

TRIBUNALE DI FERRARA
LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE N. 30/2025
CURATORE DOTT. ARISTIDE PINCELLI

ILL.MO GIUDICE
DOTT.SSA ANNA GHEDINI

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “SPAL”

Prof. Angelo Paletta

Bologna 23 settembre 2025
(Integrata in data 23 gennaio 2026)

INDICE

1.	Introduzione	3
1.1.	Contesto, perimetro dell'incarico e documentazione.....	3
	Le origini e la storia del marchio "S.P.A.L."	3
	Perimetro dell'incarico professionale e documentazione esaminata.....	10
2.	Valutazione economica del Marchio sociale.....	15
2.1.	Metodi di valutazione dei marchi.....	15
	Approccio del costo	17
	Approccio reddituale.....	18
	Approcci basati sulle transazioni di mercato	20
	I metodi misti (economici e di mercato): il Market Royalty Rate	22
2.2.	Scelta del metodo valutativo	23
	Configurazioni del metodo nelle pratiche professionali	26
	Il tasso di attualizzazione	32
2.3.	Stima del valore del marchio "SPAL"	35
3.	Conclusioni.....	37

Elenco degli allegati

Allegato 1 – Attestato di registrazione per marchio d'impresa (N.302017000057109)

Allegato 2 – Attestato di registrazione per marchio d'impresa (N.302017000056521)

Allegato 3 - Situazione economica e patrimoniale al 30.06.2025

Allegato 4 - Situazione economica e patrimoniale al 30.06.2024

Allegato 5 - Situazione economica e patrimoniale al 30.06.2023

Allegato 6 - Situazione economica e patrimoniale al 30.06.2022

Allegato 7 - Situazione economica e patrimoniale al 30.06.2021

1. Introduzione

In data 5 settembre 2025, l'Ill.mo Giudice dott.ssa Anna Ghedini del Tribunale di Ferrara ha autorizzato il Curatore, dott. Aristide Pincelli, della procedura di liquidazione giudiziaria della società **SPAL s.r.l.** a nominare lo scrivente quale esperto stimatore, ai sensi dell'art. 129, comma 2, e dell'art. 216, comma 1, del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza. L'incarico trae origine dall'istanza del Curatore, nella quale è stato rappresentato che, conformemente a quanto previsto dall'art. 216 CCII, i beni acquisiti all'attivo della procedura devono essere oggetto di stima da parte di professionisti qualificati nominati ai sensi dell'art. 129, comma 2.

Tra i beni aziendali compresi nell'attivo rientra il **marchio "SPAL"**, la cui valutazione risulta necessaria al fine di determinare il valore economico attribuibile allo stesso nell'ambito della procedura concorsuale.

1.1. Contesto, perimetro dell'incarico e documentazione

Le origini e la storia del marchio "S.P.A.L."

Il nucleo originale di quella che sarebbe poi divenuta la SPAL vede la luce nel 1907 per iniziativa di un sacerdote salesiano, Pietro Acerbis, all'epoca direttore di un oratorio ferrarese. Acerbis fondò un circolo religioso-culturale dal nome "Ars et Labor" che successivamente, a opera del nuovo direttore, divenne "Circolo Ars et Labor" e aggiunse alle attività artistiche anche quelle sportive, inizialmente atletica e ciclismo. I colori sociali adottati furono il bianco e l'azzurro, quelli dello stemma della congregazione dei Salesiani.

La sezione calcistica fu istituita nel 1912, quando il ramo sportivo si staccò dall'oratorio e si costituì in “**Società Polisportiva Ars et Labor**” (SPAL). Inizialmente la squadra di calcio fu conosciuta con il nome di Associazione Calcio Ferrara. Soltanto nel 1919, con la fine della Grande Guerra, la sezione calcistica uniformò il suo nome a quello di tutta la polisportiva.

La SPAL disputò il suo primo campionato sotto l'egida della Federazione Italiana Giuoco Calcio nella stagione 1919-1920, venendo inserita nel girone emiliano della Promozione (secondo livello calcistico dell'epoca) e riuscendo a qualificarsi nella massima divisione per la stagione successiva.

Tra il 1920 e il 1925 la SPAL militò nella massima serie del tempo con alterne vicende fino al 1928. Dopo un decennio di difficoltà calcistiche, dal 1939 sino al termine della seconda guerra mondiale cambiò denominazione da Società Polisportiva Ars et Labor ad Associazione Calcio Ferrara, adottando maglie a strisce bianco-nere (in omaggio ai colori civici della città estense).

Al termine del secondo conflitto mondiale, nel 1945 la squadra riadottò i colori bianco-azzurri e il nome SPAL.

La Società Polisportiva Ars et Labor vanta una lunga tradizione sportiva, attraversando nei decenni alti e bassi, fino alle vicende che hanno portato alla sua dissoluzione come società professionistica nell'estate 2025. Nella figura n.1 seguente sono rappresentate le partecipazioni ai campionati e alle coppe internazionali, nazionali e regionali nel corso degli anni.

La società sportiva include anche un settore giovanile biancazzurro che annovera titoli sportivi in vari ambiti. In particolare, l'attività agonistica raggruppa le squadre Primavera, Under-17, Under-16, Under-15 e Under-14. L'Accademia: raggruppa le

squadre Esordienti, Pulcini, Primi Calci e Piccoli Amici. Inoltre, esiste un progetto società affiliate “We Love SPAL” che consiste nell'affiliazione di altre società calcistiche nell'intento di sviluppare un percorso di crescita e valorizzazione dei giovani.

Di particolare rilievo ai fini della diffusione e valorizzazione del marchio è anche il settore femminile che include Prima Squadra; Under 19; Under 17; Under 15; Under 12; Under 10.

Figura 1 – Partecipazione a campionati e coppe internazionali, nazionale e regionali

Partecipazione ai campionati [\[modifica | modifica wikitesto \]](#)

Campionati nazionali [\[modifica | modifica wikitesto \]](#)

Livello	Categoria	Partecipazioni	Debutto	Ultima stagione	Totale
1°	Prima Categoria	2	1920-1921	1921-1922	24
	Prima Divisione	3	1922-1923	1924-1925	
	Serie A	19	1951-1952	2019-2020	
2°	Seconda Divisione	1	1925-1926		28
	Prima Divisione	3	1926-1927	1928-1929	
	Serie B	24	1933-1934	2022-2023	
3°	Prima Divisione	4	1929-1930	1932-1933	43
	Serie B-C Alta Italia	1	1945-1946		
	Serie C	13	1936-1937	2024-2025	
	Serie C1	19	1982-1983	2004-2005	
	Lega Pro Prima Divisione	4	2008-2009	2011-2012	
	Lega Pro	2	2014-2015	2015-2016	
4°	Serie C2	6	1989-1990	2007-2008	7
	Lega Pro Seconda Divisione	1	2013-2014		
5°	Serie D	1	2012-2013		1

Partecipazione ai campionati regionali [\[modifica | modifica wikitesto \]](#)

Livello	Categoria	Partecipazioni	Debutto	Ultima stagione	Totale
1°	Eccellenza	1	2025-2026		1

Partecipazione alle coppe nazionali [\[modifica | modifica wikitesto \]](#)

