segmento Prime Market, con codice ISIN AT0000758305. Le azioni sono negoziate anche sui mercati OTC in Germania (Francoforte, Berlino, Düsseldorf, Stoccarda).
 Tadano Ltd.	Società tedesca con sede a Hamm (Germania), fondata nel 1941, specializzata nella progettazione, produzione e manutenzione di sistemi di trasporto su rotaia per il settore minerario sotterraneo e per la costruzione di tunnel. Tra i prodotti: monorotaie, sistemi su rotaia per carichi e persone, locomotive diesel o elettriche, veicoli energizzati, ascensori/trasporto su cavi in ambienti difficili. È quotata alla borsa Xetra / Deutsche Börse con ticker S188.
 Terex Corporation	Società giapponese con sede a Takamatsu, Prefettura di Kagawa, specializzata nella progettazione, produzione, vendita e assistenza post-vendita di gru mobili (mobile cranes), gru su camion, piattaforme aeree e apparecchiature per il sollevamento. Il titolo è quotato alla Tokyo Stock Exchange con ticker 6395:TYO.
	Società statunitense con sede a Norwalk, Connecticut, specializzata nella progettazione, produzione e vendita globale di macchine per il sollevamento, piattaforme aeree, attrezzature per movimentazione materiali, impianti per il riciclaggio e opere ambientali. Titolo quotato alla New York Stock Exchange (NYSE) con ticker TEX.

3.5 REDDITI ATTESI FUTURI

L'analisi del fatturato realizzato da Airo Industries S.r.l. nel periodo 2019–2024 evidenzia il seguente andamento (valori in migliaia di euro):

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A*
	Euro/mgl	Euro/mgl	Euro/mgl	Euro/mgl	Euro/mgl	Euro/mgl
Net sales	17.923,4	11.929,4	13.633,7	14.928,3	16.687,3	10.450,5
<i>% var.</i>	<i>n/a</i>	<i>(33,4%)</i>	<i>14,3%</i>	<i>9,5%</i>	<i>11,8%</i>	<i>(37,4%)</i>

*Bilancio di verifica non approvato a causa dell'intervenuta procedura di liquidazione giudiziale.

Come si osserva, l'andamento del fatturato mostra una tendenza complessivamente decrescente, riflesso delle difficoltà operative e finanziarie che hanno caratterizzato gli ultimi esercizi. Considerata la prospettiva di cessione del marchio a un soggetto terzo, si è ritenuto opportuno utilizzare i flussi storici di ricavi come riferimento per la determinazione dei risultati prospettici. L'eventuale disponibilità di piani economico-finanziari previsionali non avrebbe, infatti, rilevanza in questa sede, poiché tali stime risulterebbero condizionate da scelte gestionali proprie di un diverso soggetto economico e non riferibili all'attuale assetto della Società.

Pertanto, ai fini della valutazione, si è fatto riferimento a un fatturato prospettico stimato sulla base dei valori storici, assumendo che le condizioni operative si mantengano in un contesto di gestione "ordinaria" o "normale".

La media dei fatturati del quinquennio 2019–2023 risulta pari a Euro 15.250 migliaia, mentre il valore di fatturato iniziale utilizzato nel modello valutativo è stato assunto pari a Euro 10.450 migliaia, pari al fatturato dell'ultimo anno di osservazione (2024), corrispondente al 68,53% della media storica, ossia con una svalutazione prudenziale del 31,47%.

Tale scelta metodologica si fonda sulla considerazione che, sebbene i valori compresi tra il 2019 e il 2023 — pur altalenanti e in lieve flessione — rappresentino più fedelmente la dimensione operativa storica della Società, l'utilizzo del dato 2024 risulta più prudente, in quanto riflette le difficoltà concrete che un potenziale acquirente potrebbe incontrare nel riattivare i volumi di vendita e la capacità commerciale connessi all'impiego del marchio "AIRO".

A partire da tale valore iniziale di fatturato (Euro 10.450 migliaia), è stata poi applicata una crescita prospettica coerente con quella desunta dal campione di società quotate comparabili, come dettagliato nei paragrafi precedenti, al fine di proiettare nel tempo i flussi attesi derivanti dallo sfruttamento del marchio. Tale crescita è stata considerata per il periodo 2026–2030, in quanto le tempistiche della procedura di vendita presuppongono che la cessione del marchio possa perfezionarsi nel primo semestre del 2026, anno a partire dal quale si ipotizza la ripresa dei flussi economici derivanti dal suo utilizzo. L'orizzonte temporale di analisi è stato pertanto fissato in cinque anni (2026–2030), coerentemente con quanto descritto nei paragrafi successivi, così da rappresentare un arco temporale ragionevole per la proiezione dei flussi e la determinazione del valore attuale del marchio.

