Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
(*ordinamento ex D.M. 270/2004*)
in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

La valutazione di un'impresa sportiva

Meglio il Discounted Cash Flow o un altro metodo?

Relatore
Ch. Prof. Gloria Gardenal

Laureando
Mattia Bolzonella
Matricola 821629

Anno Accademico
2012 / 2013

INDICE

Introduzione pag. 6

Capitolo 1 Un mondo nel pallone: da semplice sport a business mondiale pag. 9

1. La nascita del calcio in Europa pag. 9
2. Il calcio in Italia pag. 13
   1) Primo periodo: anni ’60 e ‘70 pag. 15
   2) Secondo periodo: dal 1981 alla metà degli anni ’90 pag. 16
   3) Terzo periodo: dal 1996 ad oggi pag. 17
   4) 2010: una nuova fase? pag. 20
3. Le poste di bilancio distintive di una società di calcio pag. 23
   1) Le componenti positive di reddito pag. 24
   2) Le componenti negative di reddito pag. 28
   3) Il risultato economico delle società calcistiche pag. 29
   4) Le componenti dello stato patrimoniale pag. 30

Capitolo 2 La valutazione di un’azienda: quadro generale e metodo del Discounted Cash Flow pag. 35

1. Gli approcci alla valutazione delle imprese pag. 35
   1) L’approccio basato sui flussi di risultato pag. 36
   2) L’approccio basato sulla “creazione di valore” pag. 37
   3) L’approccio di mercato pag. 38
   4) L’approccio patrimoniale pag.40
2. L’approccio finanziario pag. 41
3. I flussi monetari del Discounted Cash Flow in una società di calcistica pag. 45

1) Il flusso monetario della gestione corrente pag. 46
2) Il flusso monetario della gestione operativa pag. 51
3) Il flusso monetario per gli azionisti pag. 53
4. I tassi di attualizzazione pag. 54
1) La stima del tasso r_o di un'impresa calcistica pag. 55
2) Il tasso WACC pag. 60
3) Il costo del capitale di rischio pag. 62
5. Il Discounted Cash Flow pag. 64
1) Il Valore Attuale Modificato (VAM) o APV pag. 64
2) Il costo medio ponderato del capitale (WACC) pag. 66
3) Il metodo del Flow-To-Equity (FTE) pag. 66
4) Il procedimento analitico con Terminal Value pag. 68

Capitolo 3 La valutazione di un'azienda calcistica: il caso Juventus Football Club S.p.A. pag. 72
1. Uno sguardo generale pag. 72
2. La Juventus F.C.: cenni biografici pag. 74
3. Una breve analisi dell'andamento dell'azienda Juventus pag. 75
4. Previsioni pag. 80
1) Ipotesi generali valenti per le tre squadre analizzate pag. 81
2) *Assumptions* sul valore della produzione pag. 82
3) *Assumptions* sui costi operativi pag. 89
4) *Assumptions* sulle spese per il personale pag. 90
5) *Assumptions* sugli ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni pag. 90
6) *Assumptions* sull'area finanziaria e fiscale pag. 92
7) *Assumptions* sull'attivo immobilizzato pag. 93
8) *Assumptions* sul capitale circolante netto pag. 95
9) *Assumptions* sui fondi pag. 96
10) *Assumptions* sull'indebitamento finanziario netto pag. 96
5. I flussi di cassa pag. 98
6. Stima del Costo medio ponderato del capitale (WACC) pag. 100

7. Calcolo del valore dell'impresa pag. 101

Capitolo 4 Confronto tra i vari metodi di valutazione di una società di calcio pag. 102

1. La valutazione della S.S. Lazio e dell'A.S. Roma pag. 102
2. Altri metodi di valutazione delle aziende calcistiche pag. 104
   1) Il metodo dei multipli pag. 104
   2) La valutazione di Forbes pag. 105
   3) Il modello multivariato pag. 107
   4) Altri metodi minori di valutazione pag. 110
3. Analisi dei risultati dei metodi analizzati pag. 112
4. La differenza di valore fra l'approccio finanziario e gli altri metodi analizzati pag. 121
5. Qual è il miglior metodo per valutare un'azienda sportiva? pag. 124

Conclusioni pag. 128

Bibliografia pag. 131

Sitografia pag. 135

INDICE DELLE FIGURE E DELLE TABELLE

Figura 1. Requisiti di Break-Even. Perdita massima consentita pag. 23
Figura 2. Ricavi Serie A e Serie B 1997-2012 pag. 25
Figura 3. Costo della produzione della Serie A 2007-2012 pag. 28
Figura 4. Risultato economico della Serie A 1997-2012 pag. 30
Figura 5. Aree dello stato patrimoniale e tassi di attualizzazione a esse riferibili pag. 55
Figura 6. Andamento dei tassi al variare del rapporto di indebitamento pag. 63
Figura 7. Variazione fra metodo dei multipli e valore Forbes della Juventus in milioni di euro pag. 121

Tabella 1. Risultati di sintesi 2007-2012 Serie A (in milioni di euro) e variazioni annuali pag. 73
Tabella 2. Risultati economici di sintesi 2007-2012 in migliaia di euro pag. 76
Tabella 3. Situazione patrimoniale di sintesi 2007-2012 in migliaia di euro pag. 78
Tabella 4. Ripartizione diritti TV Serie A per sotto-criteri in milioni di euro pag. 84
Tabella 5. Differenza tra diritti TV italiani e inglesi in milioni di euro (2011/2012) pag. 86
Tabella 6. Distribuzione premi competizioni UEFA in milioni di euro pag. 87
Tabella 7. Dettaglio plusvalenze da cessioni DPC in milioni di euro pag. 88
Tabella 8. Quote di ammortamento dei DPC acquistati e venduti in milioni di euro pag. 91

Tabella 9. Previsione del conto economico a valore aggiunto in milioni di euro pag. 93
Tabella 10. Valori netti contabili al 30/06/2013 in milioni di euro pag. 94
Tabella 11. Previsione dello stato patrimoniale in forma funzionale in milioni di euro pag. 98
Tabella 12. Proiezione dei flussi di cassa in milioni di euro pag. 99
Tabella 13. Calcolo del Weighted Average Cost of Capital pag. 100
Tabella 14. Calcolo del valore della società di calcio in milioni di euro pag. 101
Tabella 15. Flussi di cassa previsionali della S.S. Lazio in milioni di euro pag. 103
Tabella 16. Flussi di cassa previsionali dell'A.S. Roma in milioni di euro pag. 103
Tabella 17. Valutazione della S.S. Lazio e dell'A.S. Roma in milioni di euro pag. 104
Tabella 18. Revenue multiples approach pag. 105
Tabella 19. Valutazioni Forbes in milioni di euro pag. 106
Tabella 20. Applicazione del *multivariate model* in milioni di euro (anno 2012) pag. 109
Tabella 21. Valutazioni secondo il modello multivariato in milioni di euro pag. 110
Tabella 22. Valori aziendali dei tre club con metodi differenti in milioni di euro pag. 113
Tabella 23. Affluenza media allo stadio della Juventus pag. 117
Tabella 24. Confronto fra prezzo di un club e valore del modello multivariato e di Forbes in milioni di sterline (2003-2011) pag. 119
Tabella 25. Classifica valori brand 2012 e 2013 in milioni di euro pag.124
Tabella 26. Operazioni di valorizzazione del marchio in milioni di euro pag. 125

INTRODUZIONE

Lo sport è una passione che accomuna milioni di persone in tutto il mondo.

In Italia i praticanti sportivi sono 11,5 milioni mentre quelli saltuari sono 21 milioni. Gli appassionati che seguono gli eventi sportivi televisivi sono oltre 20 milioni e i lettori di riviste e quotidiani specializzati sono 6 milioni. Da questi numeri si capisce che lo sport coinvolge un pubblico talmente ampio e differenziato che nessun altro settore industriale è in grado di raggiungere.

Se si esaminano gli aspetti economici, il business dello sport in Italia vale circa il 3% del PIL e genera ricchezza per oltre 30 miliardi di euro, attirando rilevanti investimenti (sponsorizzazioni e media). Le aziende che operano in questo settore (comprese, quindi, le imprese produttrici di abbigliamento tecnico, le aziende che forniscono gli impianti e le strutture, ecc.) sono più di 13 mila, offrendo 60 mila posti lavoro e generando un fatturato annuo di 11 miliardi (di cui il 65% rivolto all'export).

Le manifestazioni sportive a livello mondiale e continentale incidono positivamente sulle economie locali dove si svolgono (per esempio, il mondiale di rugby del 2011 si stima abbia portato benefici all'economia neozelandese per un controvalore pari a 550 milioni di euro) e generano notevoli ritorni economici per gli sportivi e le squadre coinvolte (si calcola che la vittoria della Champions League di calcio da parte del Barcellona nel 2011 abbia generato un ritorno a livello di premi in denaro, aumento di valore della squadra, dei diritti televisivi e del brand, pari a 126 milioni di euro, mentre per l'altra finalista è stato di 73 milioni).

A livello mediatico, l'audience generata dagli eventi sportivi live si aggira sui 2 miliardi e 214 milioni di spettatori l'anno (altrettanto è l'audience generato da programmi che trattano lo sport), mentre la copertura televisiva nei canali gratuiti è di 2.452 ore.[1]

Questi numeri servono per comprendere che lo sport non è più solo una "passione": è un vero e proprio business che è cresciuto e sviluppato nel tempo e che andrebbe considerato alla pari degli altri settori, sia per quanto riguarda la gestione imprenditoriale (molte imprese sportive non sono gestite nel rispetto degli equilibri economico-finanziario-patrimoniale) che la legislazione (la normativa nazionale ed europea ha gravi lacune in tale ambito, che solo negli ultimi venti anni hanno cominciato a colmare).

Anche la ricerca dovrebbe muoversi in tale direzione: non tutti i campi dell'economia si occupano della realtà sportiva (numerosi passi avanti sono stati compiuti in ambito contabile e dal marketing), e questa disuguaglianza è accentuata in base all'area geografica di appartenenza (in Nord America il settore sportivo è molto più seguito e controllato, mentre in Europa gli studi si concentrano in Inghilterra, dove lo sport più assistito è il *football*).

Il mio lavoro si sviluppa come tentativo di far emergere le difficoltà nel valutare un'azienda sportiva, operante, in particolar modo, nel settore del calcio, che è quello più sviluppato e con il maggior giro d'affari in Europa.

Infatti, per stimare il valore di queste imprese, che per alcune loro particolarità sono differenti dalle altre tipologie di aziende, si devono applicare le metodologie ordinarie di valutazione, che non tengono conto di queste peculiarità.

Gli studi in questo campo sono pochi e tendono ad adattare queste tecniche ai club sportivi, evitando di evidenziare, a volte, gli aspetti critici del loro business.

[1] M. Mancin, materiali dal corso "Economia delle aziende sportive", a.a. 2012-2013, http://static.unive.it/isa/file/download/elementId/10383552

In questa tesi, dopo un’introduzione che descrive le caratteristiche specifiche del settore del calcio, affronterò una panoramica delle varie metodologie di valutazione maggiormente diffuse nella pratica e applicherò la tecnica più utilizzata a tre club italiani, descrivendo passo per passo il procedimento per una di queste realtà.

Infine, presenterò dei metodi di valutazione specifici per queste aziende sviluppati da ricercatori e professionisti, mettendo a confronto i risultati ottenuti e mostrando i loro pregi e difetti.

CAPITOLO 1

UN MONDO NEL PALLONE: DA SEMPLICE SPORT A BUSINESS MONDIALE

1. La nascita del calcio in Europa

L'origine del gioco del calcio può essere fatta risalire in epoche e parti del mondo diverse (dall'"harpastum" dei legionari romani al "cuju" cinese della dinastia Han, fra il 206 a.C. e il 220 d.C., dal "kemari" giapponese al "calcio fiorentino" rinascimentale).

Il calcio moderno nasce invece nella seconda metà dell'Ottocento nelle scuole d'élite inglesi, dove i maestri incoraggiavano gli studenti a praticare i giochi di squadra come attività ludica per plasmare i futuri dirigenti dell'impero. Ciascuna scuola sviluppava la propria versione del calcio e, per quanto diverso, i suoi fondatori lo vedevano solo come un gioco, e non come un'impresa: sentimento rimasto abbastanza diffuso tra gli appassionati di tale sport fino a tempi piuttosto recenti. Allora in che modo è diventato un "business"?

Si può affermare brevemente che tale trasformazione sia avvenuta grazie alla concorrenza.[2]

La prima squadra, lo Sheffield Club, fu fondata nel 1855, mentre le regole attuali (eccetto le variazioni apportate nel corso degli anni) furono codificate nel 1863, anno della costituzione dell'English Football Association (FA), la federazione calcistica che si occupa della promozione, della regolazione e dell'organizzazione delle attività

[2] A. Baroncelli, U. Lago e S. Szymanski, *Il business del calcio: Successi sportivi e rovesci finanziari*, Milano, EGEA, 2004, p. 17

agonistiche sia dilettantistiche che professionistiche inglesi. Questo sport si diffuse velocemente in tutta la Gran Bretagna e, grazie ai marinai e agli emigranti d'oltremanica, fu esportato in Europa e nel Nord America: alla fine del diciannovesimo secolo si contavano già un migliaio di club nel Regno Unito.[3] Nell'inverno tra il 1871 e il 1872 quindici squadre si contendevano la FA Cup. Dalla stagione 1893 fu fondata una seconda divisione formata da dodici club, che accompagnava la prima divisione con sedici membri, e in questi anni comparvero alcune delle squadre più famose, come il Manchester United e il Liverpool (l'anno seguente).

In Francia il primo club fu fondato nella città portuale di Le Havre (che si affaccia sul Canale della Manica) nel 1872; la prima competizione a livello nazionale fu giocata nel 1894 e due anni più tardi si disputò una forma embrionale del campionato, mentre la federazione francese (Federation Française de Football -FFF-) fu istituita nel 1919.[4]

In Germania una prima forma del gioco del calcio era praticata già dal 1875 (anche se aveva regole miste con quelle del rugby), ma è solo dalla metà degli anni Ottanta del Diciannovesimo secolo che si arrivò all'attuale forma. I primi tornei regionali furono disputati dal 1890 e dieci anni più tardi fu costituita la federazione calcistica tedesca, la Deutscher Fußball-Bund (DFB), che organizzò il primo campionato nazionale nella stagione 1902/1903. A seguito della divisione della Germania, la parte orientale formò una propria federazione (che organizzava un campionato separato dalla Germania federale e aveva una propria nazionale), la Deutscher Fußball Verband der DDR (DFV), che, al contrario della controparte occidentale, non ottenne grandi successi a livello internazionale. Le due federazioni furono riunite nel 1990.[5]

In Spagna le prime società di calcio furono create alla fine dell'Ottocento da marinai e immigrati inglesi e da studenti spagnoli di ritorno dal Regno Unito. La prima fu Recreativo de Huelva (1889), seguita dal Sevilla Football Club (1890) e, nei Paesi Baschi, il Bilbao Football Club, che divenne nel 1898 l'Athletic Club Bilbao. Nel 1909 fu costituita la federazione spagnola, la Federación Española de Clubs de Football,

---

[3] M. Valeri, *Standard IAS/IFRS e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2008, p. 2

[4] S. Dobson e J. Goddard, *The economics of football*, Cambridge, Cambridge University Press, 2001, pp. 38-39, 102

[5] N. Havemann, *Soccer beneath the swastika: the German Football Association between sport, politics and commerce*, Bonn, Bundeszentrale für politische Bildung, 2006, pp. 5-15

trasformata in seguito (1913) nella Real Federación Española de Fútbol (RFEF). Il primo campionato nazionale fu disputato nel 1929, ma era già giocata a livello nazionale la Copa del Rey (nel corso del secolo scorso ha avuto vari nomi) dal 1903.[6]

Inizialmente le società di calcio erano soltanto delle associazioni di giocatori, la cui principale funzione era di coordinare gli incontri per dare una certa continuità a chi volesse giocare.

Con la sua diffusione nacque tuttavia la necessità di creare dei servizi per i tifosi, i quali implicavano determinate spese che erano sostenute grazie alle entrate ottenute dalla vendita dei biglietti per l'accesso alla visione degli incontri.

I giocatori dapprima erano tutti dilettanti. Con l'aumento della competizione fra le squadre e il cambiamento della mentalità (divenne più importante vincere piuttosto che partecipare), le maggiori società iniziarono a offrire incentivi ai giocatori migliori, come rimborsi spese generosi, facilitazioni per trovare un impiego e così via. I professionisti furono riconosciuti nel 1885, tre anni prima della fondazione della English Football League (la lega che rappresenta i club inglesi ed è competente nell'organizzazione dei campionati professionistici, eccetto la massima serie britannica che è gestita dalla Premier League dal 1992) anche se si conoscono alcuni casi, antecedenti a tale data a partire dal 1876, in cui i giocatori erano remunerati (come il Preston North End o lo Stoke City). Il passaggio da sport dilettantistico a professionistico è quindi uno dei fattori determinanti l'evoluzione del calcio da sport a business: il denaro guadagnato dalla vendita dei biglietti era utilizzato per pagare i giocatori, quelli migliori attiravano più spettatori e ricevevano stipendi più alti.

Nei primi anni del Novecento i giocatori erano pagati per ciascuna partita e intascavano dai 2 ai 10 scellini, una paga più allettante dei 38 scellini a settimana (54 ore di lavoro) nell'industria. Successivamente le squadre più ricche iniziarono a ingaggiare i calciatori per un anno intero pagandoli due o tre sterline a settimana. Nel 1913 il salario medio settimanale di un operaio era di 1 sterlina e 18 scellini, quella di un impiegato di 2 sterline e 13 scellini, mentre un calciatore poteva essere pagato fino a 5 sterline.

Allo scoppio della Prima Guerra Mondiale in Inghilterra quasi tutte le squadre professionistiche erano diventate società a responsabilità limitata. I dirigenti

[6] P. Ball, *Morbo: The story of Spanish football*, Londra, WSC Books, 2003, pp. 19-40

affrontavano i problemi di gestione ordinaria che hanno tutte le normali imprese. Le società investivano nella costruzione di stadi, alcuni dei quali includevano infrastrutture e attrezzature per l'atletica e per il ciclismo, così da creare ulteriori fonti d'introiti. L'obiettivo della massimizzazione delle entrate divenne il punto cruciale per il sostentamento finanziario della squadra e il miglioramento delle performance sportive. Tuttavia agli inizi il calcio si curava poco delle questioni finanziarie.

Nel 1904 fu istituita la Fédération Internationale de Football Association (FIFA) con il compito di predisporre le regole a livello internazionale e di garantire l'organizzazione delle competizioni globali, cui sottostanno le varie federazioni nazionali.

Nel 1929, in occasione del 25° anniversario della propria fondazione, progettò la creazione di un "campionato del mondo" per nazionali: la prima edizione della Coppa del Mondo (chiamata Coppa Rimet fino al 1970, dal nome dell'allora presidente della federazione) fu giocata l'anno successivo in Uruguay e fu vinta dai padroni di casa. I due successivi tornei (1934 e 1938), a cadenza quadriennale, furono vinti entrambi dall'Italia: era il periodo del regime fascista, che colse l'occasione per utilizzare il calcio come strumento ideale per rafforzare il consenso tra la popolazione.[7]

Nel 1954 fu fondata la Union des Associations Européennes de Football (UEFA), l'organo che raggruppa le federazioni nazionali d'Europa e ha il compito di organizzare i tornei continentali per nazionali e per club. La prima competizione a livello europeo per club, chiamata "Fairs Cup" (poi rinominata Coppa UEFA), fu introdotta nel 1955 e fu giocata nell'arco di tre anni. Dal 1961 questo torneo, insieme alla Coppa delle Coppe (che assorbirà nel 1999) e alla Coppa dei Campioni, iniziò a svolgersi su base annua e negli anni Novanta quest'ultima, rinominata Champions League, ha assunto una posizione prominente tra gli obiettivi delle principali squadre europee, giacché una regolare partecipazione comporta e rende disponibile maggiori ricavi da diritti televisivi.[8]

[7] Valeri, *Standard IAS/IFRS e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, cit., pp. 2-3
[8] Dobson e Goddard, *The economics of football*, cit., p. 41

2. Il calcio in Italia

Nella nostra nazione il calcio (rinominato in tal modo dall'inglese "football" nel 1909 sotto la spinta degli ideali nazionalisti) fu importato dall'Inghilterra dai marinai, i quali coinvolgevano gli abitanti delle città portuali per raggiungere il numero sufficiente per poter giocare. I pionieri di tale sport erano inglesi o italiani con legami lavorativi con tale paese, i quali organizzavano delle partitelle e ben presto fondarono le prime squadre.[9]

Nel 1898 nacque la Federazione Italiana del Football (F.I.F.) (rinominata nel 1909 Federazione Italiana Giuoco Calcio, FIGC) e organizzò il primo campionato nazionale disputato a Torino in una sola giornata (vinto dal Genoa Cricket and Athletic Club, la squadra più antica del nostro Paese, fondata nel 1892). Attualmente è il soggetto che promuove e regola tutte le attività agonistiche calcistiche, mentre l'organizzazione dei vari campionati professionistici e dilettantistici è affidata alle varie leghe di riferimento: la massima divisione italiana è gestita da una lega (che ha avuto nomi diversi nel corso degli anni) sin dal 1921 (dal 1946 al 2010 si chiamò Lega Nazionale Professionisti -LNP- e gestì i campionati di serie A e B, ma dal 2010 si è scissa in due leghe, la Lega Nazionale Serie A e la Lega Nazionale Serie B, le quali rappresentano i rispettivi campionati).

Fino al 1913 il movimento calcistico italiano fu caratterizzato dal dilettantismo, finché vi fu il trasferimento del calciatore Renzo De Vecchi dal Milan al Genoa per l'allora considerevole cifra di 30.000 lire. Fu poi la volta di Virginio Rosetta che nel 1924 passò dalla Pro Vercelli alla Juventus per 50.000 lire e con uno stipendio di 1.000 lire al mese.[10] Il professionismo fu però riconosciuto ufficialmente soltanto dal 1926 con la "Carta di Viareggio", un insieme di regole stilate per porre fine alla situazione caotica in cui versava il mondo sportivo (oltre a tale concessione, essa vietò la partecipazione al campionato ai giocatori stranieri e creò due serie nazionali, la A e la B).

[9] J. Foot, *Calcio: 1898-2007: Storia dello sport che ha fatto l'Italia*, Milano, Rizzoli, 2007, pp. 18-23
[10] Lago, Baroncelli e Szymanski, *Il business del calcio*, cit., pp. 18-19, 94-96

In questi anni furono costruiti gli stadi nelle principali città italiane a testimonianza della trasformazione del calcio in sport di massa, come San Siro (1926) o il Dall'Ara di Bologna (1924).[11]

Lo sport del calcio è caratterizzato da una sistematica presenza:

- di una precaria situazione economico-finanziaria che coinvolge il comparto professionistico, spesso accompagnata anche da una crisi etico-morale dei protagonisti;
- di cambiamenti significativi della disciplina del rapporto di lavoro fra il calciatore e la società di appartenenza.

La FIGC è stata così costretta ad intervenire nel corso degli anni prendendo diversi provvedimenti per contrastare le crisi che il calcio italiano ha più volte affrontato e per adeguare la normativa sul professionismo sportivo alle mutate condizioni economiche del contesto.

Pertanto a livello nazionale è possibile rilevare tre periodi che hanno condotto all'attuale situazione:

1. fra gli anni '60 e '70 aumentò la dimensione economica dell'attività calcistica e le squadre, fino ad allora organizzate in forma di associazioni sportive, si trasformarono in società di capitali. Inoltre nacquero e si svilupparono le competizioni internazionali fra club;
2. il secondo periodo va dal 1981, anno di approvazione della prima legge sullo sport professionistico, alla metà degli anni '90;
3. il terzo inizia nel 1996, anno di emanazione della famosa "sentenza Bosman".[12]

[11] Foot, *Calcio*, cit., p. 43, 55-58
[12] M. Mancin, *Il bilancio delle società sportive professionistiche: Normativa civilistica, principi contabili nazionali e internazionali (IAS/IFRS)*, Padova, CEDAM, 2009, pp. 1-2

1) Primo periodo: anni ’60 e ’70

I club erano costituiti in forma di associazione sportiva ed erano gestiti da un presidente/“mecenate”, personalmente responsabile delle obbligazioni assunte nell’ambito dell’attività sportiva.

Per poter rimanere competitivi in termini di risultati sportivi, i club tendevano ad incrementare gli investimenti. Ciò era dovuto all’aumento del tasso tecnico delle competizioni e al loro allargamento oltre i confini nazionali, al progressivo interessamento dei media (in particolare della televisione) e al conseguente coinvolgimento del pubblico.

La conseguenza di questi mutamenti fu la crescente impossibilità delle associazioni di far fronte alle spese e pertanto iniziarono a rivolgersi al mercato, comportando un aumento significativo del livello d’indebitamento e un perenne disavanzo finanziario dalla gestione (non si parla di perdita perché la contabilità è tenuta secondo un criterio finanziario “entrate/uscite”).

Questa prima fase entrò in crisi a causa, da un lato, dall’inadeguatezza organizzativa dei club, la cui forma associativa non era in grado di condurre un’attività economica che aveva raggiunto ragguardevoli dimensioni, e dall’altro, da una gestione improvvisata del “management”.

La Figc si vide così costretta a prendere una serie di provvedimenti a partire dal 1966, con lo scopo di sciogliere le associazioni calcistiche professionistiche e di obbligarle ad adottare uno “statuto tipo” (delibera del Consiglio Federale della FIGC del 16 settembre e del 21 dicembre 1966). La successiva trasformazione in società di capitali impose l’adozione di un sistema contabile economico-patrimoniale che consentiva una maggiore trasparenza informativa e quindi agevolava i controlli da parte della federazione o dei suoi organi delegati.

Queste riforme però non produssero gli effetti sperati poiché si continuò a prestare scarsa attenzione alle condizioni di equilibrio economico e finanziario (alle società era vietato distribuire gli utili fra i soci, perciò la sensibilità alla produzione di ricchezza era secondaria agli altri vantaggi derivanti dalla gestione del club collegati, per esempio,

all'immagine) e a inseguire a qualsiasi costo il successo sportivo, perché questo aumentava il prestigio e la visibilità di chi si trovava al vertice della società.[13]

2) Secondo periodo: dal 1981 alla metà degli anni '90

Nel 1978 il settore calcistico professionistico fu messo a dura prova con il blocco del "calcio mercato" estivo da parte della Pretura di Milano, che riscontrò un'irregolarità della disciplina del rapporto di lavoro subordinato (la legge 1369/60 vietava l'intervento di mediatori nella fase di stipulazione del contratto), il quale rischiava di mettere a repentaglio il regolare svolgimento del campionato. Il governo intervenne subito con un decreto legge e in seguito approvò la legge 23 marzo 1981 n. 91, la prima, e unica, norma che disciplina lo sport professionistico in Italia.