Competizione	Partecipazioni	Debutto	Ultima stagione	Totale
Coppa Italia	45	1926-1927	2022-2023	46
Coppa Alta Italia	1	1946		
Supercoppa Lega Pro	1	2016		1
Coppa Italia Semiprofessionisti	2	1972-1973	1977-1978	34
Coppa Italia Serie C	25	1982-1983	2024-2025	
Coppa Italia Lega Pro	7	2008-2009	2015-2016	
Coppa Italia Serie D	1	2012-2013		1

Partecipazione alle coppe internazionali [\[modifica | modifica wikitesto \]](#)

Competizione	Partecipazioni	Debutto	Ultima stagione	Totale
Coppa delle Alpi	1	1966		1
Coppa dell'Amicizia	6	1960	1968	6

Fonte: Wikipedia

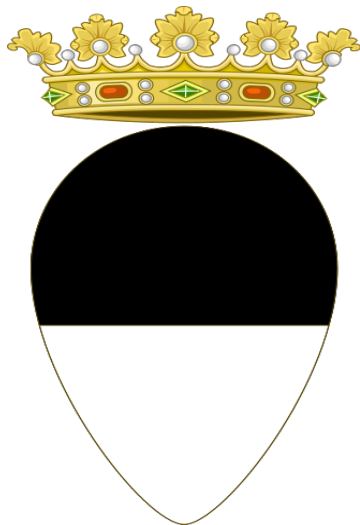
Il simbolo societario ufficiale è costituito da un ancile (scudo ovale) azzurro, con una banda bianca nella parte superiore nella quale è riportato l'acronimo S.P.A.L. che sormonta lo scudetto troncato bianco e nero, emblema della città di Ferrara; introdotto negli anni 1960, è stato utilizzato ufficialmente dal 1995 al 2005 per poi essere riadottato nel 2012.



Lo stemma del settore giovanile spallino è il cerbiatto su sfondo bianco cerchiato di azzurro, simbolo precedentemente adottato come marchio societario ufficiale dagli anni 1980 al 1995.



Altri simboli utilizzati dalla società includono lo stemma di Ferrara, adottato come simbolo della SPAL dal 2005 al 2008 e lo stemma societario del club estense dal 2008 al 2012:



stemma di Ferrara, adottato dal 2005 al 2008.



Stemma societario del club estense dal 2008 al 2012.

Nel corso degli anni lo stemma “SPAL”, con i suoi colori bianco-azzurri e il logo tradizionale, ha acquisito un forte valore simbolico: non solo come insegna sportiva, ma come marchio riconosciuto a livello locale, nazionale e tra i tifosi, capace di generare ricavi da abbonamenti, sponsorizzazioni, merchandising ufficiale e diritti d’immagine.

Negli ultimi anni, tuttavia, la SPAL S.r.l. ha accumulato crescenti difficoltà finanziarie, cui si sono aggiunti problemi organizzativi e federali: nel giugno 2025 la società non ha presentato istanza di iscrizione al campionato di Serie C a causa di inadempienze contrattuali e non ha ottenuto la Licenza Nazionale dalla FIGC.

Il 6 agosto 2025 il Tribunale di Ferrara ha dichiarato la liquidazione giudiziale della SPAL srl. Nel frattempo, è sorta una nuova società, denominata **Ars et Labor Ferrara**, che intende proseguire l’attività sportiva ripartendo dai campionati dilettantistici (Eccellenza), ma senza poter utilizzare il marchio, la denominazione storica e gli altri asset del soggetto in liquidazione, che restano parte dell’attivo da liquidare.

L'obiettivo della presente perizia è la stima del valore di mercato del marchio di proprietà della società alla data corrente.

Il principio contabile internazionale IAS 38 definisce un'attività immateriale come "un'attività non monetaria identificabile priva di consistenza fisica". Le caratteristiche necessarie per soddisfare la definizione di attività immateriale sono le seguenti:

- identificabilità: è tale un'attività immateriale che può essere separata o scorporata dall'impresa, ceduta, trasferita, data in licenza, affittata o scambiata, sia singolarmente che unitamente a contratti, attività o passività ad essa collegate; oppure, deriva da altri diritti contrattuali o legali, indipendentemente dal fatto che questi diritti siano trasferibili o separabili dall'impresa;
- controllo: è tale un'attività immateriale in relazione alla quale un'impresa è in grado di ottenere i futuri benefici economici generati dall'attività e di limitare l'accesso a tali benefici ad altri soggetti;
- benefici economici futuri: un'attività immateriale genera benefici economici futuri attraverso i proventi derivanti dalla vendita dei prodotti/servizi e/o la riduzione dei costi di produzione.

Il fatto che un'attività immateriale è suscettibile di autonoma considerazione se produce benefici economici futuri, sottende uno dei problemi più rilevanti nella valutazione e cioè la misurabilità. Infatti, gli intangibili possono essere riconosciuti - ed estratti dall'intangibile generico rappresentato dall'avviamento - solo se misurabili con ragionevole precisione e se il processo di misurazione può essere supportato con obiettiva evidenza (*reliability criterion*).

Il marchio rappresenta un bene immateriale classificato alla voce B) I-4) dello stato patrimoniale secondo il disposto dell'art. 2424 C.C. e può essere registrato presso l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi (UIBM), godendo, in tal caso, di una tutela giuridica. La registrazione dura dieci anni a partire dalla data di deposito della domanda, salvo il caso di rinuncia del titolare, ed alla scadenza la registrazione può essere rinnovata ogni volta per ulteriori dieci anni. L'art. 2573 del C.C. prevede che "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,...". Ne consegue che, affinché il marchio possa formare oggetto di trasferimento, è necessario che esso sia registrato.

Lo scrivente ha provveduto a verificare preliminarmente la sussistenza in capo al committente dei diritti di proprietà intellettuale relativi al marchio, ottenendo dal curatore fallimentare la seguente documentazione:

- Informazioni identificative della domanda di Marchio d'impresa presentata il 25/05/2017, dati aggiornati al 25/08/2025 (Allegato 1) da cui emerge che il marchio consiste in un'ellisse contenente: nella parte superiore una banda nella quale è riportato l'acronimo "S.P.A.L."; nella parte inferiore uno scudetto troncato. il tutto nei colori: oro, azzurro, bianco, nero. Numero domanda: 302017000057109. Data registrazione: 10/12/2018. Numero registrazione: 302017000057109. Prodotti e servizi oggetto di protezione inclusi nelle seguenti classi: 3; 9;14; 16;18;20;21;24;26;27;30;32;33;34;35;38;43;44.










- Informazioni identificative della domanda di Marchio d'impresa presentata il 24/05/2017, dati aggiornati al 25/08/2025. Il marchio consiste nella dicitura "SPAL" in qualunque dimensione, carattere, forma e colore. Numero domanda: 302017000056521. Data registrazione: 09/03/2018. Numero registrazione: 302017000056521. Prodotti e servizi oggetto di protezione inclusi nelle seguenti classi: 3; 9;14; 16;18;20;21;24;25; 26;27;28; 30;32;33;34;35;38;41; 43;44.