Di seguito si riportano i flussi reddituali prospettici utilizzati per la valutazione del marchio:

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
	Euro/mgl	Euro/mgl	Euro/mgl	Euro/mgl	Euro/mgl
Net sales	10.920,8	11.401,3	11.697,7	12.025,2	12.265,8
% var.	4,5%	4,4%	2,6%	2,8%	2,0%

3.6 TASSO DI ROYALTY

La fase più delicata della quantificazione consiste nella scelta del tasso di *royalty* più idoneo alla stima del bene immateriale considerato. Spesso il tasso viene scelto in un *range* di valori espressi dal mercato, considerando altresì prevedibile il tasso di crescita dei ricavi, ovvero il potenziale di espansione, e i rischi associabili all'investimento. Si tratta di un metodo perfetibile in quanto i valori riscontrabili sul mercato risentono delle clausole contrattuali previste in ciascun caso; tuttavia, la numerosità dei casi riportati nelle banche dati permette di mediare clausole anche molto diverse fra loro e di ottenere un dato di riferimento ben più oggettivo di quello che potrebbe determinare la mera esperienza professionale del valutatore.

Lo scrivente Perito, per l'individuazione del tasso di *royalty*, ha fatto riferimento ai dati di settore non essendo disponibili contratti di licenza relativi al marchio *target*. Segnatamente è stata effettuata un'analisi sui tassi impiegati nel settore di riferimento, utilizzando la banca dati Markables (www.markables.com), attraverso la ricerca per i seguenti codici CPC (Central Product Classification):

- 4352 *Derricks; cranes; mobile lifting frames, straddle carriers and works trucks*
- 4353 *Fork-lift trucks; other fitted with a crane works trucks whether or not fitted with lifting or handling equipment; tractors of the type used on railway station platforms*
- 4355 *Pneumatic and other continuous action elevators and conveyors, for goods or materials*
- 4354 *Lifts, skip hoists, escalators and moving walkways*
- 4356 *Other lifting, handling, loading or unloading machinery*
- 43921 *Machinery for materials cleaning or drying bottles or other containers; machinery for filling, closing, sealing, capsuling or labelling bottles, cans, boxes, bags or other containers; machinery for aerating beverages; other packing or wrapping machinery"*
- 44428 *Dumpers designed for off-highway use*
- 49119 *Special-purpose motor vehicles n.e.c.*

Dall'analisi dei dati è emerso che i valori medi delle aliquote di *royalty* si collocano attorno all'1,00% per il quartile inferiore, all'1,50% per la mediana e al 3,75% per il quartile superiore del campione di riferimento.

Name	year	country	size of business (revenues in USD)	trademark royalty rate (in % of revenues)	I quartile	Mediana	III quartile
Montratec GmbH	2023	Germany	USD 35 million	0% < x <= 2,5%	0,00%	1,25%	2,50%
Hinowa S.p.A.	2023	Italy	USD 105 million	2,5% < x <= 5%	2,50%	3,75%	5,00%
AUSACORP SL	2024	Spain	USD 150 million	0% < x <= 2,5%	0,00%	1,25%	2,50%
Clearpath Robotics Inc.	2023	Canada	USD 137 million	0% < x <= 2,5%	0,00%	1,25%	2,50%
NCC Automated Systems	2021	United States	USD 26 million	0% < x <= 2,5%	0,00%	1,25%	2,50%
RE2	2022	United States	USD 17 million	0% < x <= 2,5%	0,00%	1,25%	2,50%
Fetch Robotics	2021	United States	USD 35 million	5% < x <= 10%	5,00%	1,25%	10,00%
Arrowhead	2021	United States	USD 100 million	2,5% < x <= 5%	2,50%	1,25%	5,00%
Synttron	2019	United States	USD 89 million	0% < x <= 2,5%	0,00%	1,25%	2,50%
Garaventa Lift	2018	Switzerland	USD 83 million	0% < x <= 2,5%	0,00%	1,25%	2,50%
MEDIA					1,00%	1,50%	3,75%

Considerato che il marchio "Airo" non ha mai prodotto un fatturato superiore ai 20 milioni di Euro, si ritiene opportuno fare riferimento al quartile inferiore (1,00%). Inoltre, stanti le difficoltà della Società, e pertanto i ridotti investimenti realizzati negli ultimi anni (in termini di sostegno del marchio), tale dato è stato ulteriormente ridotto di 50 *basis point*. Alla luce di quanto esposto, pertanto, si è assunto un tasso di *royalty* pari a 0,50%.