La legge riconosce come società professionistiche quelle che assumono la forma giuridica di società per azioni o società a responsabilità limitata, le quali potevano perseguire esclusivamente l'attività sportiva come oggetto sociale, sancendo l'obbligo di reinvestirne gli eventuali utili.

In più la norma intensificava l'apparato dei controlli esterni sulla gestione al fine di rafforzare la solidità e la solvibilità del sistema calcio, che tuttavia porterà solo a una limitazione dell'"autonomia decisionale", accompagnata dalla privazione dell'"autonomia economica", collegata al vincolo sulla finalità di lucro soggettivo.

Infine disciplinò il rapporto di lavoro fra atleta e società. Prima dell'introduzione della nuova normativa, il calciatore era legato al club dal rapporto di lavoro sportivo, un contratto che stabiliva il compenso, e dal rapporto di vincolo sportivo, con cui la società poteva avvalersi in via esclusiva delle prestazioni sportive di un giocatore per tutta la durata della sua vita agonistica. In questo quadro il trasferimento del giocatore poteva avvenire solamente attraverso la cessione del vincolo ad un'altra società: l'atleta non aveva potere contrattuale e rappresentava un importante asset per la società calcistica. La riforma decretò che la vendita si doveva concludere con la cessione del contratto (il quale aveva una durata massima di cinque anni) oppure con il trasferimento del calciatore, ossia il calciatore, alla scadenza del contratto, poteva stipulare un accordo

[13] *Ivi*, pp. 3-11

con un'altra squadra, la quale però era tenuta a corrispondere una somma a titolo di risarcimento al suo club di appartenenza (Indennità di Preparazione e Promozione -IPP-). L'indennità, che nelle intenzioni voleva garantire alla squadra cessionaria il recupero dei costi sostenuti per il mantenimento o il miglioramento dell'atleta, nella realtà fece rivivere il vincolo sportivo.

Tra l'altro l'IPP fu una causa dell'aumento cospicuo degli ingaggi e della corsa al rialzo del cartellino, perché la sua modalità di calcolo era legata allo stipendio medio degli ultimi due anni e così alla società bastava aumentare l'ingaggio quando il contratto era in scadenza per far lievitare il valore dell'indennità.[14]

3) Terzo periodo: dal 1996 ad oggi

L'andamento dei risultati economici delle società di calcio non tendeva a cambiare: la ricerca del successo sportivo portava il management, spesso formato da ex calciatori poco competenti in materie aziendali, a indirizzare gli sforzi e gli investimenti allo sviluppo dell'area tecnico-sportiva.

Nel giugno del 1995 la perdita aggregata delle società di serie A risultava pari ad un importo di oltre 54 milioni di euro, mentre per quelle di serie B sfiorava i 75 milioni.

Questa situazione negativa fu ulteriormente aggravata da altri due fatti: la sentenza Bosman e l'avvento della pay tv/pay per view. Specialmente il primo è considerato lo spartiacque tra il vecchio e il calcio moderno, caratterizzato da un nuovo sistema di regole che riformò interamente il profilo del settore sportivo europeo.

Jean Marc Bosman era un calciatore belga che militava nel Royal Club Liégeois. Nel 1989, giunto a scadenza di contratto, trovò un nuovo accordo con la società Dunkerque, militante in una serie inferiore francese. Quest'ultima però non aveva raggiunto l'intesa con il club di appartenenza del giocatore circa l'importo dell'indennità da pagare, perciò alla conclusione del contratto il trasferimento non avvenne (1990); l'atleta fu messo fuori rosa e il suo stipendio ridotto del 60%. Bosman decise così di intentare causa alla propria società e alla federazione belga (Union Royale Belge des Sociétés de Football

[14] *Ivi*, pp. 12-28

Association, RBFA) (e successivamente anche contro l'UEFA), e nel 1993 la vicenda giunse davanti alla Corte di appello di Liegi, la quale chiese alla Corte di Giustizia europea di pronunciarsi sull'interpretazione degli articoli 48, 85 e 86 del Trattato CE (Trattato di Roma), a proposito delle normative delle federazioni nazionali sul trasferimento dei calciatori all'interno della Comunità Europea.

Il 15 dicembre 1995 la Corte di Giustizia europea, con la sentenza C-415/93, accolse il ricorso del calciatore e abrogò implicitamente tutte le disposizioni federali riguardanti il diritto di pretendere da un'altra società il pagamento di una determinata somma di denaro per il trasferimento di un proprio giocatore giunto a scadenza di contratto e la facoltà delle federazioni sportive, nazionali e internazionali, di includere nei rispettivi regolamenti norme limitanti la partecipazione di atleti, cittadini dell'Unione Europea, alle competizioni, giacché non consentivano una libera circolazione dei giocatori comunitari nei campionati di calcio nazionali.

È importante precisare che la pronuncia della Corte non era rivolta a tutti gli scambi di calciatori professionisti: l'abolizione dell'indennità di trasferimento interessava solo le cessioni dei giocatori europei in ambito transfrontaliero, o meglio non aveva efficacia nel caso di trasferimenti di sportivi italiani e stranieri tra squadre dello stesso Paese. Si creò così una differenziazione tra atleti presenti sul mercato comunitario e quelli sul mercato interno; l'acquisto di questi ultimi risultava quindi economicamente meno conveniente perché sussisteva ancora l'IPP.

Per di più le sentenze della Corte europea producono normalmente i loro effetti anche retroattivamente su tutto il territorio comunitario: mantenendo tale regola per le indennità maturate a seguito di trasferimenti già conclusi ma non ancora saldate finanziariamente dai club, le società si sarebbero ritrovate con i bilanci sconvolti da crediti divenuti inesigibili e da debiti che non avrebbero più dovuto onorare. La Corte, conscia della portata rivoluzionaria del provvedimento, stabilì che la nuova disciplina non si poteva applicare retroattivamente.

Lo scenario così creato indusse il legislatore a porre rimedio alle criticità con dei decreti legge che, a partire dal 1996, abrogarono l'IPP, creando un "Premio di addestramento e formazione tecnica" esigibile solo dall'ultima società o associazione presso la quale il calciatore ha giocato a livello dilettantistico o giovanile, sancirono che le società

potessero svolgere esclusivamente attività sportive o ad essa connesse e strumentali e, infine, eliminarono il divieto di distribuzione degli utili (l. 586/96).

Le conseguenze della sentenza Bosman si riflessero anche a livello gestionale: fu definito un nuovo modello di business nella conduzione dei club calcistici e un più forte coinvolgimento degli sponsor, degli investitori e in particolar modo dei media. L'eliminazione dei limiti alla libera circolazione degli atleti favorì una forte espansione del calcio, proponendolo come "un prodotto" destinato al mercato continentale.

Questo processo d'integrazione è stato ampiamente facilitato dall'ingresso delle televisioni nel mondo sportivo, le quali hanno incrementato il numero dei fruitori dello spettacolo sportivo e hanno riversato nelle casse delle società degli importi notevoli. Dalla stagione 93/94 i proventi da diritti televisivi hanno iniziato un'enorme crescita che si è attenuata solo dagli anni duemila. Nel 1993 la RAI non ebbe più l'esclusiva sui diritti televisivi del campionato, poiché entrò anche la piattaforma satellitare Tele + (che trasmetteva in pay tv), incrementando in un solo anno i ricavi da diritti tv del 66%. Nella stagione 1996/97 le piattaforme satellitari cominciarono a offrire le partite in modalità pay per view e i proventi delle società raddoppiarono rispetto il campionato precedente, raggiungendo un controvalore di 204 milioni di euro. Tre anni più tardi il legislatore riconobbe la possibilità alle singole società di negoziare singolarmente i propri diritti televisivi e questo fece dilatare il valore dei diritti criptati dei grandi club, che raggiunse i 400 milioni (oltre 500 milioni di euro in totale). Nel 2002 la bolla dei proventi scoppiò e tali introiti si contrassero fino al 2004/5 quando entrarono nel mercato la piattaforma del digitale terrestre e le nuove tecnologie quali Intenet e l'UMTS: tale fonte di ricavi ricominciò a crescere raggiungendo i 600 milioni nel 2006, mantenendo un trend in sostanziale crescita (escluso la stagione 2006/2007 che ha risentito dell'assenza della Juventus FC, militante nel campionato di serie B a seguito della retrocessione dopo lo scandalo cosiddetto "Calciopoli"), assestandosi nel 2011/2012 a più di 814 milioni di euro.[15]

[15] PricewaterhouseCoopers SpA, ReportCalcio 2013, http://www.pwc.com/it/it/publications/reportcalcio-2013.jhtml

Proprio dagli anni Novanta è iniziata una corsa al rialzo degli stipendi, a partire dai grandi club impegnati nelle massime competizioni europee: queste società, alla ricerca del successo sportivo che porta benefici economici, forza contrattuale (nei confronti di altri club, delle federazioni e dei giocatori) e prestigio (che a sua volta implica maggiore visibilità della squadra e dei propri sponsor, aumento dei tifosi e quindi anche di ritorni economici), sono disposte a investire milioni di euro nell'acquisto e nell'ingaggio dei migliori giocatori, incrementando così il valore dei cartellini e innalzando il livello medio degli stipendi. Tuttavia queste squadre militano anche nei campionati nazionali insieme ad altre società di medie piccole dimensioni, influenzando di conseguenza anche le quotazioni e gli ingaggi dei calciatori più modesti appartenenti a queste (nel periodo compreso fra il 1996 e il 2002 si ha un incremento medio delle remunerazioni superiore al 25%).

I maggiori ricavi derivanti dalla cessione dei diritti televisivi (che pertanto hanno condizionato anche i ricavi da sponsorizzazioni) sono stati riversati incessantemente nell'acquisto e nell'ingaggio dei giocatori, certi che questi introiti sarebbero cresciuti costantemente. Nel 2002/2003 la "bolla" scoppiò a seguito della crisi generalizzata che ha colpito il settore delle pay tv, producendo un cospicuo ridimensionamento dei proventi televisivi.

A questo punto si osserva una svolta decisiva dal lato gestionale: a fronte di un fatturato in aumento, seppure a tassi di crescita contenuti, il peso degli stipendi diminuisce progressivamente in termini relativi (dopo l'apice del 2001, dove il rapporto stipendi/fatturato era del 91%[16], i valori si sono assestati intorno al 65%).[17]

4) 2010: una nuova fase?

Nel maggio 2010 il Comitato Esecutivo UEFA ha pubblicato le "UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations", un insieme di regole volte a disciplinare il c.d. "fair play finanziario".

Il manuale delle licenze UEFA è stato introdotto nella stagione 2004/05 con l'intento di incoraggiare le società a guardare oltre il breve termine e a considerare gli obiettivi di

[16] Mancin, *Il bilancio delle società sportive professionistiche*, cit., pp. 31-53
[17] PricewaterhouseCoopers SpA, ReportCalcio 2013, cit.

lungo termine essenziali per la buona salute del calcio. Esso si basa su una serie di standard qualitativi precisi che ogni club deve rispettare per poter accedere alle competizioni UEFA (la FIGC richiede la licenza obbligatoriamente a tutte le società di serie A e può essere richiesta da qualunque società di serie B) e su principi chiave quali trasparenza, integrità, credibilità e capacità.[18]

Per quanto riguarda il "Financial Fair Play", i propositi della federazione continentale sono quelli di tutelare la sostenibilità a lungo termine dei club europei, assicurare un'adeguata struttura debitoria della società (cioè la capacità di assolvere i debiti), diminuire l'incidenza dei costi del personale tesserato e gli importi dei trasferimenti, incoraggiare i club a sostenersi unicamente con i propri ricavi e a investire nel lungo termine. I suoi parametri inizieranno a essere applicati dalla stagione 2013/2014, ma farà riferimento agli esercizi a partire dal 2011/2012.

Per raggiungere la Break-Even Rule (art. 58-63 del Manuale) la società deve:

- dimostrare di non avere, nel periodo di competenza, debiti scaduti nei confronti di altre società di calcio derivanti da trasferimento di calciatori, dei dipendenti e dell'erario per versamenti di ritenute e contributi;
- limitare i costi dei giocatori attraverso il monitoraggio del rapporto costi del personale tesserato/ricavi, che deve essere inferiore al 70%, e incentivare gli investimenti nelle squadre giovanili (under 21), escludendo gli stipendi dei giocatori under 18 dal calcolo del Break-Even result;
- arrivare ad un risultato di esercizio aggregato in pareggio o conforme alla massima deviazione accettabile, secondo le modalità stabilite di determinazione delle voci di bilancio;
- avere il rapporto debiti netti/ricavi d'esercizio superiore al 100%.

Per il calcolo del Break-Even result i "ricavi rilevanti" sono:

- i ricavi da gare;
- i proventi da diritti televisivi;
- i ricavi da sponsorizzazioni, pubblicità e da attività commerciali;

[18] A. Benoldi e C. Sottoriva, "La disciplina della redazione del bilancio di esercizio delle società di calcio. Confronto con l'esperienza internazionale ed impatto del c.d. «Financial Fair Play»", *Rivista di diritto ed economia dello sport*, vol. VII fasc. 1 (2011), pp. 172-173

- gli altri ricavi operativi;
- i profitti sulla cessione di giocatori e derivanti dall'alienazione di cespiti;
- i proventi finanziari.

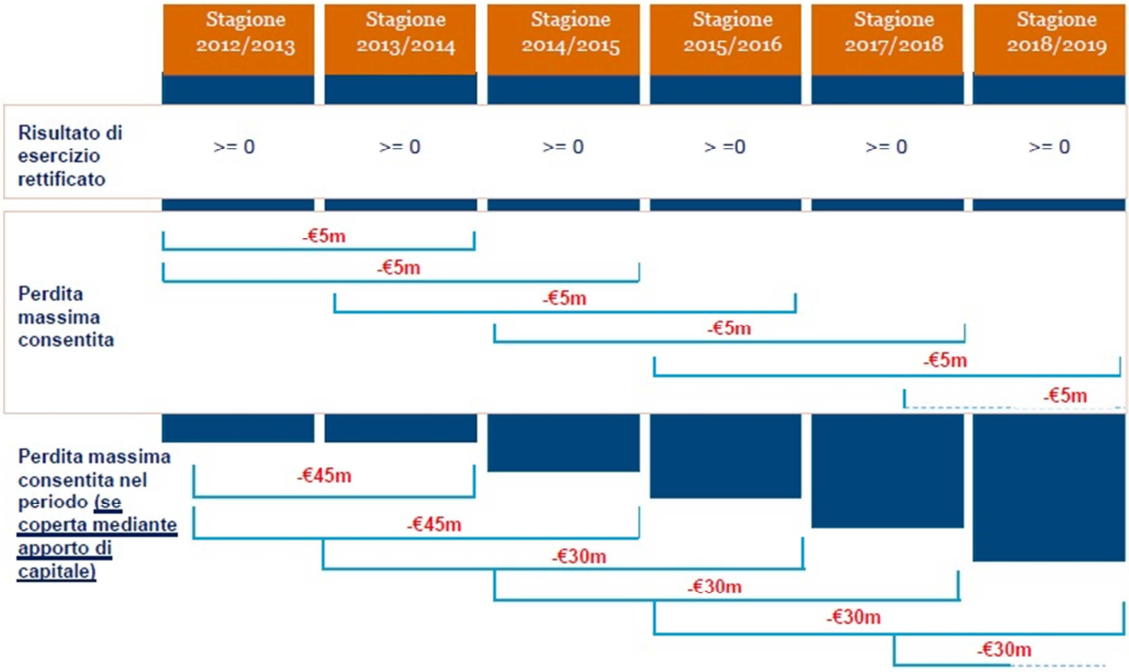
I "costi rilevanti" sono invece:

- il costo dell'attività sportiva ed amministrativa;
- il costo del personale (tesserato e altri);
- l'ammortamento dei diritti pluriennali dei tesserati;
- il costo di acquisizione dei diritti alle prestazioni sportive;
- le minusvalenze sulla cessione dei tesserati;
- gli oneri finanziari;
- i dividendi.

Questi importi vanno rettificati, rispettivamente, con i ricavi non monetari, non relativi all'attività calcistica e al fair value per le operazioni con parti correlate, e con le spese per infrastrutture, settore giovanile e attività sociali, l'ammortamento/svalutazione degli attivi materiali e immateriali e con i costi non monetari.

Se il risultato aggregato (somma degli esercizi di competenza) è in perdita, essa non deve essere superiore, nel primo periodo (biennio 2012/13 – 2013/14) a 5 milioni di euro oppure, se maggiore ma coperta immediatamente con apporto di capitale, a 45 milioni, mentre dai periodi successivi (trienni a partire dal 2014/2015, ossia si considera la stagione appena conclusa più i due esercizi precedenti) la perdita aggregata può essere al massimo 5 milioni di euro ovvero 30 milioni se interamente coperta.

Figura 1: Requisiti di Break-Even. Perdita massima consentita



Fonte: M. Mancin, materiali dal corso "Economia delle aziende sportive", a.a. 2012-2013, http://static.unive.it/isa/file/download/elementId/10383552

In caso di mancato rispetto di tali vincoli, non sono previste delle specifiche sanzioni, anche se l'UEFA ne ha individuate alcune, quali avvertimenti, multe, deduzioni di punti, trattenute dai ricavi UEFA, il divieto di registrare nuovi giocatori alle competizioni europee oppure una restrizione nel numero di atleti registrabili, squalifiche dalle competizioni in corso ed esclusione da quelle future.[19]

3. Le poste di bilancio distintive di una società di calcio

Per comprendere la struttura del settore e la dinamica economico-finanziaria delle società calcistiche si deve capire, anzitutto, la determinazione delle principali voci di bilancio.

[19] UEFA, *UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulation*, 2012

1) Le componenti positive di reddito

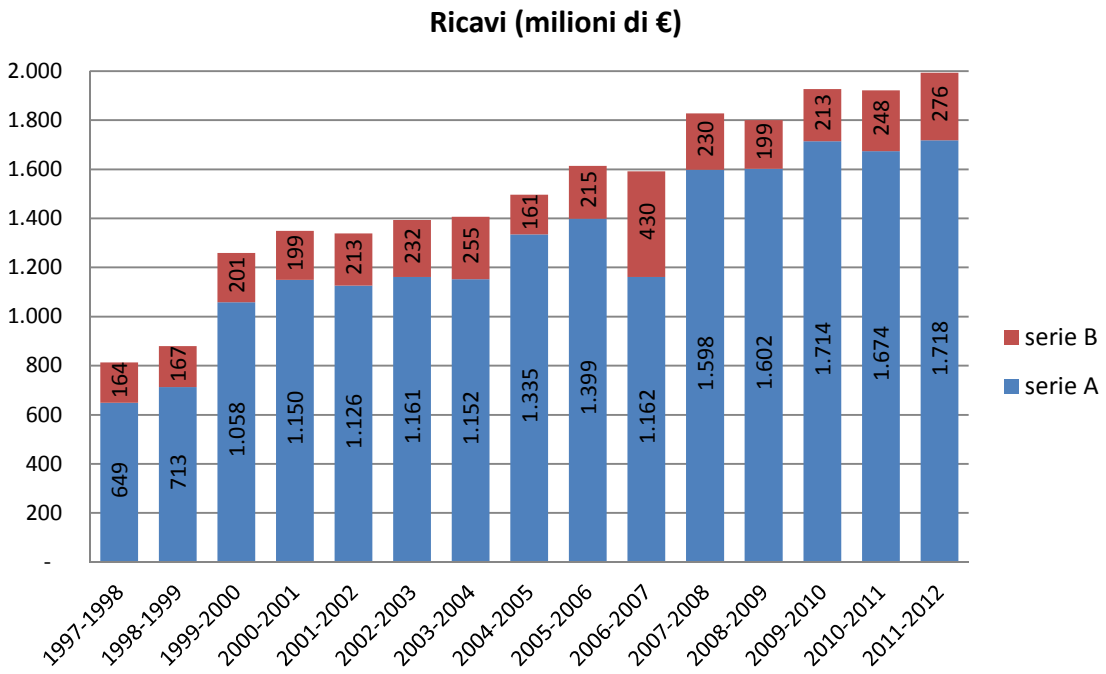
Le società calcistiche sono imprese che pagano ai giocatori lauti stipendi e che allo stesso tempo percepiscono incassi milionari, anche se la maggior parte dei club sono sostanzialmente in perdita.

Secondo il recente studio edito da Deloitte & Touche, i ricavi delle società più ricche hanno raggiunto livelli considerevoli, paragonabili a quelle di molte imprese manifatturiere e commerciali: il Real Madrid, nella stagione 2011/2012, ha realizzato 512,6 milioni di euro di fatturato, il Barcelona 483 milioni, il Manchester United 395,9 milioni e il Bayern Monaco 368,4 milioni, mentre la migliore italiana, il Milan, ha conseguito 256,9 milioni di euro.[20]

Il business del calcio è formato da società che competono per assicurarsi i clienti all'interno (i tifosi) e all'esterno (i tifosi di altri sport), sebbene il prodotto "evento sportivo" (partita, gara, ecc.) sia atipico: mentre in un'industria normale due imprese creano il proprio prodotto e poi competono nel mercato per attrarre più clienti possibili, due società sportive devono collaborare insieme per realizzare il prodotto che raggiungerà i consumatori finali.

[20] Deloitte & Touche, *Football money league: Captains of industry*, Manchester, 2013

Figura 2: Ricavi Serie A e Serie B 1997-2012



Fonte: elaborazione personale da dati PricewaterhouseCoopers SpA, ReportCalcio 2013, cit. e ReportCalcio 2012, http://www.pwc.com/it/it/publications/docs/reportcalcio-2012.pdf

Le fonti di ricavo principali saranno ora illustrate.

I ricavi da gare

Fino agli anni Sessanta del secolo scorso, questa voce rappresentava la fonte di ricavo più importante e comprendeva la vendita dei biglietti per le partite o degli abbonamenti a inizio stagione. La domanda di biglietti (e abbonamenti) mostra caratteri di rigidità al prezzo difficilmente riscontrabili in altri settori merceologici: infatti, ciascuna società calcistica beneficia di un'identificazione con la città in cui risiede e quindi gode di un certo bacino di utenti. Ciononostante la domanda è influenzata dall'andamento dei risultati sportivi; solo chi vince o comunque centra gli obiettivi prefissati è in grado di riempire gli stadi e di alzare i prezzi.

L'avvento della televisione ha diminuito nel tempo tale importo, soprattutto dagli anni Novanta quando si sono diffuse le pay tv/pay per view, che hanno concesso al tifoso un'alternativa nella fruizione dello spettacolo sportivo.

I ricavi da gare è una voce del conto economico ampiamente collegata alla disponibilità dello stadio. In Inghilterra le società di calcio spesso sono proprietarie degli stadi, che

rappresentano una fonte di guadagno sia durante le partite sia durante la settimana, con i cinema, i ristoranti e i negozi costruiti all'interno dello stadio e dati in gestione a terzi. In Italia gli impianti sportivi sono di proprietà dei Comuni e le società non possono incidere sull'utilizzo degli stessi, che spesso sono utilizzati anche per attività extra-calcistiche.

Le società italiane hanno ormai capito l'importanza dello stadio di proprietà, che è l'unico modo per incrementare i ricavi da stadio, anche se la costruzione di nuovi impianti o la privatizzazione di quelli già esistenti è di difficile realizzazione a causa dei costi elevati e dei vincoli urbanistici e burocratici. Il primo impianto privato è stato edificato in Italia nel 1995 ed è lo "Stadio di Reggio Emilia Città del Tricolore" (o Stadio Giglio), in cui gioca la Reggiana.[21] Il caso più noto è però quello della Juventus, che nel settembre 2011 ha inaugurato lo Juventus Stadium, la sua struttura di proprietà che è sorta al posto del vecchio "Delle Alpi": è un impianto moderno, di 41.000 posti, con tribune a poca distanza dal campo e senza barriere, sky-box dove sarà possibile tenere convegni durante la settimana, un design ricercato grazie il lavoro di Pininfarina e Giugiaro,[22] che ha permesso alla Juventus di incrementare i propri ricavi da gare grazie alla capacità di riempire gli spalti durante ciascuna partita fin qui disputata (capacità media dell'81,24% nella stagione 2011/2012).[23]

Anche l'Udinese si è adoperato per avere uno stadio di proprietà: i lavori di ammodernamento dello stadio Friuli (il club ha ottenuto il diritto di superficie sull'area per 99 anni) inizieranno nell'estate 2013 e dureranno un anno; l'impianto, cui sarà eliminata la pista d'atletica e manterrà il caratteristico arco della tribuna centrale, avrà 25.000 posti a sedere e un costo iniziale di 26 milioni di euro.[24]

Le sponsorizzazioni

Un soggetto sportivo è l'ideale veicolo per la diffusione del nome o del marchio di un altro soggetto (lo sponsor), dietro pagamento di un corrispettivo, perché è in grado di suscitare un forte coinvolgimento emotivo.

---

[21] Lago, Baroncelli e Szymanski, *Il business del calcio*, cit., pp. 69-79
[22] R. Perrone, "La Juve lancia lo stadio di famiglia", *Corriere della sera*, 07 settembre 2011, p. 66
[23] Deloitte & Touche, *Football money league*, 2013, cit.
[24] P. Tomaselli, "Tanti i progetti e le idee Udinese, Fiorentina e Inter inseguono la Juventus", *Corriere della sera*, 01 maggio 2013, p. 39

Per la maggior parte delle società è la seconda fonte d'introiti dopo i diritti tv, a cui è strettamente legata. Infatti, se prima la sponsorizzazione si limitava a raggiungere gli spettatori allo stadio o chi leggeva il giornale l'indomani la partita, con la televisione i marchi pubblicizzati riescono a raggiungere una platea immensa di telespettatori, soprattutto per gli eventi trasmessi in eurovisione/mondovisione[25] (la Qatar Foundation ha versato nel 2010 165 milioni di euro per poter applicare il proprio logo sulla maglia del Barcelona FC nel quinquennio 2011-2016[26]).