In data successiva, il Curatore ha comunicato allo scrivente che sono stati rinvenuti ulteriori marchi attinenti indirettamente alla stima del principale marchio Spal.

Pertanto, l'elenco complessivo dei marchi oggetto di valutazione include i marchi registrati riportati nella tabella seguente:

Tabella 2 – Elenco dei marchi registrati.

MARCHIO	LOGO	RAGSOC	STATUS	NDEP	DATADEP	NREG	DATAREG	SCADENZA	CLASSI
SPAL logo		S.P.A.L. S.R.L.	REGISTRATO	RM1981C032871	23/01/1981	438838	21/07/1986	23/01/2031	03, 09, 14, 16, 18, 21, 24, 25, 27, 28, 30, 42
spal logo		S.P.A.L. S.R.L.	REGISTRATO	RM2000C007457	15/12/2000	903845	07/08/2003	15/12/2030	25, 28, 41
SPAL		S.P.A.L. S.R.L.	REGISTRATO	302017000056521	24/05/2017	302017000056521	09/03/2018	24/05/2027	03, 09, 14, 16, 18, 20, 21, 24, 25, 26, 27, 28, 30, 32, 33, 34, 35, 38, 41, 43, 44
SPAL LOGO		S.P.A.L. S.R.L.	REGISTRATO	302017000057109	25/05/2017	302017000057109	10/12/2018	25/05/2027	03, 09, 14, 16, 18, 20, 21, 24, 26, 27, 30, 32, 33, 34, 35, 38, 43, 44
SPAL B/N		S.P.A.L. S.R.L.	REGISTRATO	UE 18700385	10/05/22	UE 18700385	08/10/22	10/05/32	03, 09, 16, 18, 25, 28, 35, 41
SPAL COLORE		S.P.A.L. S.R.L.	REGISTRATO	UE 018700382	10/05/22	UE 18700385	08/10/22	10/05/32	03, 09, 16, 18, 25, 28, 35, 41
WE SPAL ONE TEAM		S.P.A.L. S.R.L.	REGISTRATO	302022000169326	01/12/22	302022000169326	15/05/23	01/12/32	35,41

Ai fini dello svolgimento dell'incarico lo scrivente ha acquisito informazioni da fonti pubbliche e direttamente attraverso colloqui con il curatore. Inoltre, è stata esaminata la seguente documentazione:

- Bilanci d'esercizio di SPAL S.r.l. depositati dal 2009 al 2024
- Situazione economica e patrimoniale al 30.06.2025
- Situazione economica e patrimoniale al 30.06.2024
- Situazione economica e patrimoniale al 30.06.2023
- Situazione economica e patrimoniale al 30.06.2022
- Situazione economica e patrimoniale al 30.06.2021
- Abbonamenti e incassi nei campionati 2022/2023; 2023/2024; 2024/2025.

La perizia estimativa è stata preparata sulla base di fonti pubbliche e delle informazioni fornite direttamente dalla curatela. Lo scrivente non ha proceduto ad effettuare alcuna *due diligence* e altra verifica sui dati e le altre informazioni fornite per lo svolgimento dell'incarico. Lo scrivente ha fatto affidamento sulla veridicità di tali dati e non si assume alcuna responsabilità in relazione alle informazioni assunte come base delle

valutazioni proposte, né in relazione alla loro accuratezza o completezza, né alle eventuali conseguenze derivanti a soggetti che abbiano fatto affidamento su tali affermazioni.

2. Valutazione economica del Marchio sociale

Il marchio SPAL è stato acquisito dalla società in un tempo relativamente recente. Più precisamente, l'iscrizione in bilancio del valore del marchio aziendale è conseguente all'operazione di acquisto avvenuta nel corso dell'esercizio 2013. La Società ha acquistato il marchio S.P.A.L. per il corrispettivo di euro **270.000,00**, iscritto in bilancio al costo di acquisto ed ammortizzato in dieci esercizi.

Il costo storico d'acquisto rappresenta un'informazione rilevante per future negoziazioni che abbiamo ad oggetto lo stesso marchio, ma la sua valutazione deve essere basata su considerazioni di natura economica e commerciale allo scopo di determinare il valore corrente dell'asset patrimoniale in oggetto. A tal fine, nel paragrafo seguente si presentano in modo sintetico i diversi metodi sviluppati dalla dottrina e della pratica professionale.

2.1. Metodi di valutazione dei marchi

Secondo la definizione riportata dall'art. 7 del Codice della Proprietà Industriale (D.lgs. n. 30 del 10.02.2005), possono costituire 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"*. Il marchio può consistere in una parola, un nome, una fotografia, un emblema, un colore o un qualsiasi altro segno idoneo a tenere distinti i prodotti o i servizi di un'impresa da quelli di altre imprese e può anche coincidere con il nome commerciale dell'impresa stessa.

Sul piano economico aziendale, il marchio ha un valore economico se costituisce una fonte di vantaggio competitivo per le imprese che producono e/o commercializzano i

prodotti e i servizi contraddistinti con questo segno distintivo. Nelle strategie competitive, il marchio permette di creare immagine, reputazione e fidelizzazione nel complesso gioco della concorrenza, cercando anche per il suo tramite di comunicare ai clienti e a tutti gli stakeholder una proposta distintiva di valore.

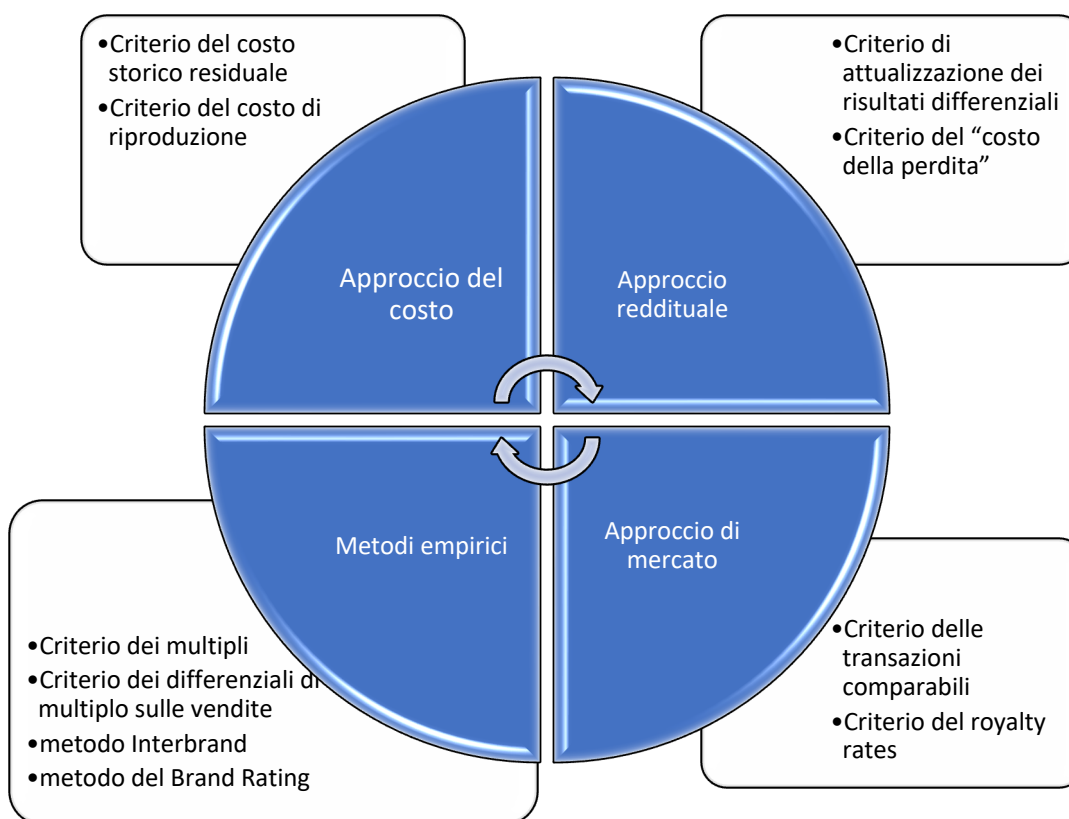
La stima del valore economico dei marchi può essere effettuata attraverso differenti approcci ai quali corrispondono una molteplicità di criteri e metodi¹. In particolare, si segnalano tre principali approcci:

1. approccio del costo (storico residuale, di riproduzione);
2. approccio reddituale (per attualizzazione dei risultati differenziali e del “costo della perdita”);
3. approccio di mercato (transazioni comparabili, royalty rates; multipli impliciti nei deals, multipli empirici, differenziali di multiplo sulle vendite, metodo Interbrand, metodo del Brand Rating). Nell’approccio di mercato possono farsi rientrare anche il metodo del “valore delle relazioni con il cliente” e il metodo dei “valori impliciti contrattuali”.

In sintesi:

¹ Per maggiori approfondimenti si rinvia tra gli altri a L. Guatri, M. Bini, *Impairment, Intangibili specifici*, Università Bocconi Editore, Egea 2003.

Grafico 2 - Quadro generale di riferimento relativo agli approcci e ai criteri di valutazione dei marchi



Approccio del costo

L'approccio del costo comprende una serie di criteri che hanno in comune il riferimento ai costi come base di valutazione economica dei marchi.

Il metodo del "*costo storico residuale*" consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale attraverso l'analisi dei costi che storicamente sono stati necessari per l'acquisizione, per via esterna e interna, di tale bene. In base a tale metodo, la stima del marchio è effettuata partendo dal suo costo "costo storico", eventualmente rivalutato per tenere conto degli effetti dell'inflazione. Il "costo

storico rivalutato” normalmente è ridotto per tenere conto della residua possibilità di utilizzazione e dunque degli effettivi benefici economici futuri.

Il metodo del *costo di riproduzione/sostituzione* consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale attraverso l’analisi dei costi che occorrerebbe sostenere per la realizzazione ex novo di tale bene. La stima del “costo di riproduzione” può essere effettuata, alternativamente: a) in via analitica, individuando le risorse necessarie per la realizzazione del bene immateriale, i prezzi unitari di tali risorse e la distribuzione temporale dei costi (al fine della loro attualizzazione); b) moltiplicando con opportuni coefficienti i costi effettivamente sostenuti per la realizzazione di un dato bene; c) utilizzando congiuntamente le due precedenti metodologie.

Secondo la dottrina prevalente, l’approccio del costo è quello di più semplice applicazione e prudentiale nella determinazione del valore, ma i criteri riconducibili a questo approccio sono scarsamente utilizzati nella prassi per vari motivi tra i quali:

- non sono in grado di valorizzare il marchio in modo coerente con la forza e la presenza sul mercato;
- non valorizzano in modo appropriato i benefici futuri attesi dall’utilizzo del marchio;
- non è sempre agevole quantificare gli oneri sostenuti nel tempo. Ad esempio, per motivi fiscali, le spese relative potrebbero essere imputate a conto economico anziché capitalizzate.

Approccio reddituale

L’approccio reddituale consiste nel quantificare l’apporto che il marchio fornisce alla complessiva redditività aziendale, attualizzando per un tempo determinato il reddito

direttamente o indirettamente associabile al marchio. Più in particolare, si possono distinguere le seguenti configurazioni di reddito:

- a) il reddito imputabile correttamente ai prodotti/servizi dotati di marchio;
- b) i redditi differenziali positivi generati dai prodotti/servizi dotati di marchio rispetto a un prodotto omogeneo per qualità e funzione, ma privo di marchio.

In questo secondo caso (metodo di attualizzazione dei risultati differenziali) l'assunto è che i vantaggi competitivi e reddituali associabili al marchio debbano essere quantificati in via differenziale rispetto a situazioni "medie" o "normali" di concorrenti che non ne fruiscono.

In entrambi i casi sub a) e sub b) i redditi associati al marchio devono essere determinati prospetticamente per un certo numero di anni che corrispondono alla prevedibile durata utile. Tali redditi devono essere attualizzati con un idoneo tasso espressivo del rischio connesso alla loro realizzazione.

Evidentemente, entrambi i criteri implicano una ricca base informativa dalla quale sia possibile desumere non solo i ricavi associati a ciascun marchio, ma anche i costi variabili e fissi di produzione, distribuzione e generali, attribuibili al marchio. Nel caso sub b) il tutto è poi complicato dalla necessità di operare i calcoli non solo con riferimento all'azienda oggetto di analisi, ma anche con riferimento ad altri marchi benchmark di difficile identificazione.

Nell'ambito dell'approccio reddituale è poi annoverato il metodo del "costo della perdita". Tale metodo consente di stimare il valore attraverso l'analisi della perdita, intesa quale riduzione del margine di contribuzione totale (e quindi mancata copertura dei costi fissi aziendali), che si verificherebbe nel caso in cui la disponibilità

del marchio venisse meno. Più in dettaglio, in base a tale metodo, la stima di un dato bene immateriale è effettuata: a) accertando la perdita con riferimento all'intero arco temporale necessario affinché sia ripristinata la situazione di equilibrio; b) attualizzando tale perdita. Il metodo è in realtà più semplice di quelli precedenti, perché implica la stima dei soli ricavi e costi diretti la cui somma algebrica rappresenta il margine di contribuzione attribuibile direttamente al marchio.

Approcci basati sulle transazioni di mercato

La precedente tabella mostra la varietà di criteri e metodi che nel corso degli anni la dottrina e la pratica professionale hanno elaborato nell'ambito dell'approccio di mercato.

Il fatto che esiste una tale varietà di metodi, da un lato, è espressione della varietà dei casi che nella realtà si possono presentare, ma dall'altro è anche espressione dei limiti paradigmatici nell'individuare dei criteri generalmente condivisi.

Alcuni metodi rischiano di essere semplicistici nella loro applicazione. Ad esempio, il metodo delle transazioni comparabili cerca di misurare il valore facendo riferimento ai "prezzi fatti di transazioni recenti aventi per oggetto beni simili". Tuttavia, l'applicazione del metodo può facilmente sfociare in una contraddizione: il marchio è espressione di capacità distintive, per definizione, uniche e non facilmente riproducibili; in quanto tale possono non esistere transazioni comparabili di beni simili.