In tema di mantenimento dei marchi, ossia di sostenimento delle spese di promozione e pubblicità che ne conservano il valore nel tempo, occorre aggiungere che i *royalty rate* riportati nella banca dati Markables sono determinati attraverso un approccio conosciuto in letteratura come "*value relevance*", che prevede la stima della significatività della relazione esistente tra i valori dei marchi risultanti dalle fonti impiegate e il valore di capitale economico, calcolato sulla base dei prezzi di Borsa (ove esistenti), dei complessi aziendali in cui i marchi sono inseriti. Ciò ha come conseguenza che le *royalty* proposte, derivando direttamente dal valore economico della società che tali marchi utilizza, siano espresse come "*royalty nette*", ossia come esclusivo costo del diritto di sfruttamento dei marchi stessi, nell'ipotesi che tutte le spese legate alla loro conservazione e tutela siano integralmente a carico della parte utilizzatrice. I tassi di *royalty*

utilizzati, pertanto, essendo al netto delle cosiddette “spese di mantenimento” del bene intangibile, non richiedono l’inclusione nei flussi di cassa delle uscite relative allo sviluppo, al mantenimento, alla promozione o alla tutela legale del marchio in oggetto.

3.7 TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Il tasso di attualizzazione rappresenta il compenso finanziario riconosciuto ad un’ipotetica controparte sia per il solo trascorrere del tempo, sia per il rischio misurabile legato ad investimenti finanziari simili a lungo termine. L’aspetto non misurabile, legato ai fattori di rischio d’impresa specifico dell’azienda oggetto di valutazione, è stato considerato prevalentemente nella valutazione prudenziale dei flussi reddituali attesi per gli esercizi futuri, benché anche nella costruzione del tasso sia stato considerato un parametro legato al rischio specifico del bene oggetto di valutazione.

In ossequio alle posizioni dottrinali prevalenti la misurazione del tasso di attualizzazione si ottiene attraverso la somma delle sue componenti:

- tasso *free – risk* per l’apprezzamento della sola collocazione in un tempo futuro dei flussi attesi;
- premio per il rischio per la misurazione della maggiore rischiosità dell’investimento legato all’esercizio di impresa operante in uno specifico settore.

Laddove i flussi oggetto di attualizzazione sono flussi operativi (quindi al lordo degli oneri finanziari) è necessario includere nel calcolo del tasso anche il costo del capitale di prestito.

Il modello più utilizzato è il WACC (*Weight Average Cost of Capital*) che presenta la seguente formulazione:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(D + E)} + K_d \times (1 - t_c) \times \frac{D}{(D + E)}$$

Dove:

K_e = costo del capitale proprio;

$E/(D+E)$ = percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);

K_d = costo del capitale di debito prima delle imposte;

t_c = aliquota d’imposta (“scudo fiscale”);

$D/(D+E)$ = percentuale del capitale di debito sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito).

Il costo del capitale proprio rappresenta il rendimento che ci si aspetta, in condizioni non influenzate da fenomeni contingenti, dal settore di appartenenza dell’azienda ed è stato calcolato utilizzando il *Capital Asset Pricing Model*, attraverso la formula:

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

Dove:

K_e = costo del capitale proprio;

R_f = tasso privo di rischio (*risk free rate*), pari al rendimento offerto nel medio-lungo termine da investimenti quali i titoli di stato;

β = coefficiente "beta" espressivo del rischio che caratterizza la particolare impresa rispetto al mercato finanziario in generale;

$R_m - R_f$ = premio per il rischio azionario, ovvero il rendimento addizionale richiesto da un investitore avverso al rischio rispetto al rendimento delle attività prive di rischio; esso è pari alla differenza tra il rendimento medio del mercato azionario e il tasso privo di rischio;

ARP = *Additional Risk premium*, ovvero il rendimento addizionale richiesto dall'investitore razionale che investe in società di piccole dimensioni o non quotate, che comportano una minore liquidabilità dell'investimento, o che sopportano particolari situazioni, come una limitata diversificazione del rischio in termini di clientela servita o varietà della gamma di prodotti offerti.

Il costo del debito finanziario (K_d) è il tasso d'interesse al quale s'ipotizza l'azienda possa finanziarsi. Questo tasso è solitamente stimato facendo riferimento a tassi di mercato, considerando uno *spread* per riflettere il merito creditizio della società. Il costo del debito deve essere considerato al netto dell'aliquota d'imposta "t", al fine di tenere conto del risparmio fiscale generato dalla deducibilità degli oneri finanziari.

Di seguito saranno descritti i valori dei singoli elementi componenti il WACC.

Tasso d'interesse senza rischio

Per la determinazione del tasso *free risk* occorre fare riferimento a rendimenti finanziari con grado di rischio trascurabile. Il riferimento che viene generalmente fatto nella prassi è al rendimento dei titoli di stato a medio/lungo termine. Alternativamente può essere utilizzato il rendimento di un titolo di stato estero considerato privo di rischio dalle società di *rating* e a questo valore viene applicato un *country risk premium*. Stante la situazione attuale in cui non sussistono condizioni particolari sul costo del debito sovrano italiano, si ritiene che il riferimento al rendimento di un BTP decennale possa dirsi una scelta adeguata e comunque, ad oggi, giustificabile. Ai fini del presente lavoro è stata considerata la media semestrale del rendimento lordo del BTP decennale alla data del 30 settembre 2025. Tale rendimento è pari al 3,57%, che al netto dell'effetto fiscale, arriva a 3,13%.