Accanto alle normali forme di sponsorizzazione (quali le insegne a bordo campo, i cartelloni pubblicitari dietro la sala stampa, il marchio sulle maglie, ecc.), si sta diffondendo in questi ultimi anni la cessione del c.d. "naming right" dello stadio di calcio, cioè la facoltà di applicare, per un determinato numero di anni, il nome dell'azienda all'impianto. Esempi di questo tipo sono a Londra (l'"Emirates Stadium" dell'Arsenal) o a Monaco (l'"Allianza Arena" del Bayern); in Italia la Juventus sta cercando di vendere questo diritto per il nuovo stadio, ma l'attuale fase di recessione e il prezzo un po' elevato, scoraggiano eventuali acquirenti.[27]

I diritti televisivi

Originariamente, agli inizi del secolo, solo la stampa forniva i resoconti delle partite e così permetteva ai tifosi di seguire le partite di calcio. Dagli anni Trenta fino alla fine degli Cinquanta fu la radio il mezzo principale poiché trasmetteva la telecronaca in diretta dell'evento sportivo. Dagli anni Sessanta la diffusione degli apparecchi televisivi nelle case degli italiani permise al calcio di raggiungere un pubblico ancora maggiore. Le trasmissioni (in chiaro) che trattavano del calcio erano numerose e gli introiti dei diritti televisivi aumentarono costantemente (ma in modo lento) fino agli anni Novanta. Con l'introduzione delle piattaforme a pagamento i ricavi crebbero in pochi anni in modo esponenziale, diventando la fonte principale di entrate delle società di calcio.

Lo spettacolo sportivo è ormai offerto secondo le esigenze televisive: mentre in passato tutte le partite della serie A si svolgevano la domenica pomeriggio, ora una giornata di campionato si distribuisce lungo tutto il week-end (due anticipi il sabato, una partita a mezzogiorno della domenica e un posticipo la sera, mentre il resto si gioca al

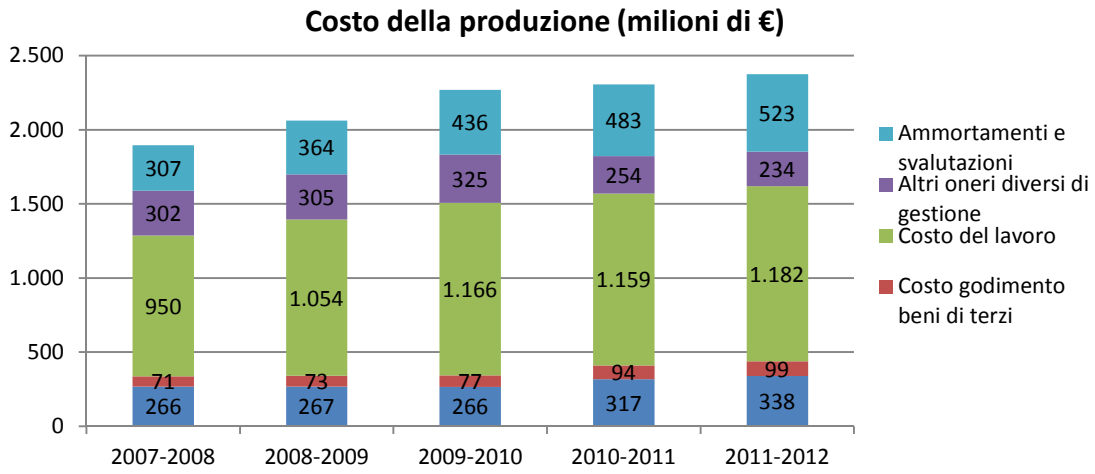
[25] Lago, Baroncelli e Szymanski, *Il business del calcio*, cit., pp. 69-79
[26] G. Mura, "Lotito senza sponsor non le viene un'idea?", *La repubblica*, 12 dicembre 2010, p. 48
[27] Valeri, *Standard IAS/IFRS e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, cit., p. 64

pomeriggio; a volte vi sono partite anche il venerdì o il lunedì sera a seconda degli impegni nelle coppe europee). A questo si aggiunge la Champions League che si gioca il martedì e mercoledì, l'Europa League il giovedì e il campionato di serie B, spostato al sabato in modo da non sovrapporsi con la massima serie, così da coprire l'intera settimana.[28]

2) Le componenti negative di reddito

Sebbene i ricavi siano cresciuti intensamente nel corso dell'ultimo ventennio, i costi sono aumentati nello stesso periodo a un tasso ancora più elevato.

Figura 3: Costo della produzione della Serie A 2007-2012



Fonte: elaborazione personale da dati PricewaterhouseCoopers SpA, ReportCalcio 2013, cit.

La principale voce di costo riguarda la spesa per salari e stipendi, il cui trend è in costante crescita, seppur limitata rispetto la seconda metà degli anni Novanta. Nel 2001 questa voce assorbiva l'88% del fatturato, ma nel corso del primo decennio degli anni Duemila, tale cifra è andata diminuendo, anche se con la crisi economica del 2008 l'incidenza ha ricominciato a salire a causa della stabilizzazione dei ricavi e dell'aumento di questo costo.

[28] Lago, Baroncelli e Szymanski, *Il business del calcio*, cit., pp. 69-79

La seconda componente di costo più rilevante è rappresentata dagli ammortamenti delle immobilizzazioni, in particolar modo quelle immateriali. Le società di calcio non possiedono degli asset materiali rilevanti come lo stadio (esclusa la Juventus), per cui le immobilizzazioni principali presenti nello stato patrimoniale sono i "diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori": tale voce racchiude i costi di acquisto dei giocatori da altre società, al netto delle quote ammortizzate.[29]

3) Il risultato economico delle società calcistiche

Dall'analisi finora effettuata emerge che il settore del calcio in Italia è chiaramente in perdita: il grafico mostra una progressiva crescita dei risultati negativi che solo negli ultimi anni si sta cercando di contenere, anche per l'imminente ingresso del "fair play finanziario".

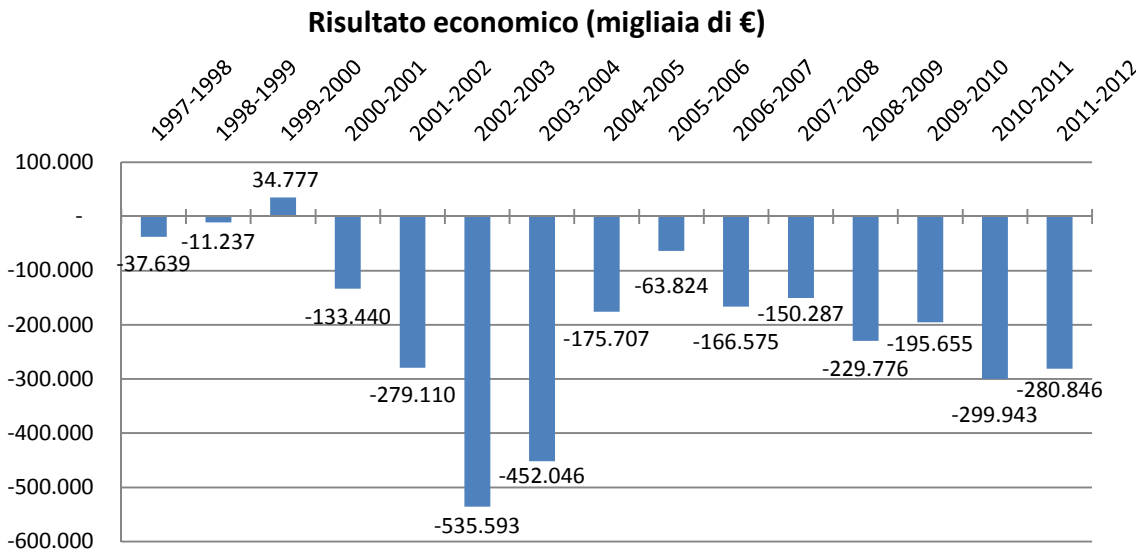
Stando all'ultimo report sul calcio preparato dalla FIGC e da PwC (2013), la perdita aggregata delle società di Serie A si aggira sui 280 milioni di euro.

Si può quindi concludere che questo business non rappresenta un buon investimento per un risparmiatore. Bisogna tuttavia precisare che i proprietari dei club, nel corso della storia del calcio, non hanno mai ricercato una remunerazione diretta, ma si attendevano vantaggi di altro tipo (politici, relazionali, industriali, finanziari).

Ciononostante, indipendentemente da queste considerazioni, queste cifre mostrano una situazione disastrosa del campionato italiano, che necessita di una sostanziale ristrutturazione delle poste negative (cosa che i club stanno già attuando) e di un miglioramento di quelle positive (questione ben più difficile da risolvere, anche se alcune squadre hanno cominciato a farlo, partendo dallo stadio di proprietà).[30]

[29] *Ivi*, pp. 85-88, 99
[30] *Ivi*, pp. 104-107

Figura 4: Risultato economico della Serie A 1997-2012



Fonte: elaborazione personale da dati: M. Nicoliello, "Reddito e capitale nelle società di calcio: la massima serie italiana 1998-2007", *Rivista di diritto ed economia dello sport*, vol. IV fasc. 2 (2008), p. 85 e PricewaterhouseCoopers SpA, ReportCalcio 2013, cit.

4) Le componenti dello stato patrimoniale

Le voci che incidono maggiormente sul valore totale dell'attivo delle società calcistiche sono certamente le immobilizzazioni immateriali, che comprendono i diritti pluriennali alle prestazioni dei giocatori (la posta più importante dello stato patrimoniale), ad esclusione per le società estere e, in Italia, la Juventus che possono vantare tra gli asset materiali lo stadio di proprietà.

Oltre a queste, si evidenziano una serie di voci che rappresentano attività tipiche del settore, sia "tradizionali" (la capitalizzazione dei costi del vivaio) o innovative (come i diritti di utilizzazione dell'archivio storico delle immagini televisive di proprietà della società, la c.d. "library", o il marchio valorizzato in seguito ad operazioni di "lease-back").

Inoltre fra i crediti (in genere pluriennali) si riscontrano quelli verso altri club per la campagna trasferimenti (crediti vs enti settore specifico per campagna trasferimenti), che in genere raggiungono importi elevati; specularmente fra i debiti, si troveranno quelli verso altri club per la campagna trasferimenti.[31]

[31] Valeri, *Standard IAS/IFRS e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, cit., p. 135

I diritti alle prestazioni sportive dei calciatori

La normativa civilistica italiana e le Raccomandazioni contabili fornite dalla FIGC, alla luce della disciplina fornita dalle Norme Organizzative Interne della FIGC (NOIF), attribuiscono ai diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori natura di bene immateriale ascrivibile tra le attività in presenza di un costo attendibilmente misurabile (non sono quindi contabilizzati i valori degli atleti provenienti dal settore giovanile o svincolati, generando una sottostima del patrimonio della società), eccetto il caso in cui si stipula il contratto di durata annuale.

Questo costo, comprensivo degli oneri accessori di diretta imputazione, come gli importi riconosciuti a favore di eventuali mediatori (i procuratori sportivi), può generare in capo al cedente una plusvalenza o una minusvalenza che non è iscritta tra i proventi/oneri straordinari, come quelle derivanti dall'alienazione di altri cespiti, ma viene inserita rispettivamente tra gli "Altri ricavi e proventi" e gli "Oneri diversi di gestione" perché i DPC rappresentano l'asset strategico e operativo più rilevante a disposizione dei club e quindi queste voci rientrano nella "parte ordinaria" del conto economico. La permuta dei giocatori (il c.d. "scambio") è stata nel tempo utilizzata per "aggiustare" i bilanci delle società tramite queste componenti positive e negative di reddito; tale prassi però è fortemente limitata dai principi IAS/IFRS, utilizzati dalle società quotate in borsa (in Italia sono la S.S. Lazio, l'A.S. Roma e la Juventus F.C.).

Come tutte le voci dell'attivo immobilizzato, deve essere ammortizzato: generalmente sono quote costanti, calcolate sulla base della durata del contratto del giocatore (al massimo cinque anni), che però può essere allungata se si sottoscrive un nuovo contratto.

Le società di calcio possono anche acquisire la titolarità di un rapporto con un giocatore attraverso un prestito temporaneo, il quale fa sorgere solo un ricavo ("da cessione temporanea di calciatori") o un costo ("per godimento di beni di terzi") e non ha alcun impatto sullo stato patrimoniale.[32]

[32] Mancin, *Il bilancio delle società sportive professionistiche*, cit., pp. 151, 156, 165-166, 199-200, 222-225, 286

Le compartecipazioni ex art. 102-bis delle NOIF

Il diritto di partecipazione o compartecipazione (nel linguaggio comune calcistico, la "comproprietà") è un istituto giuridico regolato dalle NOIF all'art. 102-bis, esistente solo in Italia, con il quale un club, che ha venduto ad un'altra società il diritto alle prestazioni sportive di un calciatore, stipula contemporaneamente un accordo (annuale e rinnovabile solo una volta) che le attribuisce il diritto di partecipare al 50% delle somme incassate dalla società cessionaria dalla eventuale e successiva vendita di tale atleta. Attribuisce inoltre la facoltà alla società cedente il diritto alle prestazioni calcistiche di rinegoziare il valore del cartellino, potendo intervenire con una sorta di veto in caso di cessione a un'altra squadra (se le due società non trovano un'intesa sul valore alla scadenza, si procede tramite il c.d. meccanismo delle "buste", con cui depositano presso la Lega competente una propria offerta in busta chiusa e il rapporto si risolverà a favore di chi avrà effettuato la proposta più alta).[33]

A bilancio chi acquista il diritto alle prestazioni calcistiche, oltre a tale voce, scrive tra le passività finanziarie "Debiti per compartecipazioni ex art. 102-bis NOIF" a testimonianza della cessione del diritto di partecipazione, mentre chi lo acquista, annota tale importo tra le immobilizzazioni finanziarie ("Compartecipazioni ex art. 102-bis NOIF").

I club che seguono i principi contabili internazionali, applicano il postulato della sostanza sulla forma, e così scriveranno semplicemente il risultato finale degli accordi, cioè la metà del diritto pluriennale alle prestazioni sportive.[34]

I costi del vivaio

L'attività di gestione del settore giovanile comporta dei costi, quali il vitto, l'alloggio e la locomozione gare, i rimborsi spese ai calciatori, lo stipendio degli allenatori e dei preparatori del vivaio, le spese sanitarie, che possono essere capitalizzate nell'attivo dello stato patrimoniale dello schema civilistico alla voce "Costi del vivaio" (secondo la Raccomandazione contabile n. 2 della FIGC). Tale voce è assimilata ai costi di ricerca e di sviluppo e deve essere ammortizzata entro un periodo massimo di cinque anni.

---

[33] *Ivi*, pp. 341-343

[34] Valeri, *Standard IAS/IFRS e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, cit., pp. 146-147, 153

Gli IAS/IFRS prevedono invece che tali importi non siano capitalizzati ma imputati al conto economico, poiché non è possibile dimostrare che gli investimenti in ricerca sostenuti dall'impresa generino in via immediata un'attività immateriale, separabile dal resto dei beni aziendali, in grado di produrre benefici economici.[35]

Il marchio

Non è una posta caratteristica dello stato patrimoniale, perché difficilmente esistono i presupposti per procedere all'iscrizione di un valore in tale voce. Eppure in questi ultimi anni il marchio sportivo è stato oggetto di significative operazioni attuate con l'unico fine di generare plusvalenze per abbattere le perdite di bilancio.

Qualora il club abbia raggiunto una certa notorietà e appetibilità sul mercato, la società registra il marchio non solo per l'attività sportiva, ma estenderà la portata anche ai prodotti oggetto di merchandising. Pure i colori sociali possono essere tutelati (acquisendo rilevanza giuridica) grazie alla loro notorietà.

Per quanto riguarda le operazioni "contabili", il marchio è stato usato come pegno a fronte di prestiti bancari o nei "sale and lease back" con società finanziarie, a volte appartenenti allo stesso gruppo del club calcistico. In questo caso, la squadra vende il proprio marchio a terzi e lo riacquista in leasing, essendo indispensabile per svolgere l'attività agonistica.

Sono operazioni che frequentemente costituiscono artifici contabili, volti a far emergere rilevanti plusvalenze idonee a contenere le considerevoli perdite e quindi per evitare ricapitalizzazioni[36] (come il Milan, l'Inter, la Roma, la Lazio ed altre ancora[37]).

Nei prossimi capitoli, dopo una presentazione dei metodi di valutazione di un'azienda, mi accingerò a valutare un'azienda sportiva e poi metterò a confronto il valore calcolato con altre realtà nazionali (sempre di società quotate in Borsa) e con altri metodi valutativi, concludendo con un accostamento con il lavoro svolto da Tom Markham per

[35] *Ivi*, pp. 154-155
[36] *Ivi*, pp. 158-161
[37] W. Galbiati e E. Livini, "Il "doping" nei conti dei big del pallone perdite complessive oltre i 68 milioni", *La repubblica*, 09 novembre 2006

l'ICMA Centre dell'Università di Reading[38], da cui traggo ispirazione per questo mio lavoro.

[38] T. Markham, *What is the optimal method to value a football club?*, Reading, ICMA Centre, 2013, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238265

CAPITOLO 2

LA VALUTAZIONE DI UN'AZIENDA:

QUADRO GENERALE E

METODO DEL DISCOUNTED CASH FLOW

1. Gli approcci alla valutazione delle imprese

Esistono vari procedimenti valutativi di un'azienda accettati dalla comunità internazionale. L'approccio più diffuso e globalmente accettato è basato sui flussi di risultato e, in particolari casi, è ammesso anche l'approccio di mercato. Però non sono i soli esistenti. In alcuni ambienti professionali si sono diffuse delle metodologie sviluppate su originali impostazioni del tema della valutazione, come il cosiddetto "metodo misto"; vi sono poi proposte di metodo legate alla collaborazione con le grandi società di consulenza, per esempio l'EVA ("Economic Value Added"); infine vi sono dei procedimenti tipici per valutare le imprese di specifici settori, basati su semplici criteri empirici.

Escludendo quest'ultima categoria, le metodologie esistenti possono essere ricondotte a quattro approcci fondamentali in relazione al tipo di legame che ciascuno instaura tra il valore d'azienda e la variabile determinante:

- approccio basato sui flussi di risultato;
- approccio basato sulla creazione di valore;
- approccio di mercato;
- approccio patrimoniale.

Viceversa il termine “metodo” è riferito allo specifico modo con cui si realizza una valutazione all’interno dei quattro approcci. I metodi finanziario e reddituale appartengono al primo approccio, mentre i metodi elaborati negli ambienti professionali, quello misto con evidenziazione del “goodwill” e l’EVA, appartengono all’approccio della creazione di valore. I metodi dei multipli di borsa e delle transazioni simili fanno parte dell’approccio di mercato e, infine, all’ultimo appartengono i metodi patrimoniale semplice e patrimoniale complesso.[39]

1) L’approccio basato sui flussi di risultato

Questa impostazione afferma l’esistenza di un legame causale tra i risultati economici dell’azienda e il valore della stessa. Più precisamente, i metodi di valutazione riconducibili a questo approccio rappresentano il valore del capitale d’azienda in base al flusso di risultati futuri che ci si aspetta di conseguire, e rispettano i principi generali della valutazione degli investimenti, i quali stabiliscono che il valore di un’attività finanziaria o reale dipende dalla dimensione dei flussi di risultato che potrà generare, dalla loro distribuzione nel tempo e dalla situazione d’incertezza che caratterizza lo sviluppo dei risultati dell’iniziativa (c.d. profilo di rischio).

A questa categoria fanno parte i metodi:

- finanziari, i più diffusi e utilizzati, che prendono in esame i flussi di cassa liquidi e prelevabili nella definizione del valore, e che tratterò nei prossimi capitoli;
- reddituali, che calcolano il valore dell’azienda in funzione del flusso dei redditi futuri attesi nell’arco temporale di riferimento e del tasso di attualizzazione che esprime il rendimento-opportunità del capitale. Come i metodi finanziari, quelli reddituali possono essere divisi in “famiglie”: i metodi analitici compiono la previsione dei flussi di reddito anno per anno fino alla conclusione del periodo di riferimento, mentre quelli sintetici si fondano sulla stima di un valore medio-normale del risultato economico (reddito contabile normalizzato, a cui si giunge dopo le operazioni di rettifica per contrastare l’incompletezza e le distorsioni gravanti sul risultato del conto economico) e sull’assunzione della sua riproducibilità nel tempo.

[39] M. Massari, *Valutazione: Finanza aziendale*, Milano, Mc Graw-Hill, 1998, pp. 253-255

Questi metodi risentono della sovra/sottostima del reddito netto producibile dall'azienda a seguito dell'errata pianificazione finanziaria, che quantifica gli effetti sul reddito da variazioni del capitale circolante (per questo, nella pratica, sono preferiti i metodi finanziari).[40]

2) L'approccio basato sulla "creazione di valore"

Il valore dell'azienda è formato da due componenti elementari, il valore patrimoniale delle attività dell'impresa e il valore "creato", cioè il valore attuale del flusso di sovraprofitti che l'impresa genera dall'impiego delle proprie attività (inteso come avviamento).

In altre parole un'azienda deve essere valutata sia in base ai mezzi disponibili, sia in funzione della capacità del management di conseguire remunerazioni superiori al "normale".

Appartengono a tale approccio due principali categorie di metodi:

- quello misto fondato sull'evidenziazione del goodwill, che determina il valore del capitale economico aziendale in funzione del patrimonio netto a valori correnti e dell'avviamento positivo (goodwill) o negativo (badwill), cioè la capacità dell'impresa di produrre un extra rendimento positivo o negativo rispetto a uno normale che si può conseguire dallo stesso business. La logica alla base di questo metodo consiste nel verificare sia la stima patrimoniale del valore d'impresa sia la stima reddituale;
- il metodo finalizzato alla misurazione dell'Economic Value Added (EVA), il quale si basa sugli stessi principi del precedente, ma si differenzia per le modalità con cui si determinano i tassi di sconto del sovraprofitto e di redditività normale del capitale, e per una configurazione di reddito più volatile e meno normalizzabile, poiché è di matrice anglosassone anziché europea come il metodo misto con evidenziazione del goodwill. Esso calcola il valore del capitale sommando il patrimonio netto rettificato, il valore attuale degli EVA futuri attesi sugli investimenti in essere e sui nuovi investimenti.

[40] *Ivi*, pp. 256-260, 264-265

I problemi applicativi dell'EVA riguardano l'instabilità dei sovraredditi stimabili in ogni esercizio, la crescita sempre maggiore degli EVA nelle aziende con dotazioni di capitale fisso elevate, a parità di capacità di produrre ricchezza nel tempo, e la determinazione del costo medio ponderato del capitale.[41]

3) L'approccio di mercato

Esso concepisce il valore del capitale aziendale in funzione dei prezzi, espressi dai mercati regolamentati o da negoziazioni private, per quote di capitale dell'impresa medesima o aziende similari. Questo approccio richiede perciò la creazione di indicatori di valori, i "multipli", che si calcolano rapportando il prezzo effettivo del capitale delle imprese scelte come riferimento al valore di determinati parametri aziendali, e si fonda sull'ipotesi di poter applicare tali rapporti anche all'impresa oggetto di valutazione.

Tale approccio comprende due principali metodologie:

- il metodo dei multipli di borsa (*stock market multiple*), che determina il valore del capitale aziendale in funzione dei prezzi negoziati in vasti mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale d'imprese comparabili. Il suo scopo è calcolare rapporti fondati sui prezzi di quotazione dei titoli di queste società che servono per individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale con variabili economiche aziendali (come utili, cash flows o ricavi): il multiplo così misurato è poi moltiplicato con la medesima variabile economica dell'azienda che si sta valutando per giungere al valore ricercato;
- il metodo delle transazioni comparabili (*deal multiple*) che si distingue dal precedente per la natura dei prezzi utilizzati, che in questo caso esprimono il valore di quote di controllo del capitale azionario di imprese comparabili che si forma nell'ambito di negoziazioni private.[42]

Le valutazioni condotte sulla base di questi metodi si fondano sull'ipotesi che il valore dell'azienda vari in proporzione diretta con le variazioni della variabile economica scelta come parametro, e che vi sia uguaglianza nei tassi di crescita futura attesi dei

[41] *Ivi*, pp. 257, 265-266, 269-270, 273
[42] *Ivi*, pp. 257, 209, 250

flussi di cassa: ciò rende il metodo dei multipli una tecnica di misurazione più oggettiva del DCF; ma nella pratica tali assunzioni raramente si verificano.

I multipli per la valutazione delle imprese non finanziarie (escludendo, quindi, banche, compagnie di assicurazione, ecc.) si distinguono in due categorie in relazione al calcolo del solo capitale di rischio (P/E, P/BV, …) o del valore totale dell'azienda (*enterprise value*, EV) (EV/EBIT, EV/Sales, …). I più utilizzati sono:

- il multiplo Price/Earning (P/E): in assenza di crescita, la formula del multiplo può essere ricavata dal calcolo del prezzo di un'azione nell'ipotesi di avere diritto a incassare un flusso illimitato di dividendi

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{div_t}{(1+r)^t}$$

dove P_0 è il prezzo di mercato dell'azione al tempo 0;

div_t è il dividendo unitario distribuito al tempo t;

r è il tasso di attualizzazione, solitamente r_E.

Partendo da questa formula (ipotizzando una rendita infinita), si ricava

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{1}{r_E}$$

dove E_0 è il dividendo costante.