Alle stesse contraddizioni non solo non si sottraggono altri metodi empirici – multipli impliciti nei prezzi, differenziali di multiplo sulle vendite e metodi analoghi – ma di fatto questi criteri di stima accrescono i problemi di calcolo nei confronti di marchi e

imprese per le quali non esistono quotazioni di borsa e frequenti transazioni di mercato, come è nella maggioranza dei casi.

Rientrano nell'approccio di mercato altri metodi come "Interbrand" e "Brand Rating" i quali a differenza dei precedenti sono fondati su ricerche di mercato. L'aspetto distintivo di questi metodi è che cercano di accrescere la base informativa di mercato e di integrare queste informazioni con quelle più tradizionali di natura economico-finanziaria. Ad esempio, Interbrand è una società di consulenza che effettua sistematicamente ricerche di mercato per stimare la "forza della marca". In questo framework sono prese in considerazione sette diverse dimensioni, opportunamente ponderate, le quali concorrono a definire la forza della marca:

1. leadership (posizione di mercato, peso 25),
2. stabilità o fedeltà del consumatore (peso 15),
3. mercato (stabilità della domanda complessiva nel settore specifico, peso 10)
4. internazionalità (peso 25)
5. trend (tendenza allo sviluppo nel lungo periodo, peso 10)
6. sostegno (misura degli investimenti in marketing per difendere il marchio, peso 10)
7. protezione (in senso legale, peso 5).

Le sette dimensioni costituiscono oggetto di valutazione analitica per arrivare al rating della marca nell'intervallo 0-100. Anche questi metodi sono costretti ad introdurre ipotesi semplificatrici. In particolare, ricorrono a convenzioni per tradurre il punteggio totale in un multiplo quantitativo che poi viene applicato agli indici di performance finanziaria per desumere il valore della marca.

I metodi misti (economici e di mercato): il Market Royalty Rate

Uno dei metodi maggiormente utilizzati nella stima del valore dei marchi è noto come metodo dei tassi di royalty di mercato (*Market Royalty Rate - MRR*) che rappresenta un metodo misto.

Tale metodo infatti consiste nell'attualizzare, per un periodo di tempo giudicato congruo, i flussi di royalties che il mercato sarebbe disposto a corrispondere al proprietario del marchio per acquisirne il diritto di godimento in licenza. Le royalties sono stimate in riferimento a specifici parametri (di solito in percentuale del fatturato netto) e il tasso di royalty è ottenuto attraverso una comparazione con casi omogenei che possono essere riferiti alla stessa impresa, nel caso in cui in passato abbia ad esempio concesso in licenza i propri marchi, oppure con riferimento ad altre imprese e ad altri marchi. In questo caso, il tasso di royalty deve essere scelto per comparazione con casi omogenei legati alla prassi esistente nel settore di riferimento dell'impresa o del prodotto a esso associato.

Per una corretta individuazione dei tassi di royalties desunti direttamente dal mercato, le transazioni di riferimento devono rispettare alcune condizioni:

- le controparti non devono essere tra loro collegate o controllate, ma indipendenti dal punto di vista finanziario e gestionale;
- le transazioni devono essere trasparenti, non celanti aspetti di remunerazione non monetaria o indiretta, libere da condizionamenti legislativi;
- i beni devono essere merceologicamente simili, appartenere a settori di provenienza/utilizzo comparabili, avere una vita residua e un possibile sfruttamento commerciale analogo.

2.2. Scelta del metodo valutativo

Nel caso in esame, ai fini della scelta del metodo valutativo occorre tenere conto di due aspetti principali:

- la natura distintiva dei marchi in ambito sportivo;
- la particolare condizione economica in cui si trova il marchio SPAL relativo ad un'azienda in liquidazione giudiziale che ha perduto la propria capacità di produrre autonomamente reddito;
- la completezza e l'affidabilità dei dati effettivamente a disposizione.

La stima del valore economico dei marchi è caratterizzata da incertezze metodologiche e applicative che in parte sono tipiche di tutti gli intangibili, ma che per altro verso sono specifiche di questo particolare “immateriale di marketing” nell'ambito delle società calcistiche.

Analogamente a tutte le altre imprese, il brand delle società calcistiche ha un ruolo rilevante nella determinazione del valore intrinseco dell'impresa, potendo costituire il principale asset aziendale (Brand Finance, 2017). Tuttavia, non vi è un legame automatico e univoco tra marchio, competitività e redditività d'impresa.

Nelle imprese industriali e di servizi il marchio ha la funzione di distinguere e differenziare i propri prodotti/servizi da quelli della concorrenza e di influenzare le scelte dei consumatori consentendo di trarre un vantaggio competitivo che si sostanzia in maggiori ricavi delle vendite e conseguenti maggiori margini economici. Per contro, nelle società di calcio non è semplicemente un segno distintivo come “la maglia” ad attirare spettatori allo stadio o davanti alla tv, sottraendoli alla concorrenza rappresentata da altri “spettacoli sportivi”. In ambito calcistico, il brand agisce

congiuntamente ad altri fattori (tra i quali lo spettacolo e la qualità del gioco che la squadra esprime nel campionato e nei tornei in corso nonché i risultati ottenuti; la presenza in squadra di tesserati talentuosi e noti) ad accrescere l'immagine di una squadra con i conseguenti riflessi positivi, diretti e indiretti, sul conto economico della stessa.

Tali aspetti devono rappresentare un necessario punto di riferimento nella scelta dei metodi valutativi, poiché devono riflettere la connessione logica che "lega" il marchio con la capacità competitiva e reddituale dell'azienda che lo possiede.

Le specificità di valutazione del marchio delle società calcistiche sono desumibili dall'analisi di recenti perizie che hanno avuto ad oggetto società comparabili con A.C. Cesena. In particolare, lo scrivente ha potuto esaminare le seguenti perizie:

- U.S. Città di Palermo, datata 5 agosto 2014, incarico conferito da Unicredit leasing allo studio Jacobacci & Partners; (Palermo 1)
- U.S. Città di Palermo; Relazione PwC (Palermo 2);
- Valutazione del Brand Ascoli, del 30 novembre 2005, a cura della società Bain & Company (Ascoli);
- Valutazione del ramo di azienda sportiva della AS Bari spa, valutazione effettuata nell'ambito del fallimento dell'Associazione Sportiva Bari Spa, Tribunale Civile e Penale di Bari, Fallimento n.3/2014 (Bari);
- Relazione di stima del "Marchio" di proprietà della società A.C. Cesena S.P.A., dott. Massimiliano Ricciardi, 2014;
- Valutazione dell'azienda sportiva Parma Football Club spa in Fallimento, del 13 aprile 2015.

Nella tabella seguente, sono riassunte le metodologie impiegate nelle perizie esaminate:

Tabella 1: Comparazione dei metodi di valutazione adottati in precedenti perizie

	Palermo 1	Palermo 2	Ascoli	Bari	Parma	Cesena (2014)
costo storico residuale						
costo di riproduzione/sostituzione				X		
metodo reddituale dei risultati differenziali transazioni comparabili	X	X	X		X	X
royalty rates						
multipli impliciti nei deals						
multipli empirici differenziali di multiplo sulle vendite			X			
metodo "Interbrand"						
metodo "Brand Rating"						

Come si può immediatamente rilevare dalla lettura della tabella, il metodo maggiormente utilizzato è il metodo reddituale di stima dei flussi differenziali direttamente attribuibili al marchio.