Premio per il rischio di mercato

Al fine del calcolo del rendimento di mercato occorre identificare il differenziale fra l'andamento del mercato azionario e quello dei titoli privi di rischio.

I dati sui premi per il rischio di mercato sono ottenuti dal sito web del professor Aswath Damodaran e vengono aggiornati semestralmente (dal 2023, prima di allora, ogni anno). Il

calcolo di Damodaran tiene conto del rischio specifico del paese incorporando un premio di rischio paese nel premio complessivo per il rischio di mercato. Il dato utilizzato è pari al 7,27%.

Beta

Più complessa è la quantificazione del fattore Beta in quanto le dimensioni ridotte della Società oggetto di valutazione implicano una quantificazione del rischio che può discostarsi anche significativamente dalle misurazioni effettuate con strumenti finanziari calcolati sugli andamenti dei corsi azionari di società quotate. Ciò non toglie, tuttavia, che le esigenze di oggettività e, soprattutto, di documentabilità dei dati utilizzati impongano l'impiego di criteri di misurazione che, se da un lato presentano un grado inferiore di razionalità, dall'altro hanno il pregio della misurabilità e della neutralità.

La formula che ci permette di calcolare il premio per il rischio è la seguente:

$$\text{Risk Premium} = \text{Market risk premium} \times \text{Beta Levered}$$

Il Beta "*unlevered*" è stato derivato dalle società quotate comparabili così come dettagliate nel paragrafo 3.4. Il loro valore medio del Beta "*unlevered*" è pari ad un valore medio di 0,89.

Nome	Paese	Beta Levered	Beta Unlevered
Haulotte Group SA	Francia	1,26	0,28
Konecranes Plc	Finlandia	1,10	0,95
Manitou BF SA	Francia	1,40	0,93
Oshkosh Corporation	Stati Uniti d'America	1,47	1,32
Otec Corporation	Giappone	0,03	0,03
Palfinger AG	Austria	1,35	0,89
SMT Scharf AG	Germania	0,76	0,41
Tadano Ltd.	Giappone	0,48	0,28
Terex Corporation	Stati Uniti d'America	1,64	1,00
Mediana		1,26	0,89

Successivamente attraverso la formula di Hamada il beta calcolato nell'ipotesi che le società comparabili siano prive di debito finanziario dovrebbe venire corretto in base alla struttura finanziaria dell'azienda *target*. L'assunto di base, su cui la letteratura è concorde, è che maggiore è l'indebitamento finanziario dell'azienda oggetto di valutazione, maggiore è la sua rischiosità.

La formula di Hamada prevede:

$$\beta_f = \beta_o + \beta_o (1 - t) \times D/C$$

Dove
 β_f = Beta di un'azienda con un dato leverage D/C
 β_o = Beta di un'azienda non indebitata (beta operativo)
 t = aliquota fiscale (imposte dirette)
D/C = rapporto debiti capitale proprio

Dal beta “*unlevered*” del campione, pertanto, si sarebbe dovuto calcolare il beta “*levered*” in base al grado d’indebitamento della società oggetto di valutazione. Nel caso in esame, tuttavia, considerando l’operazione priva di debito finanziario, come si illustrerà meglio oltre, il valore del Beta “*levered*” coincide con quello del Beta “*unlevered*” pari a 0,89.

Premio per aziende a bassa capitalizzazione

Il premio per aziende a bassa capitalizzazione o “*small size premium*” riflette le aspettative di investitori in piccole e medie imprese, che risultano più elevate in termini di rischio e di rendimento. Rispetto ad un campione di aziende di maggiori dimensioni quotate in borsa tale rettifica ricomprende pure il premio per la carenza di liquidità dell’investimento, derivante dal fatto che la società oggetto di valutazione non è quotata e, pertanto, il proprio capitale è meno liquidabile di quello dei *peers*. In letteratura esistono alcuni studi americani che quantificano il differenziale di redditività fra aziende di diverse dimensioni. Nella presente perizia di stima si è utilizzato uno *small size premium* pari al 2,91% (Fonte: Kroll Cost of Capital Navigator, 2023, Micro-Cap).

Size Categories	Market Capitalization of Smallest Company	Market Capitalization of Largest Company	Size Premium (Excess of CAPM)
Mid Cap.	3.011,2	14.820,0	0,66%
Low Cap.	555,9	3.010,8	1,24%
Micro Cap.	1,6	554,5	2,91%

Premio specifico

Considerando lo stato di crisi della Società, è stato ritenuto opportuno utilizzare anche un premio specifico di *execution* dei flussi finanziari attesi pari al 3%. Con il termine *execution risk* (o rischio di esecuzione) si intende il rischio che i piani aziendali, pur correttamente formulati e coerenti con il contesto di mercato, non raggiungano i risultati attesi nella fase di implementazione. In letteratura finanziaria, l'*execution risk* è ricondotto al concetto più ampio

di *business risk* e viene considerato una componente rilevante nei processi valutativi, soprattutto quando si tratta di realtà caratterizzate da instabilità, crisi o incertezza gestionale⁵.