In presenza di crescita uniforme nel tempo, il prezzo dell'azione è

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{div_0 \times (1+g)^t}{(1+r_E)^t}$$

da cui, sapendo che i dividendi distribuiti sono uguali all'utile d'esercizio moltiplicato per il rapporto di distribuzione (*payout ratio*), si ottiene

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{payout}{r_E - g}$$

- il multiplo Enterprise value to EBIT (EV/EBIT), calcolato attualizzando i flussi della gestione operativa con il costo medio ponderato del capitale:

$$EV_0 = \frac{EBIT_0 \times (1-t_c)}{WACC} \qquad \frac{EV_0}{EBIT_0} = \frac{1-t_c}{WACC} \qquad \frac{EV_0}{EBIT_1} = \frac{(1-t_c) \times payout}{WACC-g}$$

senza di crescita — con crescita

Un multiplo molto simile a questo è EV/EBITDA, il quale si concentra sul flusso di cassa generato dalla gestione corrente e sulla quota-parte dello stesso reinvestita;

- il multiplo EV/Sales, che in ipotesi steady state è:

$$EV_0 = \frac{Sales_0 \times ROS_0 \times (1-t_c)}{WACC} \qquad \frac{EV_0}{Sales_0} = \frac{ROS_0 \times (1-t_c)}{WACC}$$

dove $Sales_0$*ROS_0 è il prodotto dei ricavi di vendita per l'indice di redditività delle vendite, uguale a EBIT;

- il multiplo Price/Book value (P/BV), che in assenza di crescita è:

$$P_0 = \frac{ROE \times BV_0}{r_E} \qquad \frac{P_0}{BV_0} = \frac{ROE}{r_E}$$

dove ROE*BV_0 è il prodotto del patrimonio netto (BV) e dell'indice di redditività del capitale proprio (*Return On Equity*, ROE), cioè l'utile netto.[43]

4) L'approccio patrimoniale

Esso si fonda sul principio della valutazione analitica delle singole poste dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. In tale approccio un elemento distintivo essenziale è il modo di valutare le componenti immateriali dell'attivo, cioè gli intangibles; per questo motivo si usa identificare:

- i metodi patrimoniali semplici, che considerano all'attivo solo i beni materiali. La stima analitica delle poste patrimoniali attive e passive è a valori correnti (basata sui prezzi di mercato al momento dello svolgimento della perizia) di sostituzione (ossia in prospettiva del riacquisto o della riproduzione degli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi), determinando così un valore pari all'investimento netto che sarebbe necessario stanziare per avviare

[43] M. Massari e L. Zanetti, *Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, Milano, McGraw-Hill, 2008, pp. 233-250

una nuova impresa con una struttura patrimoniale uguale a quella oggetto di valutazione. Questo metodo è afflitto dal problema della valutazione delle immobilizzazioni tecniche che non godono di un proprio valore autonomo all'esterno di una particolare combinazione aziendale;

- i metodi patrimoniali complessi, i quali valorizzano anche i beni immateriali e, per l'eterogeneità nella loro valutazione, sono distinti in empirici e analitici: i primi si basano sui parametri dedotti dai comportamenti negoziali degli operatori, mentre i secondi valutano gli intangibles con criteri analitici di stima. Ciò che risulta è un valore simile a quello calcolato con i metodi reddituali o misto (quando il goodwill trova fondamento nei beni immateriali di cui l'impresa dispone).[44]

2. L'approccio finanziario

Con questo approccio il valore di un'impresa è calcolato tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla stessa (Discounted Cash Flows o DCF). Vi sono diverse varianti di metodo per valutare un'azienda, che dipendono dall'approccio seguito, asset side o equity side.

Dal lato asset, il metodo più utilizzato è basato sui Free Cash Flow from Operations (FCFO) e viene definito unlevered discounted cash flows o, in italiano, Valore Attuale Netto (VAN). Un altro è l'Adjusted Present Value (APV), chiamato anche Valore Attuale Modificato (VAM), che al contrario del precedente metodo, fornisce informazioni più chiare riguardanti la quota-parte del valore di un'azienda che dipende dalle scelte di struttura finanziaria. Un altro metodo che porta allo stesso risultato, ma non specifica queste informazioni è quello del Weighted Average Cost of Capital (WACC).

[44] Massari, *Valutazione*, cit., pp. 257-258, 274-277

Nel lato equity, invece, l'approccio si basa sui Free Cash Flow to Equity (FCFE) e viene comunemente utilizzato per problemi di valutazione di titoli azionari e di partecipazioni minoritarie (perché si giunge al valore del patrimonio netto).

La metodologia di valutazione di un'impresa deriva da quella di un singolo investimento ma si discosta nettamente da questa perché non ha durata limitata.

Un'impresa può essere definita come un insieme d'investimenti che interagiscono fra loro (così non si può misurare separatamente il loro valore e poi sommarli) e ha una durata, in linea di principio, indeterminata che comporta gravi ripercussioni sul piano metodologico: l'allungamento dell'orizzonte temporale di riferimento implica errori, incoerenze o imprecisioni nella stima dei parametri utilizzati ai fini della valutazione.

Prima di affrontare la valutazione di un'impresa sportiva, presenterò una panoramica delle formule per comprendere meglio il lavoro che svilupperò in seguito.

Come già accennato, il metodo finanziario applica all'impresa gli stessi principi per la valutazione di un investimento; quindi il suo valore è dato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi, secondo una formula generale del tipo:

$$W = \sum_{t=1}^{T} \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

dove: W è il valore del capitale;

F_t è il flusso di cassa del periodo t;

k è il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa;

T è la durata dell'azienda.

Questi metodi possono essere divisi in tre principali famiglie: finanziari analitici, sintetici e analitici con terminal value.

Nei metodi finanziari analitici i flussi di cassa vengono predetti anno per anno fino al termine della vita attesa dell'azienda: la formula è perciò uguale a quella precedentemente mostrata. Sono quindi normalmente utilizzati in situazioni in cui l'impresa ha durata limitata, come per esempio attività svolte in concessione. I problemi tipici che sorgono in questo caso sono legati all'andamento dei flussi che potrebbero essere influenzati dal fatto che l'operatività dell'impresa terminerà (gli investimenti verranno progressivamente limitati e il rapporto d'indebitamento muta significativamente nel tempo) e alla determinazione del flusso finale relativo alla liquidazione delle attività dell'impresa, cioè alla loro cessione.

I metodi finanziari sintetici invece cercano di facilitare la previsione dei flussi su di un arco temporale protratto, fondandosi sulla costanza di alcuni parametri, come valori medio-normali di flussi di cassa attesi perpetuamente oppure variabili costanti (ipotizzando, per esempio, che cresca stabilmente ad un tasso "g"). Le formule in questo caso sono:

$$W = \frac{FC}{k} \qquad W = \frac{FC_1}{k-g} \qquad W = \frac{FC_1 \times \left[1 - \frac{(1+g_1)^T}{(1+k)^T}\right]}{(k-g_1)} + \frac{FC_{T+1}}{(k-g_2)\times(1+k)^T}$$

con crescita nulla — con crescita costante — con crescita differenziata

dove: W è il valore del capitale;

FC è il flusso di cassa atteso perpetuamente;

k è il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa;

FC_1, FC_{T+1} sono i flussi di cassa attesi per l'esercizio seguente e per l'esercizio T+1;

g è il tasso di crescita costante del flusso di cassa;

g_1, g_2 sono i tassi di crescita costanti dei flussi, rispettivamente, nel periodo compreso tra 1 e T e da T+1 a infinito.

Nell'ipotesi *steady state*, cioè in assenza di crescita, l'azienda mantiene all'infinito la capacità di generare il flusso di cassa medio-normale, necessario a realizzare gli investimenti medi annui (le quote di ammortamento): in questo caso il flusso è pari al

risultato operativo al netto delle imposte o al reddito netto (in base alla variante asset o equity side).

La formula della crescita perpetua costante, nell'ipotesi di imprese prive di debito, si basa sul "modello di Gordon". Il tasso di crescita "g" può essere calcolato come:

$$g = \frac{\text{reddito netto incrementale}}{\text{reinvestimento}} \times \frac{\text{flusso reinvestito}}{\text{flusso generato}}$$

o in altri termini:

$$g = ROE \times \text{tasso di reinvestimento dei flussi}$$

Gli errori più comuni riguardano il calcolo del reddito in normali condizioni di scenario, la stima degli investimenti e dei costi necessari a mantenere inalterate la capacità operativa dell'impresa, la stima del tasso di attualizzazione normalizzato in termini "reali", cioè al netto delle attese di inflazione contenute nel tasso nominale[45] (in genere tale problema si risolve scontando flussi nominale a tassi nominali oppure flussi "reali" a tassi "reali", ossia ci deve essere coerenza tra queste due variabili sul piano della variazione dei prezzi)[46], e infine del tasso di crescita "g" sulla base delle ipotesi predisposte (manovrando tale parametro senza buon senso, si può giungere a stime privo di realismo). Un altro errore che si può commettere nell'applicazione dei modelli di crescita consiste nel far corrispondere al FCFO (o FCFE) il risultato operativo al netto delle imposte (o il reddito netto) senza sottrarre i reinvestimenti indispensabili per la crescita prevista.

Le formule della crescita differenziata sono utili quando il complesso delle ipotesi prevede la divisione del processo di crescita in diversi sottoperiodi (uno più intenso ma di breve durata e uno moderato). Anche in questo caso i problemi tipici riguardano la stima dei tassi "g" (valore e durata del periodo nel quale si applicano).

Più frequentemente utilizzati, visto la difficoltà nel compiere previsioni attendibili nel medio-lungo termine, sono i metodi che mescolano caratteristiche dei metodi analitici e sintetici, i c.d. metodi finanziari analitici con terminal value, nei quali questo problema

[45] *Ivi*, pp. 103-109, 112-114, 132-136
[46] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., p. 90

è mitigato accompagnando una previsione analitica dei flussi di cassa annuali, nel futuro più prossimo, ad una stima sintetica (*terminal value*) per la restante vita aziendale.

$$W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FC_t}{(1+k)^t} + \frac{\frac{FC_T}{k}}{(1+k)^T}$$

in assenza di crescita

$$W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FC_t}{(1+k)^t} + \frac{\frac{FC_{T+1}}{(k-g)}}{(1+k)^T}$$

in presenza di crescita

Nell'applicazione di tale metodo sorgono gli stessi problemi visti per gli altri due, ossia la stima dei flussi nella previsione analitica, che è legata alla credibilità con cui si formulano le assumptions, e la stima del terminal value, in particolare la fissazione del tasso "g".[47]

Nel proseguimento di questo lavoro si svilupperà l'applicazione dei metodi finanziari analitici con terminal value.

Prima però è necessario analizzare le componenti che formano tali formule, a partire dai flussi monetari necessari per il calcolo, con una particolare attenzione alle società di calcio, per poi esaminare i tassi di sconto applicabili, osservando tutti gli elementi che possono influenzare un'impresa operante nel mondo sportivo.

Infine si esaminerà il terminal value e la fissazione di un adeguato tasso di crescita "g" da inserire nella formula per la valutazione di un'azienda.

3. I flussi monetari del Discounted Cash Flow in una società di calcistica

La valutazione di un'impresa, di un'acquisizione o, generalmente, di qualsiasi progetto d'investimento richiede alcune analisi volte a comprendere il modello di business e le sue potenzialità.

È necessario anzitutto riclassificare i dati di bilancio secondo schemi idonei all'applicazione delle formule di valutazione, indispensabili cioè per trovare le due

[47] Massari, *Valutazione*, cit., pp. 132-133, 151-158

misure che stanno alla base dei metodi finanziari: il flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa, il Free Cash Flow from Operations (FCFO), e il flusso di cassa a favore degli azionisti, il Free Cash Flow to Equity (FCFE).[48]

1) Il flusso monetario della gestione corrente

Esso mostra le risorse liquide generate o assorbite (se negativo) dalle operazioni correnti di gestione e si quantifica aggiungendo al risultato operativo tutti gli oneri che non hanno natura finanziaria (ossia che non danno luogo a movimenti monetari). Però si deve osservare che la concreta possibilità di utilizzare il flusso corrente è influenzata dalle variazioni del circolante commerciale nel periodo di riferimento, il quale rappresenta un impiego di risorse che può assorbirne una parte.

Si deve sottolineare che il termine "corrente", in questo contesto, non indica attività e passività a breve termine, ma tutte le poste di bilancio riferite alla gestione caratteristica dell'impresa.

Questo flusso, che viene chiamato FCGC (Flusso di Cassa della Gestione Corrente), si calcola semplicemente sommando o sottraendo al margine operativo lordo, la variazione del circolante:

$$\begin{aligned}\text{flusso monetario della gestione corrente}\\ &= \text{margine operativo lordo } (MOL)\\ &\pm \text{variazione del circolante } (\Delta\, CCC)\end{aligned}$$

La prima componente dell'equazione è il Margine Operativo Lordo (MOL) o EBITDA (Earnings Before Interest, Taxation, Depreciation, Amortization), che si ricava dalla riclassificazione del conto economico secondo il criterio "funzionale". Uno schema sintetico del conto economico a "valore della produzione" e "valore aggiunto" è così composto:[49]

[48] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., pp. 43-44
[49] *Ivi*, pp. 53-55

Valore della produzione
- Costi della produzione
Valore aggiunto
- Costi per il personale
Margine operativo lordo (MOL)
- Ammortamenti e accantonamenti
Risultato operativo
+ Proventi netti finanziari
- Oneri finanziari
± Componenti straordinarie
Risultato prima delle imposte
- Imposte
Risultato netto d'esercizio

In una società di calcio il valore della produzione è formato da:

- i ricavi da gare, che comprende gli introiti derivanti dalla vendita di biglietti per le partite e di abbonamenti a inizio stagione;
- i diritti radiotelevisivi e i proventi media, che è la voce più rilevante fra i ricavi e che dagli anni Novanta rappresenta la fonte d'incasso più importante per le aziende sportive;
- i ricavi da sponsorizzazione e da pubblicità, un'altra principale fonte di ricavo, che includono quelli derivanti da sponsor ufficiali e tecnico (il quale fornisce le divise di gioco), il c.d. "Naming Right" (per l'assegnazione del nome allo stadio), quelli da sponsor istituzionali, fornitori ufficiali e tecnici, e partner commerciali, nonché i ricavi da pubblicità;
- i ricavi per cessione temporanea calciatori, ossia i corrispettivi provenienti dalla cessione a titolo temporaneo ad altre società calcistiche dei diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori (colloquialmente definita "prestito");
- le plusvalenze scaturenti dalla cessione dei DPC, che non sono inseriti nell'area straordinaria del conto economico per i motivi già esposti;

- altri proventi vari, come i contributi in c/esercizio versati dalla Lega, lo sfruttamento dei diritti di immagine del personale tesserato, il merchandising e tutti i ricavi derivanti da iniziative varie (come le attività "no match day" dello stadio, le quali comprendono i tour allo stadio nei giorni in cui non ci sono le partite e gli ingressi all'eventuale museo, l'iscrizione al club fedeltà della squadra, che permette di ottenere vari vantaggi come la prelazione sui biglietti e sulle partite o la c.d. Tessera del Tifoso (es. "Juventus Membership", "Millenovecento" della Lazio, "Tessera Siamo Noi" dell'Inter), i proventi UEFA Champions League o Europa League, contenenti i diritti TV delle manifestazioni continentali e gli eventuali premi vittoria in tali competizioni, i bonus che si ricevono dalle altre società al raggiungimento di determinati traguardi nell'ambito della cessione dei diritti alle prestazioni sportive di un atleta e gli altri ricavi di varia natura (dell'area operativa) riscontrabili nelle tradizionali imprese.

I costi della produzione naturalmente non si rifanno al processo di acquisto-trasformazione-vendita di un'impresa industriale e neanche a quelli di un'azienda commerciale, ma assomigliano a quelli di una società di servizi; infatti, la voce "Acquisti di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci" non ha un grande valore in bilancio: quella più importante è "Costi per servizi".

Gli importi che caratterizzano tale aggregato sono:

- l'acquisto di materiale tecnico-sportivo, sanitario ed eventualmente, se la società gestisce lei stessa il merchandising, di prodotti da rivendere;
- i costi per servizi di trasporto, soggiorno e ristorazione, le spese di sicurezza, accoglienza e allestimento, le spese di manutenzione, di gestione e di pulizia degli impianti, gli affitti per l'alloggio e il vitto per gli atleti delle squadre giovanili e tutti i costi per servizi esterni che una normale impresa sostiene nel corso dell'esercizio;
- il costo per il godimento di beni di terzi che comprende, tra l'altro, gli oneri per l'acquisto temporaneo dei diritti alle prestazioni sportive dei calciatori;
- le spese d'iscrizione al campionato e le relative tasse, le spese delle partite ufficiali, le percentuali spettanti alle squadre ospitate relative ai diritti televisivi, alla pubblicità e all'incasso da botteghini, i premi da pagare al raggiungimento

di determinati obiettivi risultanti nei contratti di cessione dei diritti alle prestazioni sportive di un calciatore e altri oneri vari;

- le minusvalenze derivanti dalla cessione dei diritti alle prestazioni sportive.

La differenza fra queste due voci dà il valore aggiunto, a cui va sottratto il costo del personale per giungere al Margine operativo lordo.

Le spese per il personale rappresentano la voce principale di costo di un'azienda calcistica: essa assorbe quasi completamente i ricavi e per questo motivo è la componente del conto economico che in questi ultimi anni si sta cercando di controllare e limitare (soprattutto fra i club italiani). Essa è formata, come in tutte le imprese, dalle retribuzioni, dagli oneri sociali, dal trattamento di fine rapporto e da altri eventuali costi, che nelle società sportive comprendono anche i premi vittoria corrisposti agli atleti al conseguimento di determinati risultati e le spese di "incentivazione all'esodo" (definiti anche "premi di buonuscita"), per spronare un giocatore a rescindere consensualmente un contratto con la squadra o per accettare la proposta contrattuale di un'altra società.[50] [51] [52]

La seconda parte dell'equazione sopra esposta è la variazione del Capitale Circolante Commerciale (CCC).

Occorre tuttavia osservare che non sempre il Margine operativo lordo può essere destinato completamente al finanziamento degli impieghi estranei alla gestione corrente (come l'acquisto di immobilizzazioni o il rimborso di finanziamenti): di fatto questa possibilità è legata alle variazioni di capitale circolante nel periodo di riferimento, che rappresentando un impiego di risorse, può assorbire una parte del MOL. Esso contiene, infatti, delle parti non monetarie che non rientrano nei flussi di cassa e che vengono compensate con le componenti non monetarie presenti nella variazione del circolante; sono i costi non monetari recuperati attraverso la valorizzazione delle giacenze di

[50] Lago, Baroncelli e Szymanski, *Il business del calcio*, cit., pp. 71-83, 85-86
[51] Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2012*, Torino, 2012, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/f15b4c32-fe1c-4d40-b660-019ddb6af569/Bilancio++30062012+def.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=f15b4c32-fe1c-4d40-b660-019ddb6af569
[52] Società Sportiva Lazio S.p.A., *Bilancio al 30 giugno 2012*, Roma, 2012, http://www.sslazio.it/images/stories/documenti/pdf/investor_relator/Bilancio%20S.S.%20LAZIO%20SpA%2030-06-2012.pdf

semilavorati e di prodotti finiti che concorrono alla formazione del MOL e i margini (differenza tra prezzi di vendita e costi operativi) relativi alle vendite che non si sono ancora trasformate in incassi, incorporati anche loro nel MOL e nella variazione dello stock di crediti verso clienti nel corso del periodo di riferimento.

Pertanto in caso di aumento del circolante commerciale, il flusso generato dalla gestione corrente viene bloccato dall'incremento dei crediti commerciali o delle scorte di magazzino (al netto dell'eventuale aumento del credito concesso dai fornitori).

In definitiva, la variazione del Capitale circolante commerciale si calcola come:

$$\Delta CCC = \Delta\text{Crediti} + \Delta\text{Scorte di magazzino} - \Delta\text{Debiti}$$[53]

Nelle società sportive non vi sono poste particolari da menzionare fra queste voci, eccetto il fatto che molte squadre possono non contabilizzare le rimanenze giacché non sono presenti in magazzino (perché, per esempio, affidano a terzi la gestione del merchandising).

I crediti e i debiti verso altre società di calcio per la cessione o l'acquisto dei diritti alle prestazioni dei calciatori (liquidati, solo per quanto riguarda i trasferimenti nazionali, attraverso il c.d. meccanismo della "stanza di compensazione", un sistema complesso gestito dalla Lega di appartenenza che misura i rapporti creditori e debitori verso le altre società durante le fasi di "calcio mercato" e ne calcola il saldo finale) sono inseriti nello stato patrimoniale alle voci "Crediti verso altri" oppure in un'apposita categoria del passivo denominata "Debiti verso enti-settore specifico" (nelle società che redigono il bilancio secondo i principi internazionali IAS/IFRS, le quali non sono tenute a seguire uno schema rigido, questi importi sono messi in risalto rispetto gli altri ad indicare la loro criticità rispetto l'attività svolta dalla società).[54] Sono inoltre compresi nel calcolo della variazione del capitale circolante commerciale e, nello schema riclassificato dello stato patrimoniale adottato in questa tesi, vengono posti in rilievo in un'apposita sezione del capitale circolante, così da determinare la "Posizione netta verso le società di calcio".

Il Capitale Circolante Commerciale (Net working capital) è dato dalla differenza fra le attività correnti e le passività correnti (sia a breve sia a lungo termine), e rappresenta

[53] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., pp. 55, 58-59
[54] Mancin, *Il bilancio delle società sportive professionistiche*, cit., pp. 167-168

l'investimento (se positivo) o il finanziamento (se negativo) determinato dalla gestione caratteristica[55]: al suo interno rientrano, oltre ai già citati crediti/debiti verso i club calcistici, i crediti e debiti commerciali, i crediti/debiti verso parti correlate, i crediti/debiti tributari, le imposte anticipate, i debiti verso gli istituti previdenziali, i ratei e risconti attivi/passivi e altri crediti/debiti caratteristici.

2) Il flusso monetario della gestione operativa

Per giungere al FCFO, il flusso di cassa della gestione operativa, si devono sommare o sottrarre all'importo precedentemente determinato, il flusso monetario corrente, la variazione del fondo TFR, gli investimenti operativi e i disinvestimenti operativi, e infine le imposte specifiche sul risultato operativo (le quali non colpiscono il reddito d'esercizio e, in Italia, corrispondono all'IRAP, l'Imposta Regionale sulle Attività Produttive).

$$FCFO = FCGC \pm \text{variazione del Fondo TFR} - \text{investimenti operativi} + \text{disinvestimenti operativi} - \text{imposte specifiche sul risultato operativo}$$ [56]

Il Free Cash Flow from Operations è definito flusso di cassa "unlevered", nel senso che non è ancora stato depurato dalle movimentazioni di cassa pertinenti alle passività finanziarie (debiti e interessi), oltre quelle connesse al capitale netto.[57] Pertanto quando si realizzano le proiezioni per la valutazione di un'impresa bisogna definire un vincolo (o un obiettivo) di struttura finanziaria, perché le scelte attinenti alle future operazioni di finanziamento da realizzarsi tramite debito influenzano i flussi di cassa disponibili per gli azionisti.[58]

Gli investimenti in immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie costituiscono un aumento di attività e quindi "impieghi", ossia flussi di cassa in uscita. Viceversa i disinvestimenti in immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie rappresentano una diminuzione di attività e pertanto sono "fonti" che generano flussi di cassa in entrata per l'impresa. Bisogna precisare che gli investimenti e i disinvestimenti

[55] S. Ross, D. Hiller, R. Westerfield, J. Jaffe e B. Jordan, *Finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill, 2012, p. 52
[56] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., p. 59
[57] Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe e Jordan, *Finanza aziendale*, cit., p. 71
[58] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., p. 60

operativi sono flussi “netti”, il cui valore prescinderà dall’eventuale quota di ammortamento.[59]

Per quanto riguarda le imprese sportive, gli investimenti e i disinvestimenti operativi hanno come principale voce i diritti pluriennali alle prestazioni sportive (tuttalpiù le società che redigono il bilancio secondo i principi contabili nazionali hanno anche un’altra voce caratteristica meno rilevante, le Compartecipazioni ex art. 102-bis NOIF).

Nel corso di un esercizio, che solitamente per un’impresa calcistica non corrisponde con l’anno solare, ma con l’inizio della stagione agonistica (1° luglio), vi sono due periodi in cui una società può portare a termine i trasferimenti dei DPC e sono definite “finestre di calcio-mercato”: il primo dura tutto il mese di agosto, mentre il secondo è in gennaio.

Al costo di acquisto di tale immobilizzazione immateriale vanno aggiunte le spese accessorie attinenti al trasferimento (come il corrispettivo da pagare al procuratore del giocatore); tale importo è ammortizzato per la durata del contratto dell’atleta (al massimo cinque anni) e però può essere protratto con la sottoscrizione di un nuovo accordo che allunga la vita utile del cespite.

Il costo d’acquisto secondo i principi contabili internazionali differisce dalla definizione nazionale quando è presente una dilazione perché necessita il calcolo del *fair value* del DPC: esso avviene attualizzando i valori di scambio programmati nei differenti esercizi ad un opportuno tasso d’interesse. Risulta quindi essere un processo che può generare notevoli conseguenze in bilancio: un tasso di interesse di importo anche limitato potrebbe produrre uno scorporo di valore significativo del costo del DPC. Questo è anche il valore utilizzato per il calcolo dell’ammortamento, che avviene con la medesima procedura dei principi contabili nazionali.[60]

Altri asset operativi caratteristici delle aziende sportive sono lo stadio (caso raro in Italia) e i centri di allenamento, i quali costituiscono solitamente l’unico bene immobile dei club italiani. Queste immobilizzazioni non ricevono trattamenti contabili particolari (sono assimilabili ai fabbricati).

[59] Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe e Jordan, *Finanza aziendale*, cit., pp. 70-71
[60] Mancin, *Il bilancio delle società sportive professionistiche*, cit., pp. 247-248

Per quanto riguarda le imposte, è difficile scindere la parte di afferenza della gestione corrente da quella finanziaria, perciò per semplificare il calcolo del FCFO, esse sono calcolate come:

$$\begin{aligned}\text{Imposte specifiche sul risultato operativo}\\ &= \text{imposte sul reddito} + \text{aliquota marginale}\\ &\times (\text{Oneri finanziari e straordinari netti})\end{aligned}$$ [61]

3) Il flusso monetario per gli azionisti

Il FCFO è il flusso disponibile per il pagamento del capitale di terzi e degli azionisti. Siccome le banche e gli obbligazionisti hanno la priorità di rimborso dei crediti rispetto gli apportatori di capitale di rischio, le risorse disponibili dal flusso operativo devono essere per prima cosa destinate a loro.[62]

Il flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE) si calcola a partire dal flusso monetario operativo al lordo delle imposte, il quale risulta pari al FCFO senza la deduzione delle imposte specifiche sopra menzionato. A tale importo vanno dedotti gli oneri finanziari netti, le imposte sul reddito d'esercizio e il rimborso delle passività finanziarie e vanno aggiunti la variazione del Fondo imposte e l'incremento delle passività finanziarie nette (in altre parole la variazione dell'indebitamento finanziario netto).

$$\begin{aligned}FCFE = &\text{ flusso monetario operativo al lordo delle imposte} - \text{interessi passivi netti}\\ &- \text{imposte sul reddito d'esercizio} \pm \text{variazione del Fondo imposte}\\ &\pm \text{variazione dell'indebitamento finanziario netto}\end{aligned}$$ [63] [64]

[61] F. Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale: La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, Milano, Hoepli, 2006, p. 20
[62] Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe e Jordan, *Finanza aziendale*, cit., p. 71
[63] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., p. 59
[64] Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe e Jordan, *Finanza aziendale*, cit., pp. 70-71

4. I tassi di attualizzazione

Ai fini del calcolo del valore di un'azienda i flussi monetari differenziali devono essere scontati da un appropriato tasso che esprime la misura del valore finanziario del tempo.