Inoltre, con specifico riguardo al caso di specie, occorre aggiungere che il venir meno delle condizioni di continuità aziendale non consente il ricorso al "costo storico residuale", trattandosi di un valore economico che non può essere recuperato attraverso le normali attività di funzionamento.

Infine, la mancanza di adeguate informazioni non rende applicabile criteri come il costo di riproduzione/sostituzione, il metodo dei tassi di royalties e i metodi empirici, compresi il metodo Interbrand e Brand Rating.

In considerazione di quanto precede il metodo prescelto è il metodo dei risultati differenziali.

Configurazioni del metodo nelle pratiche professionali

L'applicazione del metodo reddituale richiede che nella valutazione dei benefici economici derivanti dall'uso del marchio si distinguano due differenti fonti di ricavo e di costi:

- le attività della gestione commerciale (attività di merchandising, contratti di licensing, sponsorizzazione e pubblicità), strettamente e direttamente collegate allo sfruttamento economico del marchio,
- le attività della gestione sportiva, ossia di partecipazione agli spettacoli sportivi sia allo stadio sia attraverso le diverse tipologie di media (TV, internet, ecc.). Per le società calcistiche, questa seconda tipologia di attività produce consistenti flussi di ricavo che sono però soltanto indirettamente, genericamente e indistintamente collegati al marchio.

Sorge il problema di **delimitare i flussi economici pertinenti**. A tal fine, la pratica professionale è caratterizzata da due distinti orientamenti.

“Broad market setting”

Secondo una prospettiva ampia (Broad market setting), tutti i ricavi di una società calcistica afferirebbero direttamente o indirettamente al suo *brand*, poiché anche la partecipazione ad uno spettacolo sportivo è sempre “*in qualche misura*” veicolata dal nome della società calcistica, in funzione della forza del brand, ovvero di quell'insieme di fattori che attengono a ciò che la letteratura di marketing definisce “*brand equity*”:

la qualità percepita, la fidelizzazione, il riconoscimento del nome e l'immagine associata con il brand².

La letteratura sulle valutazioni d'azienda e la stessa pratica professionale adottano un approccio più *restrittivo* nell'identificazione delle fonti di ricavo e di costo strettamente collegati allo sfruttamento economico dei marchi.

La valutazione autonoma di un singolo bene patrimoniale sconta sempre un limite di astrazione rispetto all'unitarietà economica della gestione e del patrimonio aziendale, essendo questo un complesso di beni organizzati che in condizioni di funzionamento è sistemicamente, e non singolarmente nelle sue parti componenti, finalizzato al perseguimento di uno scopo.

Nella valutazione autonoma di singoli intangibili la dottrina ha evidenziato i rischi di duplicazione e di sovrapposizione di valore sia rispetto ad altri beni intangibili (basti pensare alla congiunzione economica tra marchio e qualità e notorietà del team dei calciatori) sia rispetto all'avviamento d'impresa che, come noto, rappresenta l'intangibile indistinto e generico nel quale confluisce il valore di tutti gli *asset* aziendali per i quali non sussistono le condizioni di autonoma valutazione³.

A questo rischio non si sottraggono quegli approcci che suggeriscono di includere le attività della gestione sportiva tra le fonti di ricavo derivanti dallo sfruttamento del marchio. Se così fosse, per omogeneità, accanto ai ricavi occorrerebbe considerare anche i costi ad essi connessi con la conseguenza che il valore del marchio verrebbe

² Per tutti si vedano: AAKER. D.A. (1992). "The Value of Brand Equity", Journal of Business Strategy, Vol. 14, n.4, pp.27-32; Shuv-Ami A. (2016). "Brand equity for football club organizations", International Journal of Organizational Analysis, Vol. 24, 4, pp. 706-724.

³ Guatri L., Bini M. (2003). *Impairment. Gli intangibili specifici*, Università Bocconi editore, Milano, p. 10.

di fatto a sovrapporsi alla valutazione dell'intero capitale economico, con una evidente duplicazione di valori.

La pratica professionale che si è cimentata nella valutazione del marchio della società calcistiche converge nel considerare tra le fonti di ricavo esclusivamente quelle direttamente connesse allo sfruttamento economico del marchio, escludendo dunque i ricavi delle attività della gestione sportiva. Si confermano in questa sede anzitutto le evidenze già citate in precedenza.

In tutti i casi esaminati, i diritti TV sono esplicitamente esclusi dalle fonti di ricavo riferibili allo sfruttamento economico del marchio. In effetti, i drivers dei cospicui diritti televisivi derivano da complessi algoritmi, nel caso del campionato italiano costituiti da variabili collegate principalmente al titolo sportivo, al numero dei sostenitori, alla popolazione residente nel comune, ai risultati sportivi recenti e storici.

La gestione di una società calcistica è caratterizzata dall'impiego di risorse la cui combinazione economica genera congiuntamente i flussi reddituali e finanziari che soltanto astrattamente possono essere riferiti ad un singolo *asset* aziendale, come il marchio. Mentre per certe tipologie di attività (merchandising, sponsorizzazioni, licenze e pubblicità) il legame con il marchio è più stretto ed è possibile enucleare un insieme di flussi di reddito ad esso riferibili specificamente, in altri casi il collegamento è reso arduo dall'esistenza di fenomeni di congiunzione economica.

Si pensi alla partecipazione dei tifosi alle gare di campionato, compresi i tifosi abbonati i quali esprimono un maggior grado di fidelizzazione e dunque di identificazione con il brand (la "*squadra*"). Risultati modesti nelle competizioni sportive si ripercuotono in maniera diretta sull'affluenza dei tifosi allo stadio e dunque sui ricavi da gare, ma

ne risentono anche le vendite di merchandising e altre forme di ricavi accessori strettamente legati al marchio.

“Restricted market setting”

Secondo una posizione restrittiva (*Restricted market setting*), il valore economico del marchio che deriva dalla fidelizzazione dei tifosi non è apprezzabile se non unitamente al titolo sportivo. Poiché il titolo sportivo non è trasferibile e non può essere oggetto di valutazione economica, anche il marchio delle società di calcio subisce, relativamente a questa possibilità di sfruttamento economico, la medesima sorte e non è suscettibile di autonoma valorizzazione economica⁴. Chi accoglie questa prospettiva considera tutti i ricavi della gestione sportiva come estranei allo sfruttamento economico del marchio, escludendo dunque i diritti TV, i ricavi dei biglietti, la pubblicità allo stadio (la cui visibilità è strettamente connessa agli eventi sportivi) e parte delle sponsorizzazioni (sponsor ufficiale e tecnico)⁵.

Secondo un'altra posizione, i ricavi da biglietteria derivano principalmente dalla capacità tecnica di organizzare una squadra competitiva (il team dei calciatori), dal bel gioco e dai risultati sul campo. Tuttavia, esiste una componente irrazionale, abitualmente classificabile come “tifo calcistico”, che risulta legata al marchio ufficiale della squadra e che è disposta a partecipare agli eventi sportivi a prescindere dalla squadra, dal gioco e dai risultati sul campo.