3.7.1 Struttura finanziaria considerata nel calcolo del WACC

Al fine della determinazione del tasso WACC è necessario determinare la struttura finanziaria dell'investimento oggetto di valutazione. Si tratta in altre parole di stabilire il rapporto fra fonti di finanziamento a titolo di capitale di rischio (*Equity*) e fonti di finanziamento a titolo di capitale di prestito (Debito). In genere la prassi corrente prevede l'utilizzo della struttura finanziaria attuale della società oggetto di valutazione o, in alternativa, della struttura finanziaria media del settore di appartenenza, o, infine, della struttura finanziaria obiettivo che la società oggetto di valutazione stima di raggiungere al termine dell'orizzonte di piano.

Nel caso di specie si è deciso prudenzialmente di utilizzare una struttura finanziaria composta integralmente di capitale di rischio, ossia senza l'utilizzo di debito. Questa soluzione è giustificata dal fatto che oggetto di valutazione non è l'intera azienda, ma solamente un asset della stessa e che pertanto l'attuale struttura debitoria di Airo, che finanzia tutto l'attivo della società, non è strettamente riferibile al solo valore del marchio.

Per questo motivo si è optato per utilizzare una struttura finanziaria priva di debito che, annullando l'effetto del costo del capitale di prestito, in genere assai inferiore al costo del capitale di rischio, ha pure il pregio di massimizzare il valore del WACC e di conseguenza di minimizzare il valore del marchio. Tutto ciò è coerente con l'approccio conservativo tenuto dal valutatore durante il processo di stima.

3.7.2 Determinazione del Tasso di attualizzazione

Sulla base dei parametri elencati in precedenza, si è ottenuto un tasso di attualizzazione pari a 15,51% come dettagliato nella tabella seguente.

Ipotesi di base		Commenti
Risk free Rate lordo	3,57%	Media a 6 mesi BTP 10 anni - lordo
Risk free Rate netto	3,13%	Media a 6 mesi BTP 10 anni - netto
Market Risk Premium	7,27%	Credit spread (in base al rating) * Aggiustamento della volatilità dei mercati emergenti + ERP dei mercati maturi
Beta relevered	0,89	$Beta\ Unlevered \times (1 + (1-t) \times Debt/Equity)$
Beta Unlevered	0,89	Mediana dei pari elencati (Capital IQ)
Debt/Equity	0,0%	Mediana dei pari elencati (Capital IQ)
Tax Rate	24,0%	Aliquota effettiva delle imposte sulla società (IRES)
Company Specific Risk Premium	2,91%	Size Premium (Kroll, Cost of Capital Navigator, 2023, Small-Cap)

⁵ Cfr. Damodaran in "Applied Corporate Finance", 2015, e Copeland, Koller & Murrin in "Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies", McKinsey, 2010.

Execution risk	3,00%	Premio specifico
Cost of equity (Local Currency)	15,51%	
D/E	0,0%	
Debt - D/(D+E)	0,0%	
Equity - E/(D+E)	100,0%	
WACC	15,51%	

Considerato pertanto che l'eventuale cessione del marchio venga compiuta senza ricomprendere alcun debito finanziario, si ottiene che il tasso d'interesse WACC, pari alla media ponderata del costo del capitale (K_e) e del costo del debito (K_d), sia uguale al solo costo del capitale (K_e).

3.8 ORIZZONTE TEMPORALE CONSIDERATO

L'orizzonte temporale entro il quale è stato svolto il processo di valutazione è stato quantificato in cinque anni. Benché il marchio sia un *intangible* che per sua natura ha un orizzonte temporale lungo, che in taluni casi coincide con la vita stessa dell'azienda, si è ritenuto di contenere fortemente questo parametro, stante la difficoltà a prevedere quali siano stati gli effetti che la crisi dell'azienda ha prodotto sul valore del marchio.

L'esiguità dell'orizzonte temporale considerato deve infatti essere valutata all'interno di tutte le altre scelte compiute sui parametri ricompresi nella formula valutativa, scelte che sono state compiute in un contesto di complessiva prudenza. Pertanto, la scelta di un orizzonte temporale di cinque anni, anziché di un più congruo periodo di 10 o 20 anni, dev'essere considerata insieme con la scelta di utilizzare un *royalty rate* collocato nel quartile inferiore del campione di contratti comparabili, con la riduzione di quest'ultimo di 50 *bps*, con la stima del fatturato utilizzata ai fini del calcolo delle *royalty*, nonché con la struttura finanziaria utilizzata per la determinazione del tasso WACC. Nel complesso le scelte compiute dallo scrivente valutatore appaiono adeguatamente prudenti, seppur in una prospettiva di massimizzare la valorizzazione degli attivi societari per il miglior soddisfacimento dei creditori sociali.