In modo semplicistico e univoco, il costo del capitale aziendale viene definito come il rendimento atteso dal portafoglio composto da tutti i titoli emessi dall'impresa ed è utilizzato per attualizzare i flussi di cassa dei progetti che hanno un rischio analogo a quello dell'impresa nel suo complesso.[65]

In realtà, il "costo del capitale" può presentare tre differenti significati:

- dal lato asset dello stato patrimoniale, esso è il saggio che dovrebbe essere utilizzato per lo sconto dei flussi prodotti dal capitale operativo;
- nella prospettiva liabilities side, è il risultato minimo che l'impresa deve garantire per attrarre i capitali necessari per finanziare gli investimenti;
- infine, dalla visuale degli investitori, il costo del capitale azionario e il costo del capitale di debito quantificano i rendimenti attesi sulle risorse finanziarie conferite.[66]

Adottando l'approccio tipico dei mercati finanziari, si può sostenere che il costo del capitale rappresenta il rendimento che i sottoscrittori delle passività finanziarie dell'impresa si attendono e giudicano congruo al rischio da loro sopportato.

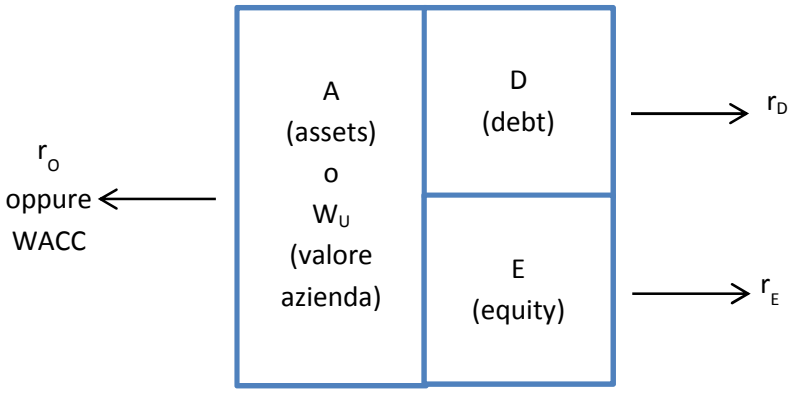
Tutte le formule che in seguito spiegherò partono da due parametri base, il costo-opportunità di un'impresa priva di debito (r_o) e il costo-opportunità del capitale di debito (r_D). Il primo tasso misura il rendimento accettabile per gli investitori nel capitale proprio di un'impresa priva di debiti, in relazione al profilo di rischio che qualifica le sue attività (e quindi i FCFO), mentre il secondo è il rendimento richiesto dai sottoscrittori del debito dell'azienda, in funzione del rischio che l'impresa non sia in grado di pagare le proprie obbligazioni a scadenza (ai fini della valutazione, esso è da intendersi sempre come una stima proiettata al futuro: perciò misura il costo corrente che l'azienda deve sostenere per finanziare, con debito, i nuovi investimenti, oppure

[65] R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen e S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill, 2011, p. 244
[66] Massari, *Valutazione*, cit., pp. 57-58

rappresenta il costo che dovrebbe tollerare per rifinanziare le attività in essere, rispettando un dato rapporto di indebitamento). Il costo del capitale di debito è formato da un tasso-base che esprime il rendimento corrente dei finanziamenti a lungo termine senza rischio, e uno *spread* (premio per il rischio), calcolato sulla base dei rendimenti alla scadenza dei finanziamenti a lungo termine di imprese appartenenti a diverse classi di rischio.[67] È dunque determinato dal livello corrente dei tassi di interesse, dal rischio di insolvenza dell'impresa e dal beneficio fiscale associato con l'indebitamento.[68]

Se si considera l'intero capitale investito, quindi il rendimento rapportato al valore totale degli asset, si conclude che il suo rendimento sarà pari alla media dei rendimenti richiesti sul debito e sull'equity, ponderata in relazione dei rispettivi gradi di copertura finanziaria del capitale investito stesso.[69]

Figura 5: Aree dello stato patrimoniale e tassi di attualizzazione a esse riferibili



Fonte: elaborazione personale

1) La stima del tasso r_o di un'impresa calcistica

Questa operazione si fonda su un processo articolato in tre fasi:

I. analisi del profilo di rischio del business, o analisi dei profili di rischio dei business nel caso di valutazione per "somma delle parti", la quale è collegata strettamente alle scelte della modalità più adatta alla rappresentazione dei flussi;

[67] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., pp. 121, 155-157
[68] Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale*, cit., p. 113
[69] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., p. 70

II. individuazione dei fattori di rischio dominanti. Un'azienda sportiva è esposta a due differenti categorie di rischi: la prima raccoglie i fattori di tipo macro (le condizioni generali dell'economia che in una situazione generale d'incertezza e debolezza possono influenzare negativamente il mercato dei diritti radiotelevisivi, delle sponsorizzazioni, dei ricavi da stadio e, in genere, di tutte le attività commerciali rivolte ai tifosi, ma anche i costi dei fattori esterni, quali materie prime e materiali di consumo, costi per servizi in genere) e quindi colpisce qualunque tipo d'impresa, specialmente le sue fonti di ricavo; la seconda riguarda i fattori specifici di rischio che influiscono sulla performance, come la capacità di attrarre "capitale umano" (il conseguimento di risultati sportivi ed economici dipende dalla capacità di attrarre manager, giocatori e staff tecnico di qualità, pagando stipendi in linea con quelli dei principali concorrenti in Italia e in Europa), i rischi connessi al settore di attività (il fattore produttivo principale sono i diritti alle prestazioni calcistiche dei giocatori, pertanto è soggetta a rischi legati allo stato fisico degli atleti; inoltre corre il rischio di contraffazione del marchio da parte di terzi e di ricevere ammende, sanzioni o altri provvedimenti a seguito dei comportamenti irresponsabili della tifoseria), alla campagna trasferimenti (che possono incidere sui risultati economici e patrimoniali attraverso una mancata ottimizzazione della rosa dei giocatori che può originare costi eccessivi o non preventivati), alla dipendenza dal mercato dei diritti televisivi, alla mancata partecipazione a competizioni sportive (in particolare alla UEFA Champions League, che potrebbe comportare riflessi negativi sulla situazione economica e finanziaria) e al Financial Fair Play (che consente alla squadra di partecipare alle competizioni europee solo se dal 2013/2014 non ha patrimonio netto negativo, nessun debito scaduto e rispetta la "Break-Even Rule");[70]

III. scelta di modello di *pricing* del rischio: se il valore creato da un'impresa dipende prevalentemente da fattori macro, è più semplice stimare r_o con il CAPM; se i flussi di cassa sono influenzati anche da rischi specifici, questo metodo è ancora corretto se il singolo investitore valuta l'azienda in un'ottica di diversificazione

[70] Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2012*, cit.

del proprio portafoglio; infine se il rischio ha soltanto natura specifica, si dovrebbe utilizzare il tasso risk-free.

Uno dei metodi più utilizzati per calcolare il saggio di sconto è il Capital Asset Pricing Model (CAPM), che si fonda sull'ipotesi che gli investitori riescano a diversificare il portafoglio così da neutralizzare il rischio connesso al singolo investimento (c.d. rischio diversificabile). Perciò verrà remunerato solo il rischio che non può essere eliminato dalla diversificazione (quindi sarà rilevante ai fini della stima del costo del capitale operativo). Il CAPM afferma che il rendimento atteso è dato dalla somma del tasso privo di rischio (risk-free rate, R_f) e del premio per il rischio di mercato (equity risk premium, ERP) moltiplicato per il beta operativo (β_o), che misura l'esposizione al rischio non diversificabile (sistematico).

$$r_o = R_f + \beta_o \times (R_m - R_f)$$

dove: $(R_m - R_f)$ è l'Equity Risk Premium, dato dalla remunerazione addizionale del portafoglio di mercato rispetto ai rendimenti privi di rischio.

Il free-risk rate è il cosiddetto valore finanziario del tempo e serve a compensare la rinuncia al consumo nel presente e la possibilità di perdita di potere di acquisto tra il presente e il futuro (inflazione).[71] Esso coincide con il rendimento dei titoli di stato a lungo termine e misura il valore finanziario del tempo. In Italia, solitamente, viene adottato i rendimenti dei Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) decennali. Sebbene investire in titoli di Stato è considerato un'attività priva di rischio, ciò non è vero: il rischio d'inadempienza è altamente improbabile, ma per questo non è un rendimento reale.

Un'altra ipotesi che sta alla base del CAPM è che gli investitori possono prendere a prestito allo stesso tasso di interesse al quale investono, mentre in genere i tassi passivi sono superiori a quelli attivi.[72]

[71] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., pp. 121-123, 132-134, 137
[72] Brealey, Myers, Allen e Sandri, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 232

Il premio per il rischio di mercato

L'Equity Risk Premium (ERP) rappresenta la remunerazione differenziale dell'investimento azionario rispetto ai rendimenti di impieghi privi di rischio o caratterizzati da un rischio molto modesto. Il premio per il rischio di mercato è molto importante nel campo della scelta degli investimenti industriali e della valutazione di business e imprese. In questi due ambiti interessa conoscere il premio "atteso" per il rischio, mentre i rendimenti ottenuti nel passato sono utili solo per stimare quelli futuri. Per questo motivo, uno dei principali approcci per il calcolo dell'ERP si basa sullo studio dei rendimenti storici, i quali costituirebbero un'accettabile *proxy* del premio atteso per il rischio: esso si determina dalla differenza fra la media dei rendimenti azionari e la media dei rendimenti dei titoli di Stato (i quali possono essere configurati a breve, a medio e a lungo termine).[73]

I fattori che influenzano la grandezza del premio per il rischio sono:

- la varianza dell'andamento macroeconomico del paese (al crescere della volatilità del sistema economico, aumenta l'ERP);
- il rischio politico (il premio per il rischio dei mercati che risentono di una potenziale instabilità politica sarà più elevato);
- la struttura del mercato (l'ERP sarà minore nei business caratterizzati da grandi imprese, diversificate e stabili).[74]

La prassi in Italia quantifica il tasso privo di rischio sulla base dei rendimenti dei BTP decennali, quindi sullo studio del lungo termine.[75]

Il beta

Rappresenta il rischio sistematico di un titolo ed è una grandezza che misura quanto varia un titolo in relazione ai movimenti del mercato[76]; in altre parole, quantifica la sensibilità di un'azione alle variazioni che intervengono nel portafoglio di mercato e si calcola con la formula:

[73] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., pp. 137-139
[74] Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale*, cit., p. 110
[75] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., pp. 137-139
[76] Brealey, Myers, Allen e Sandri, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 207

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

dove: Cov (R_i, R_m) è la covarianza tra il rendimento dell'attività i e il rendimento del portafoglio di mercato;

σ^2 (R_m) è la varianza del mercato.[77]

Le azioni con beta maggiore di 1 tendono ad ampliare i movimenti complessivi del mercato, mentre quelle con beta compreso tra 0 e 1 si muovono nella stessa direzione del mercato, ma con un'intensità differente. Se il beta è uguale a 0, significa che il titolo ha lo stesso rendimento atteso del tasso privo di rischio (R_f) e l'andamento dell'azione non è correlato all'andamento del mercato.[78]

Come per l'Equity Risk Premium, anche il problema del beta consiste nel trovare un ragionevole valore atteso nel lungo periodo: quindi se si deve valutare un business caratterizzato da ciclicità, il beta avrà un valore elevato; viceversa, nei settori in cui l'esposizione al rischio di mercato è modesta, questo avrà valori bassi.[79]

In definitiva, il beta di un titolo è determinato dalle caratteristiche dell'impresa, in particolare da tre fattori: la ciclicità dei ricavi (i risultati dell'azienda sono buoni nelle fasi di espansione del ciclo economico e meno positivi nelle fasi di contrazione: è il caso delle imprese ad alta tecnologia e dei commercianti al dettaglio, mentre le aziende alimentari e dei pubblici servizi risentono meno degli effetti del ciclo economico), la leva operativa (imprese con leva operativa elevata, ossia con costi fissi maggiori dei costi variabili, amplificano l'effetto della ciclicità dei ricavi sul beta, pertanto questo assumerà valori più elevati) e la leva finanziaria (essa fa riferimento ai costi fissi dell'indebitamento, cioè un'impresa indebitata deve pagare interessi sui finanziamenti indipendentemente dall'andamento delle vendite).[80]

Il rischio finanziario condiziona il valore del coefficiente beta, perciò è distinto in beta unlevered (β_U), in cui l'effetto leva è stato neutralizzato ed è pari a β_{asset}, e in beta levered (β_L), che rappresenta il rischio sistematico dell'equity. La formula del calcolo di quest'ultimo è:

[77] Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe e Jordan, *Finanza aziendale*, cit., p. 305
[78] Brealey, Myers, Allen e Sandri, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 207
[79] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., pp. 144-145
[80] Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe e Jordan, *Finanza aziendale*, cit., pp. 352-355

$$\beta_L = \beta_U \times \left[1 + (1 - t_c) \times \frac{D}{E}\right]$$

dove β_L è il beta dell'equity;

β_U è il beta unlevered o β_{asset};

t_c è l'aliquota fiscale;

D/E è il rapporto di indebitamento.

Per la valutazione di un'azienda, l'effetto *leverage* sul beta va poi ricalcolato in funzione dell'obiettivo di struttura finanziaria ipotizzato; quindi l'espressione sarà:

$$\beta_{RL} = \beta_U \times \left[1 + (1 - t_c) \times \frac{D^*}{E}\right]$$

dove β_{RL} è il beta dell'equity aggiustato in relazione alla struttura finanziaria (releverage);

D/E^* è rapporto obiettivo di indebitamento.

Numerose sono le fonti che pubblicano regolarmente i valori dei beta dei titoli quotati (Bloomberg, Standard & Poors, ecc…, oltre ai maggiori quotidiani finanziari), le quali, sebbene applicano le stesse tecniche di calcolo, ottengono risultati diversi perché applicano input diversi (durata del periodo di stima del beta, tipologia e intervallo dei rendimenti considerati e indice di mercato di riferimento).[81]

Nel proseguimento di questo lavoro farò riferimento ai dati Bloomberg.

Si nota che i beta delle società calcistiche analizzate sono tutti e tre inferiori a 1: ciò significa che l'andamento del titolo azionario del club è meno sensibile all'andamento del mercato.

2) Il tasso WACC

Prima si è parlato della grandezza che misura il rischio di carattere operativo nel caso in cui l'azienda sia priva di debito: ma se invece fosse indebitata (come avviene nella realtà quotidiana)?

[81] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., pp. 147, 150-151

Il rischio finanziario è ben diverso dal precedente, poiché esso dipende dalle scelte di finanziamento. Siccome la remunerazione del capitale azionario è subordinata a quello del capitale di debito, a parità di capitale operativo (quindi di flussi monetari operativi), ogni incremento dell'indebitamento tende ad amplificare gli effetti economici che un cambiamento di scenario ha sui flussi disponibili per l'equity (FCFE).[82]

Se un'impresa ricorre sia al debito che all'equity per finanziarsi, il costo del capitale è una media ponderata dell'uno e dell'altro.

Inoltre, secondo la Proposizione I di Modigliani-Miller, in un ipotetico mondo senza imposte, al variare del rapporto di indebitamento dell'azienda non cambia il valore dell'azienda, di conseguenza il costo del capitale di rischio è uguale al costo medio ponderato del capitale (WACC, Weighted Average Cost of Capital):

$$r_o = WACC$$

Ma essendo un assunto troppo illusorio, l'eguaglianza non vale in quanto le imposte conferiscono, a favore degli azionisti, un beneficio fiscale del debito che aumenta il valore del WACC. Quindi la formula di calcolo è:

$$WACC = \left(\frac{E}{D+E}\right) \times r_E + \left(\frac{D}{D+E}\right) \times r_D \times (1 - t_c)$$

dove: E è il valore di mercato dell'equity;

D è il valore di mercato del debito;

r_E è il costo del capitale di rischio;

r_D è il costo del capitale di debito;

t_c è l'aliquota d'imposta societaria.

I pesi adottati nell'espressione sono riferiti a valori di mercato, i quali sono più appropriati rispetto ai dati contabili perché i valori di mercato dei titoli sono più vicini a quello che si riceverebbe dalla loro vendita: pertanto è conveniente utilizzare pesi di mercato "target", ossia misure che dovrebbero prevalere sul mercato nell'arco di vita dell'impresa.[83] Nella pratica si adopera il valore di mercato del debito quando è possibile quantificarlo; se non è fattibile, si

[82] Massari, *Valutazione*, cit., pp. 58-59
[83] Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe e Jordan, *Finanza aziendale*, cit., pp. 357-359, 446-463

utilizza il valore di libro e per i mezzi propri la capitalizzazione di Borsa (la quale, per quanto volatile, riflette il valore dell'azienda "reale" meglio del valore contabile).[84]

Il WACC si è ampiamente diffuso nel campo del capital budgeting perché rappresenta uno strumento agile ed efficace per cogliere gli effetti del debito sul valore di un'iniziativa di investimento e ha aiutato a far comprendere al management l'importanza dell'obiettivo mix di debito e equity da porsi (piuttosto che concentrarsi sulle specifiche operazioni di raccolta per finanziare un'iniziativa).

Questo strumento è però utile solo se il rapporto di indebitamento obiettivo è una stima realistica e se viene definito a valori di mercato (non a valori di bilancio).

Le valutazioni di imprese incentrati sul WACC possono portare a fonti di errori di stima rilevanti (per via delle ipotesi alla base di questo modello) e questo procedimento toglie preziose informazioni perché non permette di individuare quali componenti del valore complessivo siano riferibili all'attività operativa e quali alla valorizzazione dei benefici fiscali.[85]

3) Il costo del capitale di rischio

Se un'impresa avesse liquidità in eccesso, potrebbe decidere di distribuire immediatamente l'avanzo sotto forma di dividendi oppure investirlo in un progetto, per poi distribuire i flussi di cassa che esso produrrà. Gli azionisti preferiranno l'alternativa che offre il rendimento atteso più elevato, cioè il progetto andrebbe intrapreso solo se il suo rendimento atteso è maggiore di quello di un'attività finanziaria con rischio simile. Dal lato dell'azienda, il rendimento atteso esprime il costo del capitale aziendale (calcolato con il CAPM).[86]

Senza interferenze di carattere fiscale, il costo medio ponderato del capitale (WACC) è pari costo del capitale operativo dell'azienda (r_o), o meglio, non varia in funzione del rapporto di indebitamento. Inoltre se l'impresa è finanziata esclusivamente con mezzi propri, il costo del capitale di rischio è pari a quello operativo.[87]

Ma nel mondo reale questo non succede: le imprese si finanziano prevalentemente con capitale di debito (ciò avviene anche per le società sportive) e sono presenti differenti

[84] Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale*, cit., pp. 115-116
[85] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., pp. 98-99
[86] Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe e Jordan, *Finanza aziendale*, cit., pp. 347-348
[87] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., p. 73

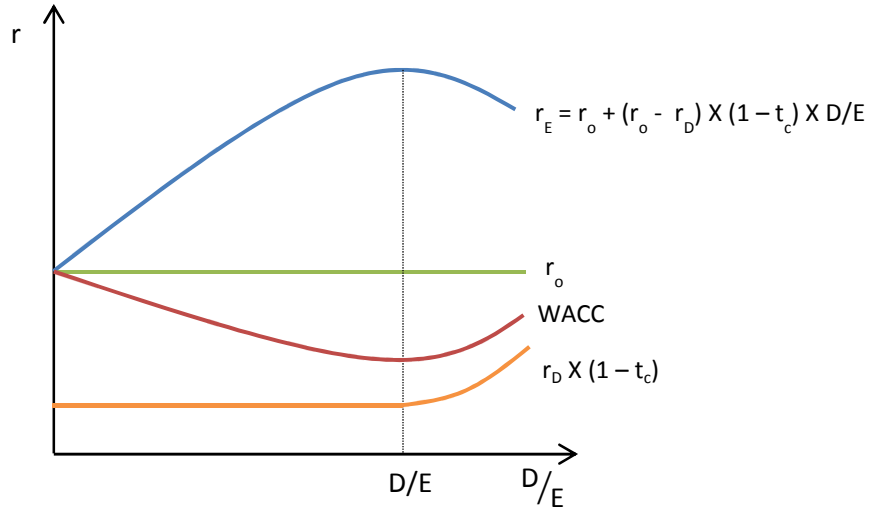
tipi di imposte che si applicano su diversi parametri. Perciò, applicando la Proposizione II di Modigliani-Miller, il costo del capitale di rischio è calcolato come:

$$r_E = r_o + (r_o - r_D) \times (1 - t_c) \times \frac{D}{E}$$

È importante sottolineare, in un mondo senza imposte, come l'aumento della redditività attesa provocato dall'effetto di leva è bilanciato esattamente dall'incremento del tasso di rendimento richiesto dagli investitori in funzione del rischio; invece in presenza di imposte, si ottiene un tasso meno elevato perché è mitigato dall'effetto della deducibilità degli oneri finanziari.[88]

Si nota dalla formula che per massimizzare il tasso per gli azionisti e quindi per godere integralmente del beneficio fiscale si dovrebbe spingere il rapporto d'indebitamento verso il 100% (ossia finanziarsi completamente con capitale di debito): questo non avviene perché esistono i c.d. costi del dissesto finanziario che spingono i prestatori del capitale di debito ad aumentare la loro remunerazione (r_D).[89]

Figura 6: Andamento dei tassi al variare del rapporto di indebitamento



Fonte: elaborazione personale

Dopo aver presentato i vari tassi di attualizzazione, è giusto precisare come l'attività caratteristica di una società sportiva influenza direttamente solo il costo del capitale

[88] Massari, *Valutazione*, cit., pp. 61, 68-69
[89] Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe e Jordan, *Finanza aziendale*, cit., pp. 479-497

operativo, r_o, mentre gli altri due tassi sono determinati come quelli di una qualsiasi azienda ed è il precedente che li condiziona, perciò nella loro illustrazione non ho mai fatto cenno all'attività calcistica/sportiva.

5. Il Discounted Cash Flow

Come introdotto nel paragrafo 2, per valutare un'impresa tramite l'approccio finanziario vi sono vari metodi.

Il più semplice, che non considera l'effetto dell'indebitamento e quindi dello scudo fiscale, è il VAN: pertanto non può essere utilizzato in tale maniera e deve essere aggiustato per compiere la valutazione di un'azienda (infatti normalmente è utilizzato per valutare progetti di investimento, non imprese nel loro complesso).

Dal lato asset vi sono due tipologie di valutazioni che prevedono gli effetti delle imposte e sono l'Adjusted Present Value (APV) e il Weighted Average Cost of Capital (WACC), mentre dal lato equity c'è il Flow To Equity (FTE).

1) Il Valore Attuale Modificato (VAM) o APV

Questo procedimento consiste nel valutare separatamente i benefici fiscali connessi alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari e nel sommarli al valore unlevered dell'impresa, che viene calcolato sulla base del saggio di sconto r_o.

Il VAM distingue tra flussi di cassa originati da un progetto e quelli generati dal finanziamento, valutandoli separatamente. Il valore di un'impresa è uguale al valore di un'azienda priva di debito (VAN) sommato al valore attuale netto degli effetti secondari dell'indebitamento (VANF).

Questo metodo non considera solo i benefici fiscali, ma anche altri tipi di effetti, come il costo di emissione di nuovi titoli (espresso dal compenso da pagare alle banche d'investimento quando collocano i titoli dell'azienda), i costi del dissesto finanziario (il quale impone dei costi e quindi comporta una diminuzione del valore) e le agevolazioni

statali al finanziamento tramite debito (sono facilitazioni fornite dallo Stato e dagli enti pubblici nel pagamento delle imposte sui finanziamenti oppure sull'ottenimento di prestiti a tassi agevolati: pertanto qualsiasi forma di agevolazione fiscale aumenta il valore dell'impresa).[90]

L'Adjusted Present Value concede al manager una visione nitida dei fattori che aggiungono o distruggono valore all'azienda, consentendogli di porsi le giuste domande per poter risolvere i problemi. Tale metodo permette una certa flessibilità attraverso l'analisi delle implicazioni di diverse tipologie di finanziamento, senza essere vincolati a un rapporto di indebitamento costante o senza calcolare un nuovo WACC per ogni possibile scenario. Oltre a ciò è particolarmente vantaggioso quando il debito sostenuto da un progetto o da un'azienda dipende dal valore contabile o deve essere restituito secondo un preciso piano prefissato (ad esempio i Leveraged BuyOut, acquisizioni di imprese, solitamente mature, finanziate quasi interamente da debiti).[91]

In questa sede per semplicità mostrerò solo la formula che tiene conto delle imposte.

$$VAM = VAN + VANF$$

$$W_L = W_U + W_{TS}$$

$$W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFO_t}{(1 + r_o)^t} + \sum_{t=1}^{T} \frac{D \times r_D \times t_c}{(1 + r_D)^t}$$

dove: VANF è il Valore Attuale Netto degli effetti secondari del Finanziamento;

W_U è il valore dell'impresa unlevered;

W_L (o W) è il valore dell'impresa levered;

W_{TS} è il valore dei benefici fiscali ("tax shield").

In questa formula sono implicite delle ipotesi forti: l'azienda ha durata limitata (fino all'anno T), il debito (D) rimane costante per tutta la vita dell'impresa[92] e si suppone di poter scontare il beneficio fiscale del debito annuo al costo del capitale di debito (r_D),

[90] Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe e Jordan, *Finanza aziendale*, cit., p. 516
[91] Brealey, Myers, Allen e Sandri, *Principi di finanza aziendale*, cit., pp. 536-539
[92] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., p. 177

perché al flusso di risultati sufficiente a coprire gli oneri finanziari può essere assegnato un rischio equivalente a quello assunto dai creditori finanziari.[93]

In questa sede non mi occuperò dei problemi riguardanti l'attualizzazione dello scudo fiscale in presenza di crescita, poiché nella valutazione delle società calcistiche mi concentrò sul metodo analitico con terminal value che utilizza il WACC.

2) Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Prima ho illustrato brevemente il procedimento basato sulla rettifica del valore unlevered. Il metodo del WACC, invece, è basato sulla rettifica del tasso.[94] Infatti, questo racchiude implicitamente la valorizzazione dei benefici fiscali e assumendo che l'ammontare dei debiti rimanga costante e che l'impresa abbia durata limitata, si può giungere alla formula:

$$W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t}$$

Del WACC si è già discusso in precedenza. Basta ricordare che si basa sull'ipotesi che i progetti delle imprese indebitate siano finanziati tramite debito ed equity. I due pesi attribuiti per il calcolo del tasso di sconto (E/(D+E) e D/(D+E)) sono rapporti-target espressi a valori di mercato.[95]

3) Il metodo del Flow-To-Equity (FTE)

Questo approccio rappresenta un metodo di *capital budgeting* alternativo. Esso attualizza, al costo del capitale di rischio (r_E), il flusso di cassa generato dall'azienda e spettante agli azionisti. Esso si articola in tre passi:

I. innanzitutto si calcola il flusso levered (FCL), cioè quello dovuto ai detentori del capitale proprio, che si può ricavare partendo dal flusso unlevered (quello operativo, FCU):

$$FCFO - FCFE = (1 - t_c) \times r_D \times D$$

[93] Massari, *Valutazione*, cit., p. 66
[94] *Ivi*, p. 68
[95] Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe e Jordan, *Finanza aziendale*, cit., p. 519

La differenza fra il flusso di cassa ricevuto dagli azionisti di un'impresa priva di debito e quello recepito dagli stessi di un'impresa indebitata è pari al pagamento degli interessi al netto delle imposte;

II. successivamente si calcola il tasso di attualizzazione dell'equity, il costo del capitale azionario (r_E), tramite la formula illustrata nel paragrafo 4.3;

III. infine si effettua la valutazione, con le stesse ipotesi svoltesi per il precedente metodo:

$$W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFE_t}{(1 + r_E)^t}.$$

Riassumendo, il valore dell'impresa è esattamente identico impiegando uno qualsiasi di questi tre metodi di capital budgeting dell'azienda indebitata. Comunque una tecnica può essere più semplice da applicare rispetto ad un'altra, e molte volte è impossibile applicarne una.

È preferibile utilizzare il WACC o il FTE se il target del rapporto debito/valore dell'impresa è stabile per l'intera vita dell'impresa (o del progetto), perché è plausibile ipotizzare che anche r_o faccia lo stesso e, inoltre, si assume che anche i tassi r_E e WACC rimangano costanti; se invece il rapporto di indebitamento varia di anno in anno, anche il costo medio ponderato e il costo del capitale azionario lo fanno, esigendo dei calcoli complicati se si dovesse applicare tali metodi.

Viceversa, è preferibile utilizzare il Valore Attuale Modificato se il livello dell'indebitamento è noto per l'intera durata presa in considerazione, mentre questo approccio diventa problematico se il livello di debito è incerto. Esistono poi altri casi in cui consigliabile applicare tale metodo e non gli altri due (per esempio, il già citato Leveraged BuyOut, LBO, o l'alternativa fra leasing e acquisto).

Nella pratica sono più diffusi fra i manager finanziari gli approcci del WACC e del FTE, poiché tali figure aziendali solitamente ragionano in termini di rapporto debito-

valore, modificando il livello del debito in base al valore del progetto e della sua capacità d'indebitamento.[96]

4) Il procedimento analitico con Terminal Value

Ai fini della valutazione di un'impresa calcistica verranno utilizzate le formule con terminal value, le quali sono costituite dalla somma di due differenti valori: il valore del capitale derivante dall'attualizzazione dei flussi durante il periodo di previsione analitica e il valore risultante dall'attualizzazione dei flussi dopo questo lasso (c.d. Terminal Value o valore a regime). La stima del Terminal Value può compiersi per mezzo di differenti metodologie, tra cui i metodi finanziari sintetici (paragrafo 2) e i multipli (paragrafo 1.3).

Queste formule costituiscono la modalità più diffusa fra gli analisti e nelle operazioni di M&A (*Mergers and Acquisitions*) per trovare il valore d'azienda con il metodo finanziario, in particolar modo nei casi in cui l'impresa non è in condizioni di equilibrio e quando sono previsti significativi interventi sulla gestione per raggiungere i fini preposti.

Anche qui si hanno due approcci, uno assets side e uno equity side a seconda del flusso monetario e del tasso di attualizzazione preso a riferimento.

Inoltre nelle formule esposte il terminal value è stimato tramite la formula sintetica di Gordon, ipotizzando che l'impresa oggetto di valutazione, una volta raggiunta una certa capacità di generare flussi di cassa "a regime", possa crescere indefinitamente al tasso "g".

$$\text{Lato assets: } W_{assets} = \underbrace{\sum_{t=1}^{T} \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t}}_{\text{Proiezione analitica}} + \underbrace{\frac{\frac{FCFO_{T+1}}{(WACC-g)}}{(1+WACC)^T}}_{\text{Terminal Value}}$$

$$\text{Lato equity: } W_{equity} = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFE_t}{(1+r_E)^t} + \frac{\frac{FCFE_{T+1}}{(r_E-g)}}{(1+r_E)^T}$$

[96] *Ivi*, pp. 517-521

Un altro modo per calcolare il Terminal Value è:

$$TV = \frac{EBIT_{T+1} \times \left[\frac{EV}{EBIT}\right]}{(1 + WACC)^T} \qquad TV = \frac{RN_{T+1} \times \left[\frac{P}{E}\right]}{(1 + r_E)^T}$$

Assets side Equity side

dove EBIT è il risultato operativo atteso in T+1;

RN è l'utile atteso in T+1;

EV/EBIT è il multiplo Enterprise Value/EBIT;

P/E è il multiplo Price/Earnings atteso in T+1.

Ai fini dello sviluppo di questo metodo si pongono due problemi tipici:

- l'individuazione della durata dell'orizzonte temporale coperto dalle proiezioni analitiche dei flussi;
- i criteri da adottare per determinare il terminal value.

Durata della proiezione analitica

Un elemento importante è costituito dall'orizzonte temporale futuro rispetto al quale procedere a una stima analitica dei flussi di cassa. Di norma questa riguarda il futuro prossimo, in considerazione del fatto che passati un certo numero di anni le previsioni non possono che divenire inerziali (oltre tale termine risulta più agevole e utile procedere con formule sintetiche di previsione dei flussi).[97]

Di solito questo periodo coincide con la durata di "squilibrio" della produzione di flussi di cassa, che dipende da una situazione in cui vi sono interventi di riordino e di ristrutturazione del business (causati da uno stato di crisi transitoria), e sembra essere la situazione in cui versano la maggior parte delle società calcistiche italiane ed europee, in particolar modo quelle grandi e con gravi perdite d'esercizio (vedi l'Internazionale F.C.), le quali, in questi ultimi anni spinte anche dalla prossima entrata in vigore del Financial Fair Play dell'UEFA, stanno sistemando le proprie situazioni economico-patrimoniali-finanziarie. Tale condizione di "squilibrio" può essere anche causata dalla

[97] Massari, *Valutazione*, cit., pp. 156-157

presenza di un ciclo straordinario di investimenti (ad esempio nelle imprese in via di sviluppo) o da comportamenti ciclici dei risultati presenti in certi settori.

In alcune circostanze la durata è legata alla disponibilità di risorse non sostituibili, rinnovi contrattuali o di concessioni, e può terminare quando esse si esauriscono o scadono.

La prassi internazionale fissa come intervallo di proiezione esplicita dei flussi di cassa dai 5 ai 10 anni, che può essere esteso a 10-15 anni in caso di settori caratterizzati da vita economico-tecnica delle immobilizzazioni molto lunga (come, per esempio, impianti idroelettrici, siderurgici o petrolchimici).[98] Nell'esempio analizzato in questa tesi si è fissata la durata delle previsioni analitiche a cinque anni, che solitamente coincide con la lunghezza dei piani industriali delle società calcistiche.

Un problema che sorge durante il periodo di previsione analitica riguarda la stima dei flussi: la credibilità delle proiezioni si basa sulla serietà con le quali sono state elaborate le *assumptions* della valutazione.[99]

In definitiva l'estensione del piano ha l'obiettivo di illustrare al meglio il ciclo operativo aziendale e di appurare la quota-parte del valore complessivo riguardante la generazione di cassa in un adeguato periodo di tempo.[100]

Criteri di stima del Terminal Value

Il Terminal Value può assumere due significati, ovvero valore di liquidazione oppure valore in condizioni di equilibrio: nella maggior parte dei casi si applica la seconda ipotesi, giacché la prima si impiega per iniziative destinate a esaurire il proprio ciclo di vita in un arco di tempo limitato e definibile a priori.

Come già accennato, può essere calcolato con vari metodi, quali la formula del valore attuale di una rendita costante di durata limitata o illimitata, di una rendita crescente di durata illimitata oppure di una rendita caratterizzata da crescita limitata o differenziata.[101]

---

[98] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., p. 217
[99] Massari, *Valutazione*, cit., p. 157
[100] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., p. 218
[101] *Ivi*, p. 218

Sorgono complicazioni nella stima del coefficiente "g", ossia la difficoltà nel prevedere il valore del tasso di crescita del reddito aziendale a lungo termine. Nella prassi si usa asserire che il tasso normale di crescita di lungo termine di una società non dovrebbe superare il tasso di crescita dell'economia (nel caso italiano è il tasso di crescita del PIL) e che tassi di crescita superiori possono essere conseguiti solo per periodi limitati (tale ipotesi spiega l'utilizzo delle formule sintetiche di valutazione a due stadi).[102]

Altri problemi che scaturiscono concernono la normalizzazione del FCFO di fine piano. Con questo procedimento si vuole porre la stima del FCFO dell'ultimo anno di previsione analitica nel contesto *steady state*. Per arrivare a tale equilibrio, al Margine operativo lordo vanno sottratte le imposte sul risultato operativo (calcolate con il metodo descritto nel paragrafo 3.2) e gli investimenti di puro mantenimento (pari al valore delle quote di ammortamento):

$$MOL - \text{Imposte} - \text{Investimenti di mantenimento} = FCFO\ normalizzato$$

assumendo che le variazioni di capitale circolante siano uguali a zero.[103]

Nel prossimo capitolo si cercherà di applicare le nozioni fin qui esposte per valutare una società sportiva, la Juventus F.C., per poi confrontare il valore stimato con il DCF con quello delle altre due società calcistiche quotate in Italia, la S.S. Lazio e l'A.S. Roma, e con il valore calcolato con altri metodi di valutazione.

[102] Massari, *Valutazione*, cit., pp. 157-158
[103] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., pp. 223-224

CAPITOLO 3

LA VALUTAZIONE DI UN'AZIENDA CALCISTICA: IL CASO JUVENTUS FOOTBALL CLUB S.P.A.

1. Uno sguardo generale

In Italia (e più comunemente in Europa) il sistema calcio è una vera e propria industria che spesso, a causa dei sovrastanti aspetti sociali e sportivi, non viene considerata con la dovuta attenzione. La situazione delle società calcistiche italiane risente del difficile e complesso periodo che stiamo attraversando: a significativi e celebrati successi sportivi degli ultimi anni sono corrisposti un altrettanto rilevante calo dei principali indicatori economici.[104] Nonostante la perdita netta aggregata sia ancora indicativa, è in corso una trasformazione del modello di business che ha portato a un ridimensionamento del sistema e all'inizio del consolidamento di un nuovo ciclo. Nell'ultimo biennio i costi sono cresciuti in misura inferiore a dimostrazione di una maggiore attenzione e un maggiore controllo, legati all'attuale situazione economico-finanziaria e all'imminente entrata in vigore del Financial Fair Play.[105]

[104] PricewaterhouseCoopers SpA, ReportCalcio 2012, cit.
[105] PricewaterhouseCoopers SpA, ReportCalcio 2013, cit.

Tabella 1: Risultati di sintesi 2007-2012 Serie A (in milioni di euro) e variazioni annuali

	07-08	08-09		09-10		10-11		11-12	
			Δ %		*Δ %*		*Δ %*		*Δ %*
Valore della produzione	1.817	1.874	*3,0*	2.097	*10,6*	2.031	*-3,2*	2.146	*5,4*
Costi operativi	- 1.588	- 1.699	*6,5*	- 1.833	*7,3*	- 1.823	*-0,5*	- 1.853	*1,6*
EBITDA	229	175	*-30,9*	264	*33,7*	208	*-26,9*	293	*29,0*
Ammortamenti e sval.	- 307	- 364	*15,7*	- 436	*16,5*	- 483	*9,7*	- 523	*7,6*
EBIT	- 78	- 189	*58,7*	- 172	*-9,9*	- 275	*37,5*	- 230	*-19,6*
Prov. (oneri) straord. e fin.	7	- 15		16		- 6		- 40	
EBT	- 71	- 204		- 156		- 281		- 270	
Imposte	- 79	- 26		- 40		- 19		- 12	
Risultato netto	- 150	- 230	*34,8*	- 196	*-17,3*	- 300	*34,7*	- 282	*-6,4*

Fonte: elaborazione personale da dati PricewaterhouseCoopers SpA, ReportCalcio 2013, cit.

Sono solo tre le squadre di calcio professionistiche ammesse alla Borsa di Milano: in ordine di quotazione, la Società Sportiva Lazio S.p.A. (1998), l'Associazione Sportiva Roma S.p.A. (2000) e la Juventus Football Club S.p.A. (2001).

Sono fra le maggiori squadre del campionato italiano, entrambe hanno vinto almeno due scudetti e partecipano quasi annualmente ai tornei europei promossi dall'UEFA.

Dal punto di vista economico, generano un giro d'affari di oltre 390 milioni di euro, di cui 210 milioni provenienti dai diritti TV.

Ho scelto di lavorare su queste tre realtà perché, essendo quotate in un mercato regolamentato, offrono informazioni economico-finanziarie più chiare rispetto alle altre società e analizzerò più in dettaglio la Juventus perché possiede delle fonti di ricavo più stabili e meno dipendenti dai media: essa, infatti, è l'unica squadra della massima serie (nella stagione 2012/2013, perché dal campionato 2013/2014 vi sarà l'Unione Sportiva Sassuolo Calcio che giocherà al Mapei Stadium Città del Tricolore, l'altro impianto privato presente in Italia, di proprietà dell'A.C. Reggiana) a poter contare di uno stadio di proprietà e quindi di un'alternativa agli introiti legati alla visibilità radio-televisiva.

2. La Juventus F.C.: cenni biografici

La Juventus si è affermata in più di un secolo di storia come una delle squadre più rappresentative ed amate a livello nazionale e internazionale. L'attività caratteristica dell'azienda consiste nella partecipazione alle competizioni calcistiche nazionali e internazionali e nell'organizzazione delle partite. Le sue principali fonti di ricavo derivano dalle attività di sfruttamento economico dell'evento sportivo, del marchio Juventus e dell'immagine della squadra, tra cui le più rilevanti sono le attività di licenza dei diritti televisivi e media, le sponsorizzazioni e l'attività di cessione degli spazi pubblicitari.

La maggioranza del capitale sociale è detenuta da EXOR S.p.A. (63,8%), una società d'investimento torinese controllata dall'accomandita per azioni Giovanni Agnelli e C. S.a.p.az., una holding facente capo alla Famiglia Agnelli.

Il club è stato fondato nel 1897 a Torino con lo scopo di praticare lo sport "importato" dall'Inghilterra, il football, e il nome della squadra deriva dalla parola latina che significa "gioventù". Nel 1900 partecipò al primo Campionato italiano e vinse il primo titolo nel 1905. Dopo anni difficili in cui i tornei nazionali erano dominati da altre squadre, nel 1923 divenne presidente della società Edoardo Agnelli, il figlio del fondatore della Fiat, e in poco tempo la squadra tornò al successo. Vinse cinque scudetti consecutivi dal 1930 al 1935 ("Quinquennio d'oro") e iniziò a partecipare alle competizioni europee, ma con scarso successo. Continuando a dominare il panorama calcistico italiano, nel 1947 divenne presidente Giovanni (meglio noto come Gianni) Agnelli, "l'Avvocato", e nel 1953 suo fratello Umberto.

Ma è solo nel 1977, sotto la presidenza di Giampiero Boniperti (1971-1990), ex stella della Juventus, che la squadra riesce a vincere il primo trofeo europeo (la Coppa Uefa); da quel momento iniziò a dominare lo scenario calcistico italiano e continentale, aggiudicandosi nel 1985 la Coppa dei Campioni e la Coppa Intercontinentale.

Dopo questo decennio ricco di trionfi, nella prima metà degli anni Novanta, la società operò un rinnovamento dirigenziale e della rosa che indebolirono la squadra (complice anche le innumerevoli vittorie dell'A.C. Milan di quegli anni), sebbene riuscì a conquistare altre due Coppe Uefa. Nel 1994 i ruoli operativi manageriali furono affidati

alla triade composta da Roberto Bettega (vice-presidente), Antonio Giraudo (amministratore delegato) e Luciano Moggi (direttore sportivo), i quali composero in pochi anni una squadra altamente competitiva, tanto da riuscire a vincere subito lo Scudetto e l'anno successivo la Coppa dei Campioni (1996), accompagnata consecutivamente da altre due finali europee meno fortunate.

Gli anni Duemila sono ancora segnati dal dominio in campionato della Juventus (che raggiunse un'altra finale di Champions League, persa contro il Milan nel 2003), finché nel 2006 fu coinvolta nell'inchiesta nota con il nome di "Calciopoli", la quale portò profondi mutamenti all'interno del club, con il cambio dei vertici aziendali (diventò presidente Giovanni Cobolli Gigli e a.d. Jean-Claude Blanc) e di buona parte dei giocatori. La giustizia sportiva condannò la società a disputare il campionato di Serie B con nove punti di penalizzazione e revocò gli ultimi due scudetti vinti.

La Juventus tornò subito nella massima divisione, arrivando seconda in campionato e terza l'anno successivo, partecipando alle coppe europee con risultati deludenti; dopo altre due stagioni difficili, l'ingresso in società del direttore generale Giuseppe Marotta (poi a.d.) e del cambio alla presidenza della società (ritorna un membro della famiglia Agnelli, Andrea, figlio di Umberto), il club torna a vincere nuovamente lo scudetto. Nel frattempo inaugura il nuovo stadio (8 settembre 2011).

La società di Torino conta il maggior numero di campionati italiani vinti (29 secondo le statistiche ufficiali, 31 considerando anche i due revocati), di Coppe Italia (9) e inoltre è una delle più forti squadre europee (nella stagione 2012/2013 è una delle migliori otto squadre della Champions League).[106]

3. Una breve analisi dell'andamento dell'azienda Juventus

Per una società di calcio, e in questo caso anche la Juventus, l'anno d'esercizio non coincide solitamente con l'anno solare come nella maggior parte delle aziende (eccetto alcuni casi particolari legati a esigenze di gruppo, come il Milan), ma con l'anno

[106] Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2012*, cit.

calcistico (1 luglio – 30 giugno), che inizia, approssimativamente, con il ritrovo degli atleti e dello staff tecnico per la preparazione estiva in vista del campionato, e si conclude con il termine del campionato e dei vari tornei (anche delle squadre nazionali).

Tabella 2: Risultati economici di sintesi 2007-2012 in migliaia di euro

	07-08	08-09	09-10	10-11	11-12
Valore della produzione	203.732	240.434	240.166	172.066	213.786
Costi operativi	- 174.483	- 194.179	- 196.489	- 196.298	- 206.319
MOL	29.248	46.255	43.676	- 24.232	7.468
Ammortamenti e svalutaz.	- 38.245	- 32.377	- 38.457	- 67.923	- 48.656
Risultato operativo	- 8.997	13.878	5.220	- 92.155	- 41.188
Prov. (oneri) straord. e fin.	- 420	- 471	- 3.144	- 1.612	- 4.730
Risultato lordo	- 9.416	13.407	2.076	- 93.767	- 45.919
Imposte	- 11.371	- 6.825	- 13.044	- 1.647	- 2.736
Risultato netto	- 20.787	6.582	- 10.968	- 95.414	- 48.655

Fonte: elaborazione personale da bilanci Juventus FC SpA

Le componenti principali del Valore della produzione sono i ricavi da gare, i diritti radiotelevisivi e i ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità.

I ricavi da gare hanno subito una contrazione nella stagione 2010-2011 a causa delle mediocri prestazioni dei due precedenti campionati, ma, l'inaugurazione del nuovo stadio e il ritorno ad alti livelli di competitività sportiva, hanno provocato un forte rialzo di questa voce (da 11,6 milioni di euro a 31,8 milioni) che probabilmente si manterrà su questi livelli in futuro (se i risultati sul campo da gioco sono continui).

I diritti TV hanno subito una flessione a causa del cambiamento nei criteri di ripartizione di quest'introito da parte della Lega a partire dalla stagione 2010-11 e della generale crisi economica che ha colpito anche il settore dei media. Tale fonte di ricavi ha avuto una lieve crescita nell'ultimo esercizio, ma alcuni sostengono che il prossimo contratto per la cessione dei diritti TV (quello attuale scade nel 2015) potrebbe vedere diminuire il compenso che SKY e Mediaset corrispondono, sempre che non entri nelle trattative qualche altra emittente straniera.[107]

[107] F. Bianchi, "Diritti tv, senza Al Jaazera 2-300 milioni in meno in cassa?", *La repubblica*, 10 maggio 2013

Anche i ricavi da sponsorizzazioni hanno segnato un aumento nell'ultimo esercizio (+19%), in linea con le altre squadre della Serie A, dopo un calo negli anni passati legato ai risultati non soddisfacenti della squadra.

Altri ricavi sono legati alla partecipazione alle coppe europee (a cui la Juventus per due stagioni non ha avuto accesso, con significative ripercussioni sul conto economico), premi e diritti televisivi, alla cessione temporanea dei diritti alle prestazioni sportive e ad altri elementi.

Nel calcolo del valore della produzione rientrano anche le plusvalenze derivanti dalla cessione dei DPC: normalmente le plusvalenze/minusvalenze dalla cessione di immobilizzazioni fanno parte dell'area gestionale straordinaria di un'impresa, ma in questo caso sono inserite nell'area ordinaria perché hanno una notevole rilevanza rispetto alla totalità dei beni strumentali utilizzati (coerentemente con quanto previsto dai principi contabili) e, inoltre, i diritti alle prestazioni calcistiche rappresentano l'asset strategico e operativo più importante per le società calcistiche per l'attuazione del proprio ciclo produttivo. I "Proventi da gestione diritti calciatori" superano i 15 milioni e aiutano a compensare i risultati negativi solitamente negativi dell'area operativa.

Il fattore più importante dei costi operativi è la spesa per il personale tesserato, che rappresenta più della metà dell'intero importo. Dopo una leggera contrazione di tale voce di costo (126,9 milioni nel 2011), nell'ultimo anno si ha avuto un nuovo incremento dovuto ai premi pagati e ai maggiori stipendi dopo la vittoria del campionato 2011/12 (137,1 milioni), che è comunque al limite delle disposizioni del fair play finanziario.

Anche i costi per servizi esterni sono aumentati notevolmente negli ultimi due esercizi (oltre il 18% l'anno, dai 27 milioni del 2010 ai 41 milioni di euro del 2012), per far fronte alle esigenze di gestione e manutenzione dello stadio di proprietà.

Fra i costi operativi rientrano le minusvalenze derivanti dalla cessione dei DPC sotto la voce "Oneri da gestione dei diritti dei calciatori", che sono inferiori alla loro controparte positiva (nel 2012 equivalgono a 3,6 milioni).

Gli ammortamenti sono cresciuti a seguito della realizzazione del nuovo stadio e del normale rinnovo della rosa dei giocatori per creare una squadra competitiva, la quale, tendenzialmente, fa innalzare il valore degli ammortamenti immateriali (per via degli acquisti sempre più onerosi e delle "svendite" dei diritti alle prestazioni sportive che le squadre maggiori compiono).

Si delinea così un risultato operativo che è ampiamente negativo (-92,2 milioni nel 2011 e -41,2 milioni nel 2012). Questo però è legato al fatto che la società sta operando una radicale ristrutturazione aziendale, cercando di diversificare (sempre all'interno del business del calcio) le fonti di ricavo (a partire dalla costruzione dello stadio e a tutti gli eventi a esso collegato, partecipando costantemente alla Champions League per inseguire il miglior piazzamento possibile) e di contenere i costi (l'importo al netto delle spese del personale, nell'ultimo anno, è aumentato di sole 400 migliaia di euro, mentre l'anno precedente era diminuito di 2 milioni).

Si perviene dunque ad un risultato netto, dopo gli oneri finanziari e le imposte, negativo in quasi tutti gli anni (si evidenzia la perdita di 95,4 milioni del 2011) ma in miglioramento.

Tabella 3: Situazione patrimoniale di sintesi 2007-2012 in migliaia di euro

	07-08	08-09	09-10	10-11	11-12
Attivo corrente	85.222	102.690	72.115	57.406	61.348
Attivo immobilizzato	175.573	187.371	219.177	276.634	366.432
Tot. Impieghi	260.795	290.061	291.292	334.040	427.780
Passivo corrente	76.534	103.427	104.545	192.237	208.178
Passivo consolidato	88.896	84.845	96.443	146.754	154.994
Patrimonio netto	95.365	101.788	90.304	- 4.951	64.608
Tot. fonti	260.795	290.060	291.292	334.040	427.780

Fonte: elaborazione personale da bilanci Juventus FC SpA

Le voci caratteristiche nell'attivo dello stato patrimoniale della Juventus riguardano i crediti verso le società per campagna trasferimenti e i diritti alle prestazioni calcistiche.

I diritti alle prestazioni calcistiche rappresentano l'asset più importante di una società di calcio e nel periodo di riferimento questa voce aumenta il suo valore dai 73,6 milioni di euro nell'esercizio 2007-2008 ai 118,1 milioni nel 2012, sebbene nel 2011 abbia subito un brusco ribasso (fino 71,4 milioni, registrando quindi solo nell'ultimo anno un incremento del 40% circa).

Un altro elemento peculiare dello stato patrimoniale redatto secondo i principi contabili nazionali di un'azienda calcistica è l'immobilizzazione "Compartecipazioni ex art. 102 bis NOIF" (e la voce correlata del passivo "Debiti per compartecipazioni"): la Juventus e gli altri club quotati, obbligati a redigere il bilancio secondo i criteri internazionali IAS/IFRS dal 2007 secondo le disposizioni del Regolamento Europeo n. 1606 del 19 luglio 2002, adottato con D. Lgs. n. 38 del 28 febbraio 2005, non le rilevano in bilancio, ma iscrivono direttamente la metà del valore del DPC.