Nella tabella seguente sono riassunte le diverse posizioni:

⁴ In questo senso, cfr. Valutazione del ramo di azienda sportiva della AS Bari spa, valutazione effettuata nell'ambito del fallimento dell'Associazione Sportiva Bari Spa Tribunale Civile e Penale di Bari, Fallimento n.3/2014, p. 65.

⁵ Valutazione dell'azienda sportiva Parma Football Club spa in Fallimento, del 13 aprile 2015.

Tabella 2 - Identificazione delle fonti di generazione dei ricavi nelle perizie di valutazione dei marchi di società calcistiche comparabili

	Palermo 1 (2014)	Palermo 2 (2017)	Ascoli (2005)	Bari (2014)	Parma (2015)	Lazio	Cesena (2014)
Sponsor ufficiale e tecnico	10%	100%	5%	SI	0%	SI	100%
Altre sponsorizzazioni	NR	100%	20%	SI	NR	SI	100%
Merchandising	100%	100%	70%	SI	100%	SI	100%
Ricavi pubblicitari	NR	100%	20%	SI	0%	SI	100%
Diritti TV e altri media	0%	0%	0%	NO	0%	NO	NO
Ricavi da gare di campionato	10%	0%	75% (serie B); 45% (serie A)	NO	0%	NO	NO
Ricavi biglietteria coppa Italia	10%	0%	5%	NO	0%	NO	NO
Ricavi da gare amichevoli	NR	0%	100%	NR	NR	NR	NO
Ricavi da abbonamenti	NR	10%	NR	NO	0%	NO	NO

NR = informazione non rilevata nel documento

Nella tabella, in considerazione delle informazioni disponibili, in alcuni casi vengono indicate le percentuali di ricavo che sono state identificate nelle perizie come direttamente attinenti il marchio; negli altri casi, si riporta un'indicazione descrittiva. Risulta evidente che in nessun caso i diritti TV sono entrati nel calcolo del valore del marchio, mentre le scelte in merito ai ricavi da gare, biglietteria e abbonamenti non sono uniformi.

Nella maggioranza dei casi sono invece considerati come attinenti al marchio i flussi di ricavo relativi alle **sponsorizzazioni, al merchandising e alla pubblicità**.

Ai fini della stima del valore del marchio "SPAL" si segue un approccio prudenziale facendo riferimento ai seguenti dati di bilancio desunti dagli ultimi 5 anni:

Tabella 3 – Determinazione dei flussi economici riferibili al marchio SPAL

	30/06/25	30/06/24	30/06/23	30/06/22	31/12/21	Media
Sponsor ufficiale	384.051	494.956	375.000	298.821	326.179	375.801
Sponsor tecnico	359.590	287.580	508.707	241.653	525.558	384.618
SPONSOR ISTITUZIONALI			132.000	175.516	191.907	166.474
ALTRE SPONSORIZZAZIONI					34.402	34.402

CARTELLONISTICA PUBBLIC.STADIO	693.721	1.115.045	2.832.100	1.553.761	1.707.988	1.580.523
PROVENTI DA MERCHANDISING	285.940	298.320	439.702	524.130	252.664	360.151
PROVENTI DA LICENSING	65.173	56.583	108.589	91.028		80.343
PROV.SFRUTT.DIRITTI IMMAGINE	1.500	41.682	41.682	20.841	8.379	22.817
Altri proventi commerciali		12.016	31.076		205.925	83.006
Totale	1.789.975	2.306.182	4.468.855	2.905.750	3.253.002	2.944.753

L'indagine empirica su precedenti perizie per casi comparabili rivela comportamenti difformi anche rispetto alle modalità di configurazione dei costi strumentali alla produzione dei ricavi.

Si passa da un estremo in cui non vi è alcuna considerazione dei costi (Palermo 1) all'altro estremo in cui si computa anche una parte dei costi dei giocatori (Palermo 2). In alcuni casi l'identificazione dei costi viene effettuata in modo analitico sulla base di specifiche assunzioni di pertinenza (Ascoli), mentre in altri casi si adottano percentuali generiche sui ricavi di vendita (35% nel caso della perizia del Cesena).

Nella pratica, le soluzioni adottate cambiano anche con riguardo alle altre variabili del metodo di calcolo, come orizzonte temporale, senari, tassi di attualizzazione e di crescita, aliquote fiscali. Nella tabella seguente è possibile analizzare le scelte tecniche adottate dai consulenti nei diversi casi qui esaminati:

Tabella 4 - Scelte tecniche nelle perizie di valutazione dei marchi di società calcistiche comparabili.

	Palermo 1 (2014)	Palermo 2 (2017)	Ascoli (2005)	Parma (2015)	Cesena (2004)

orizzonte temporale di previsione dei flussi	6	illimitato	5 (prev. esplicita) + Term. Value	15	20
scenario 1 (Best case Scenario)	No	No	Permanenza stabile in Serie A	Permanenza stabile in Serie A	Serie B => Serie A
scenario 2 (Worst/base Case Scenario)	No	No	Serie A => Serie B	Serie A => Serie B	Serie B => Lega Pro
tasso di attualizzazione	Tasso di interesse non specificato (8%)	WACC (9,4%)	WACC (7,6%)	Costo Equity Unlevered (7,51%)	WACC (10,84%)
tasso di crescita/inflazione	No	NO	NS	1,6%	2%
aliquota d'imposta	0% (nessun abbattimento fiscale)	27,50%	NS	27,5% (Ires) + 3,9% (Irap)	27,5% (Ires) + 3,9% (IRAP)
NS = non specificato in perizia					
NO = non considerato in perizia					

Il tasso di attualizzazione

Secondo Salinas (1999), rispetto alle 39 diverse metodologie professionali e accademiche studiate per la stima del valore dei marchi, circa il 60% utilizza tassi di sconto basati sulla considerazione della variabile rischio. Dei 23 modelli che considerano esplicitamente il rischio nel tasso di sconto, oltre il 40% utilizza il Costo ponderato del capitale (WACC) o il Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Nella precedente tabella 4 sono state messe in evidenza le differenti impostazioni dei periti che a vario titolo si sono cimentati nella stima del tasso di sconto per attualizzare i flussi reddituali in un campione di perizie di valutazione del marchio di società calcistiche.

Seguendo una prassi diffusa, lo scrivente ha determinato il tasso di sconto attraverso la stima del costo del capitale proprio, seguendo la metodologia del Capital Asset Pricing Model (CAPM). Il calcolo è rappresentato nella formula sottostante:

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

dove:

R_f = tasso di rendimento risk free, pari al rendimento delle attività prive di rischio e stimato sulla base del rendimento garantito da obbligazioni a medio-lungo termine emesse dallo Stato;

beta = coefficiente di volatilità o rischio sistematico, assunto come media dei beta di mercato di un campione di società comparabili;

(R_m - R_f) = premio per il rischio di mercato, misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio.

L'applicazione dello schema generale alla stima del tasso opportunità del capitale di rischio implica il riferimento ad aziende operanti nel medesimo settore di riferimento dell'azienda oggetto di valutazione.