3.9 DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL MARCHIO "AIRO"

Passando a questo punto alla valutazione complessiva del marchio "*Airo*" si espone, di seguito, la formula che viene applicata, considerando l'effetto fiscale sul flusso di *royalty* lordo ritraibile dall'utilizzo del marchio:

$$V_x = r \times F \times (1-t) \times A_{n|i} \times v^m$$

Dove:	
V_x	valore del marchio
r	tasso di <i>royalty</i>
F	fatturato <i>adjusted</i> relativo ai prodotti a marchio “AIRO”;
t	tax rate pari al 27,9% (IRES 24% e IRAP 3,9%);
v^m	coefficiente di valutazione $(1+i)^{-m}$;
$A_{n i}$	trattasi della formula del valore attuale di una rendita annua posticipata della durata di “n” anni ed attualizzata al tasso “i”;

Sostituendo alle variabili i valori corrispondenti si ottengono i seguenti risultati:

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Total
	Euro/mgl	Euro/mgl	Euro/mgl	Euro/mgl	Euro/mgl	Euro/mgl
Net sales	10.920,8	11.401,3	11.697,7	12.025,2	12.265,8	
% var.	4,5%	4,4%	2,6%	2,8%	2,0%	
Fee % su marchio proprio	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	
Royalty al netto dei costi	54,6	57,0	58,5	60,1	61,3	
Operating taxes	(15,2)	(15,9)	(16,3)	(16,8)	(17,1)	
Aliquota di imposta	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	
Royalty netta	39,4	41,1	42,2	43,4	44,2	
WACC	15,51%					
Tasso di crescita (g)	-					
Periodo di attualizzazione	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	
Fattore di attualizzazione	0,866	0,750	0,649	0,562	0,486	
VA flussi	34,1	30,8	27,4	24,4	21,5	138,1

Al fine di meglio apprezzare come talune scelte relative ai parametri utilizzati possano influenzare il valore finale della valutazione si è proceduto a compiere un’analisi di sensitività ipotizzandone variazioni come di seguito illustrato:

- Incremento/diminuzione di 5 *basis point* del *royalty rate*;
- Incremento/diminuzione di 25 *basis point* del costo del capitale.

In base a questi presupposti l’intervallo di valutazione che si ottiene applicando le variazioni minime ipotizzate va da un valore minimo di Euro 126,6 mila e un massimo Euro 152,8 mila. Il valore centrale, così stimato, è pari a Euro 138,1 migliaia

Royalty	Wacc				
138,1	16,01%	15,76%	15,51%	15,26%	15,01%
0,40%	109,2	109,8	110,5	111,2	111,8
0,45%	122,8	123,6	124,3	125,1	125,8
0,50%	136,5	137,3	138,1	138,9	139,8
0,55%	150,1	151,0	151,9	152,8	153,8
0,60%	163,8	164,8	165,7	166,7	167,7

4 BREVETTO

La società è titolare della domanda di brevetto n. 102023000027642, depositata in data 21 dicembre 2023, avente ad oggetto una *“Piattaforma mobile per macchina semovente di lavoro e relativa macchina semovente di lavoro”*.

L'invenzione riguarda una piattaforma mobile destinata a supportare almeno un operatore e dotata di una centralina di comando installata su un supporto della piattaforma, attraverso la quale è possibile gestire le manovre della macchina. La piattaforma è inoltre equipaggiata con un dispositivo anti-schiacciamento, costituito da una barra incernierata al telaio e da un sensore collegato alla centralina, capace di rilevare ostacoli e di provocare l'arresto o l'inversione dei movimenti al fine di garantire la sicurezza dell'operatore. Tali macchine, comunemente denominate piattaforme aeree semoventi, trovano ampio impiego nei settori edile e industriale per l'esecuzione di lavori in quota. L'utilizzo avviene spesso mediante noleggio a personale non sempre adeguatamente formato, in contesti dove tempi e costi risultano particolarmente stringenti. L'invenzione si propone pertanto di migliorare la sicurezza operativa introducendo un sistema innovativo di protezione per l'utilizzatore.

In relazione alla suddetta domanda, l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi (UIBM) ha emesso un Rapporto di Ricerca e una Opinione Scritta, nelle quali l'Esaminatore ha ritenuto la maggior parte delle rivendicazioni (9 rivendicazioni su 10) prive di novità o di attività inventiva, mentre solo una è stata considerata nuova e inventiva, dunque potenzialmente concedibile.

Tali osservazioni costituiscono tuttavia una valutazione preliminare, fondata principalmente sulle rivendicazioni e non sull'intera descrizione tecnica della domanda.