Anche i costi del vivaio, secondo lo IAS 38, non possono essere capitalizzati nell'attivo con il modo previsto dalle Raccomandazioni contabili, salvo che la società non abbia un sistema di analisi dei costi in grado di misurare distintamente e attendibilmente le spese attribuibili a ciascuna squadra del vivaio, tipicamente quelle più "anziane", cioè con giocatori ormai prossimi all'ambito professionistico.[108]

La Juventus ha dovuto eseguire due aumenti di capitale nell'ultimo decennio per coprire le perdite e per avviare il progetto di ristrutturazione aziendale: il primo, di importo pari a 104,8 milioni di euro, è stato compiuto nel 2007, dopo la retrocessione in Serie B a causa dello scandalo "Calciopoli" (per arginare gli effetti negativi dovuti al drastico calo dei ricavi), e un altro nel 2011, di 120 milioni, per supportare il nuovo piano industriale.

Le voci di bilancio del passivo caratteristiche dei club di calcio sono solo i debiti verso le altre società calcistiche, che rappresentano una quota importante dei mezzi di terzi (92,9 milioni, circa il 25%).[109] [110] [111] [112] [113]

---

[108] Mancin, *Il bilancio delle società sportive professionistiche*, cit., pp. 200, 333-335, 377-380
[109] Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2012*, cit.
[110] Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2011*, Torino, 2011, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/94906bc6-df85-454e-9aaf-c1d5402de699/Relazione+finanziaria+annuale+al+30+giugno+2011.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=94906bc6-df85-454e-9aaf-c1d5402de699

4. Previsioni

Elaborare delle previsioni sull'andamento economico-finanziario di una società sportiva è un'impresa assai ardua. Essa non è come una normale azienda dove, dopo aver redatto un piano (business plan) della durata di 5-7 anni a seconda del settore di appartenenza, si determinano le probabilità dei vari scenari che possono realizzarsi e, effettuando gli opportuni calcoli, si giunge ai dati necessari per la valutazione.

Il risultato sportivo di una squadra di calcio in una determinata stagione può migliorare o compromettere irrimediabilmente il risultato reddituale dell'esercizio successivo dell'azienda, perciò il lavoro svolto dai direttori sportivi, dai tecnici e preparatori e dagli stessi giocatori, influenza decisivamente l'operato svolto dai manager per incrementare la profittabilità, la solvibilità e la solidità dell'azienda.

Perciò la mancata qualificazione alla Champions League fa crollare i ricavi della stagione successiva poiché il club non riceverà i premi UEFA legati alle prestazioni della squadra e la connessa quota dei diritti televisivi distribuiti fra le squadre partecipanti. Il raggiungimento della fase a gironi del massimo torneo continentale è ormai il primo obiettivo sportivo (ed economico-finanziario) delle maggiori squadre europee. In Italia dalla stagione 2011-2012 accedono a questo turno le prime tre squadre classificate, mentre altre tre partecipano alla UEFA Europa League (di cui una è la vincitrice della Coppa Italia), e la concorrenza è alta: le entrate in palio sono alte e ciascuna squadra sa che l'andamento e i piani strategici futuri dipendono in gran parte da queste.

Per capire l'importanza di questa componente basta esaminare la tabella pubblicata dalla UEFA che mostra la ripartizione dei ricavi Champions League fra le varie

---

[111] Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2010*, Torino, 2010, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/7a74c6f2-f97c-4709-aa08-fc019d332a47/BILANCIO_JUVE_ITALIANO_DEFINITIVA.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=7a74c6f2-f97c-4709-aa08-fc019d332a47

[112] Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2009*, Torino, 2009, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/fca84494-d404-4cc3-9a98-38d19e159ba4/Bilancio_finale_30_giugno_2009.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=fca84494-d404-4cc3-9a98-38d19e159ba4

[113] Juventus Football Club S.p.A., *Relazioni e bilancio al 30 giugno 2008*, Torino, 2008, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/3f3d6782-3c74-482f-ae43-44b569df61ff/Bilancio_al_30_giugno_2008.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=3f3d6782-3c74-482f-ae43-44b569df61ff

squadre: incredibilmente la Juventus, eliminata ai quarti di finale, ha ricevuto un compenso più elevato del Bayern Monaco, vincitore del trofeo (65,315 milioni contro 55,046). Cifra molto vicina ha ricevuto il Milan (51,357 milioni), uscito dalla competizione addirittura un turno prima della squadra torinese: questo avviene grazie ad un particolare meccanismo, noto come "market pool", che distribuisce una parte degli introiti da diritti TV in base al bacino d'utenza (numero tifosi) di una certa nazione e poi in base al numero di squadre partecipanti. Comunque spiegherò più chiaramente questo passaggio quando affronterò il problema dei ricavi da diritti radiotelevisivi.

Ora passerò ad analizzare le ipotesi (*assumptions*) che sono alla base delle previsioni dei risultati economici e della struttura patrimoniale, per essere in grado di ricavare i flussi di cassa necessari alla valutazione.

1) Ipotesi generali valenti per le tre squadre analizzate

Per elaborare le previsioni sono stati analizzati i bilanci fino al 30 giugno 2012, in quanto alla data di scrittura di questa tesi (agosto - settembre 2013), il bilancio della stagione 2012-2013 non è ancora stato approvato e pubblicato (ad eccezione della Juventus, il quale ha presentato il progetto di bilancio, e della Lazio, che ha messo a disposizione un primo resoconto il 21 settembre): per questo motivo tutti i flussi di cassa sono attualizzati alla data di chiusura dell'esercizio 2011-2012.

La proiezione dei dati analitici avviene per un periodo di cinque anni 2013-2017 e in seguito si determinano i valori per il calcolo del Terminal Value.

Le previsioni dell'anno 2014 sono più attendibili di quelle degli esercizi futuri poiché per la loro stima sono state utilizzate le informazioni rilasciate dall'Investor Relator della società, le quali riportano alcuni dati circa l'ammontare dei "Diritti pluriennali alle prestazioni calcistiche" (DPC) acquistati e/o ceduti e le relative plus/minusvalenze (da cui si possono ricavare le quote di ammortamento). Infatti, per semplicità, non considero i rinnovi contrattuali degli atleti che possono influenzare il valore della quota ammortamenti in conto economico e dei DPC in stato patrimoniale.

Un'altra ipotesi che riguarda le tre squadre prese in considerazione in questo elaborato riguarda l'importo dei ricavi da diritti televisivi e dei premi distribuiti dall'UEFA. Senza anticipare ciò che è illustrato, il totale dei primi crescerà fino al 2015 (anno di scadenza dell'attuale contratto fra la Lega Serie A e le piattaforme televisive), poi alcune fonti[114] suppongono una riduzione del 20-30% degli importi pagati: ciò comporterà una notevole diminuzione dei ricavi delle società e quindi un adeguamento dei costi operativi per non incorrere in uno squilibrio economico.

Al contrario dei diritti televisivi, l'importo e il metodo di distribuzione dei premi per la partecipazione alle coppe europee non variano: il totale suddiviso nella stagione 2012-2013[115] rimane inalterato anche nella stagione successiva[116], pertanto ipotizzo l'immutabilità nel tempo di tali fonti di incasso.

L'obiettivo di fondo delle previsioni è il rispetto (in una versione semplificata) del c.d. "fair play finanziario", particolarmente per quanto riguarda il limite dei costi del personale tesserato e della perdita massima aggregata.

Ora mi accingerò a spiegare le ipotesi che stanno alla base delle previsioni nel caso specifico della Juventus F.C., ma le fasi di questo processo sono applicate anche alla S.S. Lazio e all'A.S. Roma con i dovuti accorgimenti.

2) *Assumptions* sul valore della produzione

Ricavi da gare

Nel 2013 gli incassi da botteghino aumentano per effetto delle partite di Champions League (torneo a cui la squadra non ha partecipato nella stagione precedente) a 38,1

[114] Bianchi, "Diritti tv, senza Al Jaazera 2-300 milioni in meno in cassa?", *La repubblica*, cit.
[115] UEFA, Distribuzione ricavi UEFA Champions League, http://it.uefa.com/uefa/management/finance/news/newsid=1845609.html#distribuzione+ricavi+uefa+champions+league, data di aggiornamento 8 agosto 2012
[116] UEFA, Redistribuzione ricavi UEFA Champions League 2013/14, http://it.uefa.com/uefa/management/finance/news/newsid=1979898.html, data di aggiornamento 8 agosto 2013

milioni di euro[117]. Nel 2014 crescono del 10% e poi del 3,5% l'anno, supponendo il funzionamento a pieno regime dello stadio e la disputa dello stesso numero di partite ogni anno (come valore a lungo termine, oltre il 2017, ipotizzo 47,5 milioni).

Ricavi da diritti radiotelevisivi e proventi media

Questa voce deve essere scissa in due parti: la prima riguarda i diritti TV del campionato italiano e la seconda i premi dei tornei continentali (per la maggior parte composti da proventi media).

Nel 2013 il valore della prima fonte d'introiti è stata resa pubblica (163,5 milioni), mentre le cifre future possono essere calcolate (fino al 2015) ipotizzando che il metodo di ripartizione resti lo stesso del 2013. Nel 2014 il totale dei diritti TV è 966 milioni, nel 2015 cresce a 1.006[118], mentre nel 2016 e 2017 calano del 20%[119]. Il criterio di suddivisione fraziona l'importo in tre parti: la prima, pari al 40%, è equamente spartita tra tutti i club; la seconda, pari al 30%, viene a sua volta divisa in base al numero di sostenitori (25%) e al numero degli abitanti della città sede della squadra (5%); la terza, infine, è ripartita in base ad ulteriori tre sotto-criteri, i risultati della stagione in corso (5%), dell'ultimo quinquennio (15%) e storici (10%).

---

[117] Juventus Football Club S.p.A., *Il CDA approva il progetto di bilancio per l'esercizio chiuso al 30 giugno 2013 e convoca l'assemblea ordinaria degli azionisti*, Torino, 2013, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/3a0de665-f87c-4b1a-9fac-03a44f1c9de8/comunicato+24092013+approvazione+bilancio+ita+last.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=3a0de665-f87c-4b1a-9fac-03a44f1c9de8

[118] Juventus Club Melegnano, Ipotesi di bilancio Juve 2013-2014 dopo i movimenti di mercato di fine luglio: peggiora il bilancio 2013 ma grossi miglioramenti in quello 2014, http://jcmelegnano.net/news.php?extend.1474, data di aggiornamento 16 agosto 2013

[119] Bianchi, "Diritti tv, senza Al Jaazera 2-300 milioni in meno in cassa?", *La repubblica*, cit.

Tabella 4: Ripartizione diritti TV Serie A per sotto-criteri in milioni di euro

quota 2014	**966**						
		Juventus		Lazio		Roma	
		coeff.	quota	coeff.	quota	coeff.	quota
Parti uguali	40%		19,32		19,32		19,32
Sostenitori	25%	24,0%	57,96	3,9%	9,42	7,5%	18,11
Abitanti città	15%	7,2%	10,43	13,1%	18,98	13,1%	18,98
Stagione in corso	5%	8,6%	4,14	7,1%	3,45	7,6%	3,68
Ultimo quinquennio	15%	8,6%	12,42	6,7%	9,66	8,1%	11,73
Storici	10%	9,5%	9,20	6,2%	5,98	8,1%	7,82
			113,473		66,810		79,644
quota 2015	**1.006**						
		Juventus		Lazio		Roma	
		coeff.	quota	coeff.	quota	coeff.	quota
Parti uguali	40%		20,12		20,12		20,12
Sostenitori	25%	24,0%	60,36	3,9%	9,81	7,5%	18,86
Abitanti città	15%	7,2%	10,86	13,1%	19,77	13,1%	19,77
Stagione in corso	5%	8,6%	4,31	7,1%	3,59	7,6%	3,83
Ultimo quinquennio	15%	9,0%	13,65	6,7%	10,06	8,1%	12,22
Storici	10%	9,5%	9,58	6,2%	6,23	8,1%	8,14
			118,890		69,577		82,942
quota 2016-2017	**805**						
		Juventus		Lazio		Roma	
		coeff.	quota	coeff.	quota	coeff.	quota
Parti uguali	40%		16,10		16,10		16,10
Sostenitori	25%	24,0%	48,29	3,9%	7,85	7,5%	15,09
Abitanti città	15%	7,2%	8,69	13,1%	15,81	13,1%	15,81
Stagione in corso	5%	8,6%	3,45	7,1%	2,87	7,6%	3,07
Ultimo quinquennio	15%	9,0%	10,92	6,7%	8,05	8,1%	9,77
Storici	10%	9,5%	7,66	6,2%	4,98	8,1%	6,52
			95,112		55,662		66,354

Fonte: elaborazione personale

Bisogna precisare che il numero di tifosi e di abitanti nella città restano costanti nel periodo considerato e che i coefficienti associati a tali voci sono delle percentuali sul totale. Lo stesso vale per i coefficienti associati ai risultati: essi sono il rapporto fra il punteggio assegnato alla squadra in base al criterio considerato (da 20 a 1) e il totale dei punti (210). Quindi, per esempio, la vincitrice del campionato prende 20 punti, la seconda 19 e così via. Nella tabella sopra esposta la Juventus, ipotizzando che raggiunga ogni anno l'obiettivo minimo, cioè la qualificazione alla Champions League, ottiene 18 punti, la Lazio 15 (come minimo arriva ogni anno sesta in campionato, accedendo all'Europa League) e la Roma 16 (arriva almeno quinta). Per quanto riguarda invece l'ultimo quinquennio, la Juventus ottiene 18 (2014) e 19 punti (dal 2015 al

2017), la Lazio 14 punti e la Roma 17. Infine secondo il criterio dei risultati storici, la squadra torinese consegue 20 punti, la Lazio 13 e la Roma 17[120].

Approfondimento: Differenze tra il sistema di distribuzione dei diritti TV italiano e inglese

Prima è stato analizzato il metodo di ripartizione delle risorse derivanti dai diritti televisivi applicato nella massima divisione italiana.

La tecnica utilizzata in Inghilterra nella Premier League è molto più equa fra le squadre. Basta pensare al fatto che la squadra con entrate maggiori, il Manchester City F.C., ha ottenuto nella stagione 2011/2012 1,5 volte di più del club con meno ricavi, il Wolverhampton Wanderers F.C., mentre tale differenza nella Serie A si accentua notevolmente (4 volte fra la Juventus F.C. e il Novara Calcio).

Infatti, il metodo prevede che la quota derivante da ricavi nazionali (il 61% del totale), venga suddivisa per il 50% in parti uguali, per il 25% a seconda del numero di partite della squadra trasmesse "live" e per il restante 25% a seconda del piazzamento finale in campionato, mentre la quota estera (il 39% dei ricavi totali) è ripartita in parti uguali. Da questo si deduce che circa il 70% dei proventi da diritti TV è diviso in parti uguali fra le squadre.

[120] La Biblioteca del Tifoso "Bilanciato", Diritti TV 2012/2013: finito il campionato ecco le cifre definitive, D. Biancosino, http://tifosobilanciato.it/2013/05/29/diritti-tv-20122013-finito-il-campionato-ecco-le-cifre-definitive/, data di aggiornamento 29 maggio 2013

Tabella 5: Differenza tra diritti TV italiani e inglesi in milioni di euro (2011/2012)

Serie A		Premier League		Δ %
Juventus	**89,4**	**Manchester City**	**75,7**	**18%**
Inter	79,2	Manchester United	71,7	10%
Milan	**77,9**	**Tottenham Hotspur**	**71,7**	**9%**
Napoli	59,2	Arsenal	70,1	-16%
Roma	**58,4**	**Chelsea**	**67,9**	**-14%**
Lazio	47,9	Liverpool	67,9	-29%
Fiorentina	**41,4**	**Newcastle United**	**67,6**	**-39%**
Palermo	39,1	Everton	61,0	-36%
Udinese	**37,4**	**Fulham**	**59,1**	**-37%**
Genoa	35,1	West Bromwich Albion	58,3	-40%
Cagliari	**34,2**	**Swansea City**	**57,3**	**-40%**
Catania	32,6	Norwich City	57,0	-43%
Atalanta	**32,4**	**Sunderland**	**55,4**	**-41%**
Bologna	31,2	Stoke City	54,5	-43%
Parma	**30,2**	**Queens Park Rangers**	**54,3**	**-44%**
Lecce	26,7	Wigan Athletic	53,5	-50%
Chievo Verona	**26,4**	**Aston Villa**	**52,6**	**-50%**
Siena	25,2	Bolton Wanderers	50,6	-50%
Cesena	**24,5**	**Blackburn Rovers**	**50,3**	**-51%**
Novara	22,7	Wolves	48,8	-53%
	851,1		**1.205,2**	

Fonte: D. Tari, *I nuovi criteri di ripartizione dei diritti TV in Serie A*, La Biblioteca del Tifoso "Bilanciato", 2012, http://tifosobilanciato.it/2012/03/21/i-nuovi-criteri-di-ripartizione-dei-diritti-tv-in-serie-a/ e http://www.financialfairplay.co.uk/

Anche altri campionati europei (ad eccezione della Liga BBVA spagnola) adottano sistemi di ripartizione che tendono a prevedere quote rilevanti dei diritti TV distribuiti in parti uguali, come la Bundesliga tedesca o la Ligue 1 francese.

[121]

I premi distribuiti dalla UEFA nel 2013 sono stati ufficializzati nell'estate 2013 e la Juventus ha incassato 65,32 milioni di euro, suddivisi tra i premi vittoria e partecipazione alle varie fasi della competizione e il c.d. "market pool" (44,82 milioni)[122], che in poche parole sono i diritti TV. Ipotizzando che il meccanismo di

[121] Financial Fair Play, TV revenue distribution – comparing Italian and English models, E. Thompson, http://www.financialfairplay.co.uk/, data di aggiornamento 29 ottobre 2012

[122] UEFA, Gli incassi della Champions League ai club, http://it.uefa.com/uefa/management/finance/news/newsid=1975343.html, data di aggiornamento 24 luglio 2013

ripartizione dei ricavi sia identico sia per la Champions League che per l'Europa League e che rimanga tale nel corso del periodo esaminato, viene assegnato un premio di partecipazione alla fase a gironi (8,6 milioni per la prima competizione e 1,3 milioni per la seconda[123]), dei premi legati alle prestazioni in questa fase (1 milione per la vittoria e 0,5 milioni in caso di pareggio nel primo caso, 200 mila euro e 100 mila nel secondo) e dei premi legati alla partecipazione alle fasi finali (in ogni caso più elevati per la Champions).

Tabella 6: Distribuzione premi competizioni UEFA in milioni di euro

		Juventus		Lazio		Roma	
market pool	piazzamento	81,07	8,11	16,75	1,68	16,75	2,93
	partite giocate		13,51		2,79		2,79
risultati	qualificazione		8,6		1,3		1,3
	vittorie	1	2	0,2	0,4	0,2	0,4
	pareggi	0,5	1	0,1	0,2	0,1	0,2
			33,219		6,367		7,623

Fonte: elaborazione personale

Anche questi ricavi si possono suddividere in due elementi: il primo riguarda i premi legati ai risultati sul campo e il secondo (il "market pool" assegnato ad ogni nazione: per l'Italia è pari a 81,07 milioni per la Champions e 16,75 milioni per l'Europa League) è connesso ai diritti TV. Riguardo alle prestazioni, ipotizzo che le tre squadre si qualifichino alla fase a gironi (la Juventus nella Champions League e le altre due squadre nella competizione minore), vincendo ciascuna due partite e pareggiandone due, senza riuscire però a qualificarsi alle fasi finali (tenendo presente che la Roma non ha partecipato ai tornei europei nelle stagioni 2012-2013 e 2013-2014). La seconda componente invece assegna metà delle risorse sulla base del piazzamento nel campionato nazionale precedente (assegnando delle percentuali prefissate, ossia il 20% per la Juventus e la Lazio, il 35% per la Roma) e l'altra metà sulla base del numero di

[123] UEFA, Ripartizione finanziaria UEFA Europa League 2012/13, http://it.uefa.com/uefa/management/finance/news/newsid=1975353.html#ripartizione+finanziaria+uefa+europa+league+201213, data di aggiornamento 24 luglio 2013

partite giocate dalle squadre di ogni federazione (per ogni competizione ho supposto che ciascuna disputa le sei gare del girone, cioè il 33,3% delle partite totali).[124]

Oltre agli importi appena descritti, ipotizzo che ogni anno ci sia un aumento dell'1,5%, ad indicare altri eventuali diritti radio/TV.

Come valore a lungo termine ipotizzo un'entrata di 133 milioni.

Ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità

Questa voce registra un aumento a 52,6 milioni di euro nel 2013 per effetto dell'andamento sportivo positivo, nel 2014 aumenterà del 5% e dal 2015 del 3,5% l'anno, supponendo che la società conseguirà profitti extra grazie alla cessione del c.d. "naming right" dello stadio, assestandosi a 63 milioni come valore a lungo termine.

Proventi da gestione diritti dei calciatori

Il valore di bilancio al 2014 è calcolato come somma delle plusvalenze realizzate nel mercato estivo di questa stagione:

Tabella 7: Dettaglio plusvalenze da cessioni DPC in milioni di euro

Giocatore	Importo
Emanuele Giaccherini	3
Luca Marrone	4,4
Alberto Masi	1,2
Alessandro Matri	0,6
	9,2

Fonte: comunicati finanziari Juventus F.C., http://www.juventus.com/juve/it/investor/comunicati

Nel 2015 questo valore aumenta del 3%, mentre nel 2016 e nel 2017 prevedo che aumenti del 6%, a causa della gestione più accorta dei DPC per limitare l'effetto negativo legato alle minori entrate da diritti TV e pongo la quantità a lungo termine sui 12,5 milioni.

[124] La Biblioteca del Tifoso "Bilanciato", Champions League: come calcolare i premi spettanti ad ogni squadra (incluso il Market Pool), O. Virtuani, http://tifosobilanciato.it/2013/04/22/champions-league-come-calcolare-i-premi-spettanti-ad-per-ogni-squadra-incluso-il-market-pool/, data di aggiornamento 22 aprile 2013

Altri ricavi

Dal 2014 aumentano del 2,5% grazie all'incremento degli introiti connessi alle attività "no match day" (ad esempio il Museo, inaugurato nel maggio 2012) fino al 2017, quando si incrementano del 4,5%, supponendo di avvertire i primi effetti economici della realizzazione del progetto "Area Continassa" (21,5 milioni a lungo termine).

3) *Assumptions* sui costi operativi

Acquisti di materiali, forniture e altri approvvigionamenti

Tale voce diminuisce del 2% nel 2014 e nel 2015, poi ipotizzo che decrescono del 3,5% l'anno (in linea con la politica di abbattimento dei costi legata ai minori ricavi), giungendo al valore a lungo termine di 2,7 milioni.

Costi per servizi esterni

In aumento nel 2013 a 45,1 milioni, diminuendo dell'1% l'anno nel successivo biennio e poi del 2% negli ultimi due anni della proiezione analitica, ipotizzando un modesto taglio dei costi in seguito alla riduzione dei ricavi da diritti televisivi (nel lungo periodo comunque si incrementa raggiungendo i 43 milioni).

Oneri da gestione diritti calciatori

Nella stagione 2012-2013 equivalgono a 5,6 milioni, compresa la minusvalenza (3,2 milioni) provocata dalla cessione del calciatore Felipe Melo, avvenuta in luglio dell'esercizio 2013-2014, i cui effetti tuttavia sono fatti rientrare in quello precedente[125], e la penale pagata per il mancato esercizio del diritto di opzione sull'acquisto del DPC dell'atleta N. Bendtner (0,5 milioni), e inoltre includono i costi per il godimento di beni di terzi.

Nella stagione successiva ipotizzo che si assestino sui 3,26 milioni (in linea con gli anni precedenti, salvo il 2013 che risente di consistenti minusvalenze), per decrescere prima dell'1% e successivamente del 2% nell'ultimo biennio in analisi, nel rispetto della

[125] Juventus Football Club S.p.A, *Accordo con il Galatasaray per la cessione definitiva del calciatore Felipe Melo*, 20 luglio 2013, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/27a5d156-eb82-463c-8e80-89e67ccfb964/comunicato+20072013+melo+ita.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=27a5d156-eb82-463c-8e80-89e67ccfb964

politica di contenimento dei costi già menzionata. Nel lungo periodo l'ammontare di questi costi sarà 3,2 milioni.

Oneri diversi di gestione

In linea con quanto mostrato nel Resoconto intermedio di gestione al 31/03/2013, aumentano a 10 milioni. Nel 2014 e nel 2015 prevedo una riduzione del 2% annua e nelle ultime due stagioni un calo del 5% l'anno, per assestarsi nel lungo termine sui 9 milioni.

4) *Assumptions* sulle spese per il personale

È utile suddividere questa voce di costo in due parti, distinguendo gli oneri per il personale tesserato (calciatori, allenatori e altri dipendenti tecnici) e per quello non tesserato (dirigenti, impiegati, operai).

La prima componente si incrementa di oltre dieci milioni nel 2013; nel 2014 cala del 3% (poiché la società sta cercando di ridurre i costi per rispettare il "Financial Fair Play" dell'UEFA), l'anno successivo scende di un ulteriore punto percentuale e diminuisce nettamente dal 2016 (-5%).

La seconda, invece, dopo un aumento di circa 2 milioni, si ridimensiona dell'1% nel 2014 e 2015 e subisce un deciso taglio nel 2016 e 2017 (-5%).

I due valori nel lungo periodo si manterranno sui 131 milioni il primo e sui 13 milioni il secondo.

5) *Assumptions* sugli ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni

Ammortamenti DPC

Nel 2014 è uguale all'importo del precedente esercizio, aggiornato con gli ammortamenti dei DPC acquistati e al netto di quelli ceduti, in altre parole 47,86 milioni.

Tabella 8: Quote di ammortamento dei DPC acquistati e venduti in milioni di euro

Calciatore	Prezzo di acquisto	Anni contratto	Quota ammortamento	Calciatore	Quota ammortamento
K. Asamoah	9	4	2,25	M. Gabbiadini	1,05
D. Berardi	4,5	5	0,9	E. Giaccherini	2,11
A. Ogbonna	13	5	2,6	L. Marrone	0,006
F. Peluso	4,8	4	1,2	A. Masi	0,482
C. Tevez	9	3	3	A. Matri	2,44
				F. Melo	3,49

Fonte: elaborazione personale da comunicati finanziari Juventus F.C., cit.