Lo scrivente si è basato sulla nota banca dati Aswath Damodaran, prendendo a riferimento i dati disponibili al 2025 e i dati medi del macro settore di appartenenza della società oggetto di analisi.

È prassi diffusa tenere conto dell'effetto dimensionale sul fondamento empirico che alle imprese di minori dimensioni sono associati rischi maggiori e, pertanto, hanno un costo maggiore del capitale⁶. Tra i metodi maggiormente diffusi per tenere conto di quello che viene definito un "premio per la dimensione" lo scrivente ha fatto ricorso

⁶ Shannon P. Pratt and Roger J. Grabowski, *Cost of Capital: Applications and Examples* 5th ed. (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2014). Rolf W. Banz, "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks," *Journal of Financial Economics* (March 1981): 3-18.

al metodo *CRSP Deciles Size Premia*, descritto in modo approfondito al capitolo settimo di “Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, 2016. Prendendo a riferimento il gruppo delle imprese classificate come Micro-Cap, il size premium nel caso in esame può essere stimato in misura pari a 3,58%⁷.

Come di consueto si è tenuto conto del tasso di crescita, stimato in base al tasso di inflazione programmato, nonché di un maggior tasso di rischio del 5% in considerazione della particolare condizione di “distressed firm”, pervenendo prudentemente a stimare il costo del capitale proprio in misura approssimata pari a 14%:

Tabella 5

Tasso Risk free	2,16%
Equity risk premium (%)	7,46%
Beta medio Unlevered	0,67
Size premium (%)	3,6%
Tasso di crescita/inflazione (%)	2,0%
Maggiorazione "Distressed firm"	5,0%
Costo del capitale proprio	14%

Fonte: *Aswath Damodaran*

Si è quindi sottoposto a verifica il tasso così ottenuto confrontandolo con il costo del capitale proprio di società calcistiche quotate in borsa. Facendo ricorso alla banca dati Thomson Reuters, sono stati analizzati i dati di mercato di due note società calcistiche italiane:

⁷ CRSP (NYSE/NYSE MKT/NASDAQ) Deciles; Returns in Excess of CAPM (i.e., beta- adjusted Size Premium, as of December 31, 2015, Chapter 7: The CRSP Decile Studies and the Risk Premium Report Studies – A Comparison; 2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, 2016 by John Wiley & Sons.

Tabella 6

	Company Name	Market Cap (USD) (Σ =Avg)	Weighted Average Cost of Capital, (%) (Σ =Avg)
Summary (2)		702.888.275	5,3%
LAZI.MI	SS Lazio SpA	85.825.294	5,3%
JUVE.MI	Juventus FC SpA	1.319.951.255	5,3%

Fonte: Refinitiv

La media del costo del capitale proprio è pari a 5,3%. Considerate le dimensioni dell'asset oggetto di valutazione e le differenti condizioni commerciali, un tasso di sconto del **14%** viene considerato congruo con la rischiosità implicita nei flussi economici ottenibili dall'asset.

2.3. Stima del valore del marchio "SPAL"

L'analisi delle pratiche professionali, tenuto conto delle specificità delle condizioni di contesto all'interno delle quali viene effettuata la presente valutazione (obiettivi, stato in essere della società, dati disponibili, ecc.), hanno condotto lo scrivente alle seguenti assunzioni;

1) fonti di ricavo associate allo sfruttamento dei benefici economici del marchio:

- sponsorizzazioni
- pubblicità
- merchandising
- altre attività commerciali relative allo sfruttamento dell'immagine

individuate in corrispondenza dei campionati disputati dalla società negli anni più recenti. Per prudenza, si è assunto che soltanto il 50% dei ricavi commerciali così determinati sia direttamente attribuibile al marchio.

- 2) Quantificazione dei costi strumentali alla produzione dei ricavi: assunti pari al 35% dei proventi commerciali come sopra identificati, in modo coerente con la precedente perizia di valutazione del marchio.
- 3) L'orizzonte temporale di sviluppo dei flussi è prudentemente fissato in cinque anni.
- 4) Scenari di riferimento per la proiezione dei flussi. Nel corrente anno 2025/2026, la squadra di calcio è iscritta al campionato di Eccellenza. Per contro, come si può apprezzare dalla tabella seguente, i dati commerciali sono riferibili al periodo in cui la SPAL militava nei campionati di Serie B e C, nei quali ha conseguito anche discreti risultati di partecipazione sportiva:

Tabella 7

Anno calcistico	2024-2025	2023-2024	2022-2023	2021-2022	2020-2021
Campionato	Serie C	Serie C	Serie B	Serie B	Serie B
Risultati sportivi	17 ^a . Primo turno di Coppa Italia Serie C	11 ^a . Secondo turno di Coppa Italia Serie C	19 ^a . Retrocessa in Serie C. Sedicesimi di Coppa Italia	15 ^a in Serie B. Trentaduesimi di Coppa Italia	9 ^a in Serie B. Quarti di finale di Coppa Italia

Ai fini della proiezione dei flussi economici prospettici è necessario rettificare i dati storici. Pertanto, l'ammontare dei futuri proventi commerciali viene determinato prudentemente in misura pari al 50% del livello raggiunto nel 2024/2025.

In considerazione di quanto precede, nelle due tabelle seguenti viene esplicitata la dinamica dei flussi storici rettificati (Tab. 8) e quella dei flussi prospettici attualizzati (Tab.9):

Tabella 8 – Analisi storica del margine commerciale riconducibile al marchio SPAL

	2025	2024	2023	2022	2021
Totale Proventi commerciali	1.789.975	2.306.182	4.468.855	2.905.750	3.253.002
Abbattimento prudenziale (50%)	894.988	1.153.091	2.234.428	1.452.875	1.626.501
Costi commerciali diretti (35%)	313.246	403.582	782.050	508.506	569.275
Margine commerciale lordo	581.742	749.509	1.452.378	944.369	1.057.226
Imposte	162.888	209.863	406.666	264.423	296.023
Margine commerciale netto	418.854	539.647	1.045.712	679.945	761.202

Tabella 9

Margine commerciale normalizzato	209.427 (euro)
	Valore attuale netto
anno 1	184.143
anno 2	161.912
anno 3	142.364
anno 4	125.177
anno 5	110.064
Totale	723.660

3. Conclusioni

Alla luce delle analisi svolte, degli scenari di riferimento e delle cautele applicate nella determinazione dei flussi economici prospettici, il valore del marchio **SPAL** può essere collocato in un intorno di circa **700.000 euro**, quale valore corrente approssimato risultante dalla presente stima.

Tale importo è maggiore del costo di acquisizione di **270.000 euro** sostenuto nel 2013 e iscritto in bilancio, essendo il risultato della valorizzazione delle potenzialità reddituali del marchio sulla base dei criteri valutativi applicati. In questa prospettiva, il marchio SPAL si conferma come un asset immateriale dotato di un contenuto simbolico e di mercato, suscettibile di costituire elemento di interesse e base negoziale nell'ambito della liquidazione giudiziale.

Bologna, 23 settembre 2025

In fede

Prof. Angelo Paletta