Lo Studio Corradini, incaricato dell'analisi, ha proposto di approfondire i documenti citati nel Rapporto di Ricerca per verificare la fondatezza delle obiezioni e l'eventuale possibilità di superarle, con l'obiettivo di ottenere un ambito di protezione più ampio. Tale attività di studio e approfondimento, pur potenzialmente opportuna per una società in bonis, risulterebbe tuttavia poco giustificata nel caso di Airo, attualmente in liquidazione giudiziale. La procedura di esame brevettuale comporta infatti tempi lunghi e costi significativi, a fronte di un esito incerto e di benefici futuri difficilmente quantificabili. In considerazione dello stato liquidatorio della società e della necessità di contenere gli oneri, il curatore ha quindi ritenuto non opportuno proseguire nello sviluppo e nella prosecuzione della domanda di brevetto.

Inoltre, si evidenzia che l'iter di esame e concessione di un brevetto presenta tempistiche generalmente lunghe e complesse, richiedendo più anni per giungere a conclusione, con ulteriori costi legati alle eventuali fasi di estensione e difesa.

Alla luce di tali considerazioni, e tenuto conto dell'attuale incertezza sull'esito della domanda e dell'assenza di ritorni economici prevedibili, lo scrivente Perito stima prudenzialmente il valore della domanda di brevetto n. 102023000027642 pari a zero.

5 PARTECIPAZIONE AIRO SARL

AIRO S.A.R.L. è la società di diritto francese del gruppo AIRO, con sede presso Tour Franklin – CS 70395, 100 Terrasse/Jardins Boieldieu, 92800 Puteaux (La Défense, Parigi), iscritta al RCS Nanterre con SIREN 440 440 600 (stabilimento n. 440 440 600 00045). L'attività dichiarata rientra nel commercio all'ingrosso di macchinari e attrezzature industriali (codice NAF/APE 46.69B; corrispondente NACE 46.69), con oggetto operativo che comprende la vendita, l'assistenza e la locazione di macchine per il sollevamento di persone e materiali, inclusa la commercializzazione di "nacelles sur porteur VL 3,5 t".

La documentazione camerale francese⁶ conferma la natura di società commerciale: la società, infatti, risulta domiciliata in un indirizzo direzionale ne La Défense e ha avuto sedi secondarie di natura amministrativo-commerciale (Levallois-Perret; Saint-Herblain), senza indicazioni di impianti produttivi o officine proprie in Francia; anche i dati pubblici segnalano un organico molto contenuto (1–2 addetti), coerente con una struttura di filiale commerciale/assistenza che importa e distribuisce prodotti fabbricati in Italia. In sintesi, AIRO S.A.R.L. ha svolto il ruolo di impresa commerciale estera del gruppo sul mercato francese, curando vendite, noleggio e post-vendita, mentre produzione, R&D e controllo qualità venivano svolte in Italia.

I principali dati di bilancio degli ultimi cinque esercizi disponibili sono riportati di seguito:

	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23
Totale valore della produzione	159	195	173	186	202
Utile/Perdita prima delle imposte	(104)	9	38	4	19
Utile/perdita di esercizio [utile netto]	(77)	5	21	(4)	13
Flusso finanziario	n.d.	n.d.	21	(4)	13
Totale Attivo	319	335	306	303	311
Patrimonio netto	(175)	(170)	(149)	(153)	(140)
Indice di liquidità corrente (x)	0,64	0,66	0,67	0,66	0,69
Margine di profitto (%)	(6554,0%)	460,0%	2184,0%	231,0%	930,0%
Coefficiente di solvibilità (sulla base del patrimonio) (%)	(5491,0%)	(5067,0%)	(4873,0%)	(5048,0%)	(4499,0%)

L'analisi dei bilanci di AIRO S.a.r.l. evidenzia un percorso caratterizzato da forti oscillazioni economiche e da una struttura patrimoniale fragile. Il valore della produzione, pur con alcune

⁶ <https://www.pappers.fr/entreprise/airo-sarl-440440600>

flessioni intermedie, mostra una tendenza di crescita moderata: dai 159 mila euro del 2019 si è passati ai 202 del 2023. I valori risultano comunque molto contenuti se non insignificanti rispetto al fatturato della casa madre italiana.

Sul piano reddituale, la società ha conosciuto nel 2019 una pesante perdita, con un risultato ante imposte negativo per oltre cento mila euro e una perdita netta pari a Euro 77 mila. A partire dal 2020 la gestione ha mostrato segnali di recupero, con un ritorno all'utile che ha raggiunto il suo massimo nel 2021 (21 mila euro). Tuttavia, l'esercizio 2022 è tornato in territorio negativo, seppur con un risultato contenuto.

Dal punto di vista patrimoniale, la fotografia resta molto problematica: il totale dell'attivo si mantiene stabile nell'intorno dei 300–335 mila euro, senza variazioni significative, mentre il patrimonio netto risulta costantemente negativo in tutto il quinquennio. Dalla perdita accumulata di Euro 175 mila del 2019 si è giunti a perdite cumulate di Euro 140 mila nel 2023: un miglioramento relativo, ma insufficiente a riportare in equilibrio la struttura finanziaria. Questo squilibrio si riflette anche negli indici di solvibilità, che restano fortemente negativi, e nell'indice di liquidità corrente, sempre inferiore all'unità, segnalando l'incapacità di coprire le passività correnti con le sole attività correnti e, dunque, una situazione di tensione finanziaria di breve termine.

Il bilancio al 31 dicembre 2023 di AIRO S.A.R.L. evidenzia una realtà estremamente fragile sotto il profilo patrimoniale e finanziario. Il valore complessivo dell'attivo si attesta a circa 311 mila euro, a fronte di un capitale sociale nominale di 50 mila euro e di un patrimonio netto negativo per quasi 190 mila euro (Bilan Passif, p. 6). Questa condizione di squilibrio patrimoniale segnala che la società è totalmente sottocapitalizzata: le perdite accumulate negli esercizi precedenti hanno eroso i mezzi propri rendendo l'azienda incapace di sostenere la propria attività con risorse interne.

Sul piano economico, la società ha registrato nel 2023 un fatturato di 198 mila euro e un utile netto modesto, pari a 12.863 euro (Compte de Résultat, p. 7-8). Pur trattandosi di un dato positivo in termini di redditività, esso è del tutto insufficiente a riequilibrare la situazione patrimoniale compromessa. Anche il livello del fatturato conferma che AIRO S.A.R.L. svolge una funzione puramente commerciale e distributiva sul mercato francese, senza possedere strutture produttive proprie.

L'analisi della struttura finanziaria mostra un peso rilevante delle passività correnti (circa 370 mila euro di debiti di esercizio verso fornitori e altri creditori, p. 6 e 14), a fronte di liquidità estremamente ridotta. In assenza di un sostegno finanziario esterno, la società non sarebbe in grado di garantire la continuità aziendale. Di fatto, la sopravvivenza operativa di AIRO S.A.R.L. è resa possibile unicamente dagli apporti e dal supporto costante della controllante italiana, AIRO Industries S.r.l., che ne assicura la copertura delle perdite e l'operatività commerciale.

In conclusione, il bilancio 2023 restituisce l'immagine di una società formalmente attiva e con ricavi limitati ma positivi, che tuttavia non possiede autonomia economica. La condizione di sottocapitalizzazione strutturale, la dipendenza finanziaria dalla capogruppo e la dimensione

esclusivamente commerciale (oltre che trascurabile in termini di volumi di vendita) rendono evidente che AIRO S.A.R.L. non può essere considerata un'entità con un proprio valore autonomo. Per queste ragioni, la partecipazione in AIRO S.A.R.L. non è stata oggetto di autonoma valutazione, ma ricompresa nell'ambito della valutazione complessiva dell'azienda della controllante AIRO Industries S.r.l.

Il valore autonomo della partecipazione in AIRO S.A.R.L. viene quindi stimato pari a zero, in quanto privo di autonoma rilevanza economica se non collegato alla società capogruppo.

6 CONCLUSIONI

Lo scrivente Perito ha ricevuto l'incarico di procedere alla perizia di stima del valore del marchio "AIRO", della domanda di brevetto italiano n. 102023000027642, nonché della partecipazione totalitaria nella società AIRO S.A.R.L.

In relazione a tutto quanto esposto e accertato, il sottoscritto Perito Dott. **Stefano Montanari**, sulla base delle verifiche, delle analisi e delle valutazioni effettuate in esecuzione del mandato ricevuto, attesta che alla data del 30 settembre 2025 il marchio "AIRO" di proprietà della società Airo Industries S.r.l. in Liquidazione Giudiziale presenta un valore stimato compreso tra un minimo di Euro 123,6 migliaia e un massimo di Euro 152,8 migliaia. Il valore centrale è pari ad Euro 138,1 migliaia che per comodità di calcolo vengono arrotondati a:

Euro 135.000,00 (diconsi Cento Trentacinque mila//00)

La **domanda di brevetto** n. 102023000027642 è stata valutata pari a **zero**, in considerazione delle tempistiche lunghe e complesse del procedimento di esame brevettuale, dei costi certi da sostenere e della totale incertezza in merito ai potenziali ricavi futuri. L'iniziativa risulta pertanto in una fase troppo embrionale per poterne stimare un ritorno economico concreto.

Analogamente, la **partecipazione totalitaria in AIRO S.A.R.L.** è stata valutata pari a **zero**, poiché la società risulta priva di autonomia economica e gestionale e operante unicamente come filiale commerciale estera della controllante Airo Industries S.r.l.

Tanto si doveva ad evasione dell'incarico conferitomi.

Reggio Emilia, 13 ottobre 2025

In Fede
Dott. Stefano Montanari