Nel 2015 tale costo diminuisce del 2%, per poi abbattersi dell'5% all'anno in relazione alle dismissioni dei DPC legate alla politica di contenimento dei costi (assestandosi sui 47 milioni nel lungo).

Altri ammortamenti

Nel 2014 viene incrementata dell'ammortamento del costo per l'acquisizione dell'"Area Continassa". Questo progetto (definito con la sottoscrizione del contratto con il Comune di Torino nel giugno 2013) prevede l'acquisto in usufrutto dell'area adiacente allo stadio, dove sorgeranno la nuova sede sociale e il centro per gli allenamenti della prima squadra, oltre destinare una sua parte ad area commerciale che sarà affidata a terzi investitori. Il costo è di 11,7 milioni per l'usufrutto e di altri 30 milioni per il restauro della cascina e la costruzione del nuovo training center. I lavori inizieranno alla fine del 2013 (al massimo inizio 2014) e termineranno tra il 2016 e il 2017, anno in cui scadrà il contratto d'affitto dell'odierna sede sociale. Perciò per semplicità dal 2014 si inizia ad ammortizzare il costo dell'area a un'aliquota pari a quella dello stadio (essendo un progetto connesso), mentre i costi della cascina saranno ammortizzati dal 2017 nella stessa percentuale (11,7 milioni x 2% = 234 migliaia; 30 milioni x 2% = 600 migliaia).[126] [127]

[126] Juventus Football Club S.p.A., *Progetto Area Continassa: firma del Contratto Definitivo*, 14 giugno 2013, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/ac14c52f-1a3f-4aed-baf8-a6671731d962/comunicato+14062013+firma+Continassa+ita.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ac14c52f-1a3f-4aed-baf8-a6671731d962

[127] Il sole 24 ore, Juventus: al via il progetto Continassa, nuovi investimenti per 45 milioni e ultimazione nel 2016, M. Bellinazzo, http://marcobellinazzo.blog.ilsole24ore.com/calcio-business/2013/06/juvenuts-al-via-lo-sviluppo-immobiliare-della-continassa.html, data di aggiornamento 7 giugno 2013

Nel 2015 e nel 2016 il valore degli altri ammortamenti rimane costante (+0,5%) e aumenta nel 2017 dell'importo sopra descritto (nel lungo periodo si assesta sui 9,3 milioni).

Accantonamenti e svalutazioni

Partendo dal dato al 30 giugno 2013, essi si attenuano dell'1% nel 2014 e 2015 e si abbassano del 5% nell'ultimo biennio (valore a lungo 750 migliaia).

6) *Assumptions* sull'area finanziaria e fiscale

Proventi e oneri finanziari

Negli anni successivi ipotizzo che i proventi finanziari si assestano su tale livello (+0,5%) mentre gli oneri decrescono prima dell'1% (2014 e 2015) e in seguito del 2% per effetto della maggior solidità patrimoniale (aumenta l'attivo immobilizzato), che permette di ottenere finanziamenti a tassi d'interesse più bassi. Nel lungo termine i proventi sono 2,5 milioni e gli oneri 9,1 milioni.

Imposte correnti e differite

In modo semplificato, le imposte correnti sono calcolate moltiplicando il risultato ante imposte con un'aliquota media fiscale italiana rilevata da uno studio di KPMG (31,4%[128]); se il reddito al lordo delle imposte è negativo, esse sono calcolate come l'IRAP: in maniera semplificata, si applica l'aliquota del 3,9%[129] alla base imponibile data dalla differenza fra il valore e i costi della produzione, al netto degli ammortamenti.

Le imposte differite del 2013, invece, sono 928 migliaia e si riducono dell'1% l'anno, fino a raggiungere, nel lungo periodo, le 890 migliaia.

[128] KPMG International, *Corporate and Indirect Tax Survey 2012*, Svizzera, 2013
[129] D. Rizzi, materiali dal corso "Scienze delle finanze", a.a. 2012-2013, http://static.unive.it/isa/file/download/elementId/10090818

Tabella 9: Previsione del conto economico a valore aggiunto in milioni di euro

CONTO ECONOMICO	2010	2011	2012	2013	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	LT
Ricavi da gare	18,47	11,55	31,82	38,05	41,9	43,3	44,8	46,4	47,5
Diritti TV	151,44	88,71	90,58	163,48	148,9	154,4	130,3	130,3	133,0
Ricavi da sponsoriz.	45,68	43,27	53,45	52,60	55,2	57,2	59,2	61,2	63,0
Prov. da gest. diritti calc.	14,66	18,24	18,43	11,40	9,2	9,5	10,0	10,6	12,5
Altri ricavi	9,91	10,29	19,49	18,28	18,7	19,2	19,7	20,6	21,5
Valore della produzione	240,17	172,07	213,79	283,80	273,9	283,6	264,0	269,1	277,5
Acquisti di materie prime	- 2,25	- 2,40	- 2,59	- 2,93	- 2,9	- 2,8	- 2,7	- 2,6	- 2,7
Costi per servizi	- 27,27	- 33,57	- 41,16	- 45,08	- 44,6	- 44,2	- 43,3	- 42,4	- 43,0
Costi per god. beni terzi	- 1,15	- 12,31	- 2,67						
Oneri da gest. diritti calc.	- 2,28	- 3,86	- 3,63	- 5,58	- 3,3	- 3,2	- 3,2	- 3,1	- 3,2
Oneri diversi di gestione	- 25,35	- 4,51	- 6,18	- 10,03	- 9,8	- 9,6	- 9,2	- 8,7	- 9,0
Costi operativi	- 58,29	- 56,64	- 56,23	- 63,63	- 60,6	- 59,9	- 58,3	- 56,9	- 57,9
Personale tesserato	-127,04	-126,92	-137,13	-149,01	- 144,5	- 143,1	- 135,9	- 129,1	- 131,0
Altro personale	- 11,17	- 12,73	- 12,96	- 14,45	- 14,3	- 14,2	- 13,5	- 12,8	- 13,0
Costi del personale	-138,20	-139,65	-150,09	-163,46	- 158,8	- 157,3	- 149,4	- 141,9	- 144,0
MOL (EBITDA)	**43,68**	**- 24,23**	**7,47**	**56,71**	**54,5**	**66,4**	**56,3**	**70,3**	**75,6**
Ammortamenti DPC	- 39,49	- 46,74	- 52,30	- 51,41	- 51,8	- 50,8	- 48,2	- 45,8	- 47,0
Altri ammortamenti	- 2,10	- 1,92	- 6,79	- 8,29	- 8,5	- 8,6	- 8,6	- 9,2	- 9,3
Accantonamenti e svalut.		- 11,90	10,44	- 0,81	- 0,8	- 0,8	- 0,8	- 0,7	- 0,8
Altre compon. non ricorr.	3,13	- 7,36							
Ammort., accant. e svalut.	- 38,46	- 67,92	- 48,66	- 60,52	- 61,1	- 60,1	- 57,6	- 55,7	- 57,1
Risultato operat. (EBIT)	**5,22**	**- 92,15**	**- 41,19**	**- 3,81**	**- 6,7**	**6,3**	**- 1,3**	**14,6**	**18,6**
Proventi finanziari	3,58	1,27	1,38	2,36	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5
Oneri finanziari	- 6,73	- 2,88	- 6,11	- 9,47	- 9,4	- 9,3	- 9,1	- 8,9	- 9,1
Proventi (Oneri) finanz.	- 3,14	- 1,61	- 4,73	- 7,11	- 7,0	- 6,9	- 6,7	- 6,5	- 6,6
Risultato ante imposte	**2,08**	**- 93,77**	**- 45,92**	**- 10,91**	**- 13,7**	**- 0,6**	**- 8,0**	**8,1**	**12,0**
Imposte correnti	- 5,54	- 2,77	- 3,79	- 5,92	- 6,0	- 6,4	- 5,8	- 2,5	- 3,8
Imposte diff. e anticip.	- 7,50	1,12	1,05	0,93	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Imposte	- 13,04	- 1,65	- 2,74	- 5,00	- 5,0	- 5,5	- 4,9	- 1,6	- 2,9
Risultato netto d'eserc.	**- 10,97**	**- 95,41**	**- 48,65**	**- 15,91**	**- 18,7**	**- 6,1**	**- 12,9**	**6,4**	**9,1**

Fonte: elaborazione personale

7) *Assumptions* sull'attivo immobilizzato

Diritti alle prestazioni calcistiche

Il DPC al 30 giugno 2013 valgono 119,2 milioni.

Per stabilire il valore dei DPC del 2014, sono stati sommati alla voce del 2013 gli investimenti effettuati nell'anno (già descritti nella tabella 7), mentre i disinvestimenti sono:

Tabella 10: Valori netti contabili al 30/06/2013 in milioni di euro

Calciatore	VC netti
M. Gabbiadini	4,204
E. Giaccherini	4,221
L. Marrone	0,021
A. Masi	1,449
A. Matri	9,748
	19,643

Fonte: elaborazione personale da dati Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria semestrale al 31 dicembre 2012*, Torino, 2012, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/9a6399f5-8fa9-451f-9d57-e91f5ed1c398/Relazione+semestrale+31_12_2012+ITA.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=9a6399f5-8fa9-451f-9d57-e91f5ed1c398

Il risultato che consegue viene aumentato del 4% per considerare eventuali investimenti nella sessione invernale di "Calciomercato" e poi è detratto l'ammortamento dell'anno.

Nel 2015 i diritti alle prestazioni sportive aumentano di circa il 7% rispetto l'anno precedente, al netto dell'ammortamento (ossia la società investe il 60% del valore del 2014), mentre si incrementa nel 2016 di circa il 2,8% e nel 2017 di circa il 6,4% (investimenti per il 50% del valore dell'anno precedente, sottraendo in seguito l'ammortamento). Questo rallentamento nella crescita è spiegato dalla diminuzione dei ricavi legati ai diritti televisivi, la quale comporta minori investimenti.

Terreni e fabbricati

Nel 2013 diminuiscono a 124,9 milioni per effetto dell'ammortamento.

Dal 2014 tale valore diminuisce dell'1% all'anno per simulare l'ammortamento delle immobilizzazioni, prendendo atto di due aumenti legati all'acquisizione dell'Area Continassa (11,7 milioni nel 2014) e ai costi preventivi legati all'ultimazione dei lavori di restauro della cascina dove stabilire la nuova sede sociale e del nuovo Training Center (30 milioni nel 2017).

Altri beni materiali

Come per i "Terreni e fabbricati", dal 2014 la voce si riduce del 2% all'anno per riprodurre gli effetti del processo di ammortamento.

Altre immobilizzazioni

Per semplicità le “Altre immobilizzazioni immateriali” aumentano dell’1% l’anno, mentre le “Immobilizzazioni immateriali in corso” restano costanti rispetto al valore al 30 giugno 2013.

Invece le “Immobilizzazioni materiali in corso”, dopo un aumento a 1,8 milioni nel 2013, suppongo che crescano ancora di 10 milioni nel 2014 per simulare la capitalizzazione dei costi del progetto “Area Continassa”, del 50% nel biennio successivo, per poi ridursi radicalmente nel 2017 (quando dovrebbero terminare i lavori, secondo il piano) a 476 migliaia.

8) *Assumptions* sul capitale circolante netto

Posizione netta verso enti settore specifico

I crediti e i debiti verso le società di calcio nel 2013 sono pari a 63,78 e 98,45 milioni.

L’andamento delle due voci negli anni successivi è:

	2014	2015	2016	2017
Crediti	-40%	-10%	+10%	+15%
Debiti	-30%	-7%	-15%	-5%

Dopo una generale diminuzione degli importi nel 2014 e nel 2015, dal biennio seguente crescono i crediti verso le società calcistiche e diminuiscono i debiti, in linea con l’ipotesi che i minori ricavi spingono il club a investire di meno nell’acquisizione dei DPC (quindi è più probabile che ci saranno meno debiti) e cederne di più (più crediti).

Attività e passività correnti

Con “corrente” non si intende definire attività e passività a breve termine, ma tutte quelle voci attinenti all’area corrente, operativa dell’impresa, che fanno parte della gestione caratteristica dell’impresa.

Nel periodo 2014-2017 ho supposto il seguente andamento annuo dei vari elementi:

	2014	2015	2016	2017
Crediti verso clienti	-10%	-15%	-7%	-3%
Crediti verso parti correlate	+2%	+2,5%	+0,5%	+0,5%
Crediti tributari	+0,5%	+0,5%	+0,5%	+0,5%
Altri crediti	+2%	+1%	-1,5%	-2%
Debiti verso fornitori	+1%	+1,5%	+3%	+2,5%
Debiti verso parti correlate	+0,5%	+0,5%	+0,5%	+0,5%
Debiti tributari	-0,5%	-1%	-2%	-2,5%
Altri debiti	-1%	-0,5%	+1,5%	+2%

La diminuzione dei "Crediti verso clienti" e degli "Altri crediti" è collegata al fatto che diminuiscono i ricavi da diritti tv nell'ultimo biennio (e conseguentemente i rispettivi crediti) e che, a seguito della realizzazione del progetto "Area Continassa", probabilmente diminuiscono gli "Anticipi a fornitori" (che nel bilancio al 30 giugno 2012 erano verso il Comune di Torino). Anche l'aumento dei "Debiti verso fornitori" e degli "Altri debiti" può essere ricondotta alla prima causa, poiché la società cercherà di dilazionare il più possibile il pagamento dei propri impegni.

Per una maggior chiarezza, i "Crediti tributari", i crediti (eccetto i primi due anni) e "Debiti verso parti correlate" assumono un trend costante.

9) *Assumptions* sui fondi

Per ipotesi rimangono pressoché stabili (+0,5% l'anno) rispetto al valore del 2013 (4,7 milioni).

10) *Assumptions* sull'indebitamento finanziario netto

Tra le attività finanziarie vi è un deposito su un conto corrente di 4,1 milioni come garanzia del mutuo per la costruzione dello stadio che per supposizione è mantenuto costante.

Le disponibilità liquide

Per ipotesi il pagamento del rimanente costo dell'Area Continassa nel 2014 (11,7 milioni meno gli anticipi già versati, 8,84 milioni, ossia 2,86 milioni) è effettuato con le disponibilità liquide. Quindi l'importo risultante si assesta sulle 163 migliaia dopo la spesa d'investimento nel progetto.

Dal 2015 la voce raddoppia ogni anno, grazie agli incassi da botteghino.

Debiti verso banche e altri finanziatori

Nel progetto di bilancio dell'esercizio 2013 valgono 165,5 milioni, in aumento di oltre 30 milioni rispetto l'anno precedente.

Diminuiscono entrambi secondo il piano di rientro dell'esposizione debitoria illustrato nella Relazione finanziaria semestrale al 31 dicembre 2012.

Comunque si deve tenere in considerazione il finanziamento del progetto "Area Continassa" (che per ipotesi è sovvenzionato per il 20% dalle disponibilità liquide e per la parte restante da prestiti bancari): perciò l'importo dei debiti bancari cresce nel 2014 di 7 milioni, nel 2015 di 6 milioni e nell'ultimo biennio di 5,5 milioni l'anno. Inoltre per finanziare la normale attività della società, nel 2016 e nel 2017 il debito verso le banche cresce di un ulteriore 6% l'anno, poiché i minori ricavi fanno crescere la necessità di reperire altre fonti di finanziamento.

Altri debiti finanziari

I debiti rappresentati dall'Interest Rate Swap (sottoscritto a copertura del tasso d'interesse previsto dal contratto di leasing finanziario relativo al Centro Sportivo di Vinovo), per semplicità, diminuiscono del 2% l'anno.

Tabella 11: Previsione dello stato patrimoniale in forma funzionale in milioni di euro

STATO PATRIMONIALE	2010	2011	2012	2013	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P
DPC	93,02	71,44	118,09	119,22	95,6	102,1	105,0	111,7
Altre immobiliz. immateriali	14,35	15,99	30,26	30,49	30,8	31,1	31,4	31,7
Immob. immateriali in corso	0,01	0,01	0,01	0,02	0,0	0,0	0,0	0,0
Terreni e fabbricati	22,66	22,69	127,02	124,90	135,4	134,0	132,7	161,3
Altri beni materiali	2,92	2,44	37,84	32,98	32,3	31,7	31,0	30,4
Immobiliz. materiali in corso	43,33	119,63	0,57	1,77	11,8	17,6	26,4	0,5
Altre immobilizzazioni	83,27	160,76	195,70	190,16	210,2	214,4	221,6	224,0
Attivo immobilizzato	**176,29**	**232,20**	**313,80**	**309,38**	**305,8**	**316,5**	**326,6**	**335,6**
Crediti v/società calcistiche	29,37	33,49	40,83	63,78	38,3	34,4	37,9	43,6
Debiti v/società calcistiche	55,04	62,55	92,91	98,45	68,9	64,1	54,5	51,8
Posiz. netta verso soc. di calcio	- 25,67	- 29,06	- 52,07	- 34,66	- 30,6	- 29,6	- 16,6	- 8,2
Crediti v/clienti	10,68	17,66	25,47	12,64	11,4	9,7	9,0	8,7
Crediti v/parti correlate	0,21		0,41	0,60	0,6	0,6	0,6	0,6
Crediti tributari	3,45	12,88	4,23	4,93	5,0	5,0	5,0	5,0
Altri crediti	30,14	32,33	36,41	46,16	47,1	47,6	46,8	45,9
Ratei e risconti attivi	1,71	2,72	1,87					
Attivo corrente	46,18	65,59	68,40	64,33	64,0	62,8	61,5	60,3
Debiti v/fornitori	69,34	107,70	81,65	15,08	15,2	15,5	15,9	16,3
Debiti v/parti correlate	3,10	0,98	0,91	1,05	1,1	1,1	1,1	1,1
Debiti tributari	12,36	12,61	18,35	5,28	5,3	5,2	5,1	5,0
Debiti v/istituti previdenziali	0,70	0,64	0,99					
Altri debiti	21,20	16,40	27,52	104,05	103,0	102,5	104,0	106,1
Ratei e risconti passivi	3,26	0,39	0,59					
Passivo corrente	109,97	138,72	130,00	125,45	124,5	124,2	126,1	128,5
Capitale circolante netto	**- 89,45**	**-102,19**	**-113,68**	**- 95,79**	**- 91,2**	**- 91,0**	**- 81,2**	**- 76,4**
Fondi per rischi e oneri	2,98	13,80	7,80	4,70	4,7	4,7	4,8	4,8
Fondi	2,98	13,80	7,80	4,70	4,7	4,7	4,8	4,8
Capitale investito netto	**83,86**	**116,21**	**192,32**	**208,89**	**209,9**	**220,8**	**240,5**	**254,5**
Crediti immob v/altri	2,00	2,00	4,10	4,10	4,1	4,1	4,1	4,1
Altre immobiliz. finanziarie	0,20							
Attività finanziarie no immob.		0,00						
Disponibilità liquide	37,25	0,76	0,65	1,78	0,2	0,3	0,7	1,3
Debiti v/banche	12,50	105,66	110,51	165,49	166,1	165,4	173,9	177,9
Debiti v/altri finanziatori	19,79	18,23	21,20					
Passività finanz. non correnti	0,71	0,04	0,76	0,65	0,6	0,6	0,6	0,6
Posiz. fin. netta (Indeb. fin. n.)	**6,44**	**-121,16**	**-127,71**	**-160,26**	**- 162,5**	**- 161,6**	**- 169,8**	**- 173,1**
Patrimonio netto	**90,30**	**- 4,95**	**64,61**	**48,63**	**47,4**	**59,2**	**70,8**	**81,4**

Fonte: elaborazione personale

5. I flussi di cassa

Una volta determinati i risultati economici futuri e l'andamento patrimoniale futuro è possibile calcolare i flussi di cassa necessari per stabilire il valore dell'azienda.

Tabella 12: Proiezione dei flussi di cassa in milioni di euro

FLUSSI DI CASSA	2013	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	LT
Margine operativo lordo (MOL)	56,71	54,5	66,4	56,3	70,3	75,6
Var. Capitale circolante commerciale (Δ CCC)	-17,90	- 4,6	- 0,1	- 9,8	- 4,9	
Flusso di cassa gestione corrente (FCGC)	38,82	49,8	66,3	46,5	65,5	75,6
Investimenti (Disinvestimenti) operativi	-55,29	- 56,7	- 70,1	- 66,8	- 64,1	- 56,3
Imposte specifiche sul risultato operativo	- 8,16	- 8,2	- 8,6	- 7,9	- 4,6	- 5,8
Free Cash Flow from Operations (FCFO)	**-24,63**	**- 15,1**	**- 12,4**	**- 28,3**	**- 3,2**	**13,5**

Fonte: elaborazione personale

Si devono esporre alcune precisazioni sul procedimento adottato.

Gli investimenti operativi (col segno negativo) e i disinvestimenti operativi (col segno positivo), non avendo un piano preciso che elenchi tutte le operazioni da compiere in dettaglio, sono calcolati come segue:

$$\text{Capex} = \text{Attivo immobilizzato}_t - \text{Attivo immobilizzato}_{t-1} + \text{Ammortamento}_t$$

Naturalmente gli investimenti sono maggiori dei disinvestimenti, perciò il Capex ha segno negativo.

Le imposte sono invece calcolate decurtando il beneficio fiscale derivante dalla deducibilità fiscale degli oneri finanziari. La formula applicata sarà così:

$$\text{Imposte} = \text{Imposte correnti} + \text{Aliquota } t_c \times \text{Oneri finanziari netti}$$ [130]

Il procedimento di calcolo del flusso di cassa del lungo periodo, utilizzato dopo il periodo di previsione analitica e per stimare il Terminal Value (cioè il valore aziendale alla fine dell'orizzonte temporale di riferimento), pone la società in un contesto *steady state* (senza crescita), ipotizzando le variazioni del circolante pari a zero. Quindi per prima cosa si determina il FCFO normalizzato decurtando dal Margine Operativo Lordo le imposte e gli investimenti di mantenimento, pari all'ammortamento.[131]

[130] Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale*, cit., p. 20
[131] Massari e Zanetti, *Valutazione*, cit., pp. 223-224

6. Stima del Costo medio ponderato del capitale (WACC)

Innanzitutto si deve ricavare il costo-opportunità del capitale di rischio (r_E). Assumendo un β dell'impresa pari a 0,55, un tasso "free risk" per l'Italia (saggio d'interesse nominale di un'attività priva di rischio, solitamente riferita ai Buoni del Tesoro Poliennali) uguale a 5,106% e un Equity Risk Premium (ERP) pari a 8,986%[132], si trova un tasso r_E uguale a 10,05%.

In seguito si deve recuperare il costo del capitale di debito (r_D), pari a 6,01%[133], che andrà utilizzato al netto delle imposte (31,40%[134]), e il peso del debito sul totale dell'attivo (a valori di mercato), ossia 41,15%[135].

Applicando la formula del capitolo 3 paragrafo 2.2 si ottiene un WACC uguale a 7,61%.

Tabella 13: Calcolo del Weighted Average Cost of Capital

R_f	5,11%
β	0,55
ERP	8,99%
r_E	10,05%
r_D	6,01%
t_c	31,40%
D/(D+E)	41,15%
WACC	7,61%

Fonte: elaborazione personale

[132] Dati Bloomberg
[133] New York University Leonard N. Stern School of Business, The Data Page, A. Damodaran, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
[134] KPMG International, *Corporate and Indirect Tax Survey 2012*, cit.
[135] NYU Stern, The Data Page, Damodaran, cit.

7. Calcolo del valore dell'impresa

A questo punto si attualizzano i flussi di cassa al 30 giugno 2012 con il tasso appena calcolato e si somma tale importo al Terminal Value. Questo valore è misurato tramite la formula di Gordon, che sconta il flusso di cassa normalizzato al tasso WACC e tiene conto della crescita "g" (1,20%[136]).

$$TV = \frac{FCFO_{LT}}{WACC - g}$$

Naturalmente anche il Terminal Value va poi attualizzato al 30 giugno 2012.

Tabella 14: Calcolo del valore della società di calcio in milioni di euro

FCFO attualizzati	-69,1
tasso di crescita "g"	1,20%
Terminal Value (TV)	145,7
Valore dell'impresa (EV)	76,5

Fonte: elaborazione personale

[136] Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), "Medium and long-term scenarios for global growth and imbalances", *OECD Economic Outlook*, vol. I, OECD Publishing, 2012, p. 200

CAPITOLO 4

CONFRONTO TRA I VARI METODI DI VALUTAZIONE DI UNA SOCIETÁ DI CALCIO

1. La valutazione della S.S. Lazio e dell'A.S. Roma

Dopo aver mostrato nello specifico la stima del valore aziendale della Juventus F.C. con il metodo del Discounted Cash Flow, illustrerò brevemente il procedimento di valutazione delle altre due società analizzate, tenendo presente che i passaggi sono gli stessi considerati nel precedente caso, ma con alcune lievi differenze:

- la Juventus, al contrario delle suddette società, possiede uno stadio di proprietà che apporta considerevoli benefici economico-patrimoniali all'azienda, mentre le due squadre romane, nonostante una media spettatori allo stadio più elevata della squadra torinese, non traggono gli stessi vantaggi;
- i ricavi da diritti radiotelevisivi della Lazio e della Roma sono più bassi della Juventus perché i criteri di ripartizione applicati dalla Lega Serie A tengono conto dei risultati sportivi storici (la Roma ha vinto tre scudetti e la Lazio due, contro i 29 della squadra torinese) e del numero di tifosi presenti in Italia (anche in questo caso la Juventus è superiore alle squadre romane). Rimane anche qui valida l'ipotesi della diminuzione di questi ricavi nelle ultime due stagioni prese in considerazione.

  Essa inoltre beneficia dei premi della Champions League (sia nella stagione 2011-2012 sia nelle ipotesi stabilite per gli anni successivi) che sono molto più alti di quelli dell'Europa League.

Oltre queste due particolarità, si può affermare che in genere la Lazio e la Roma risentono della dimensione della tifoseria della squadra e dei risultati sportivi, pertanto le strategie delle due società sono ben differenti: soprattutto nel primo club si nota una maggiore accortezza nella gestione dei Diritti alle prestazioni calcistiche degli atleti e al relativo costo del personale.

Le proiezioni dei dati per le due società sono:

Tabella 15: Flussi di cassa previsionali della S.S. Lazio in milioni di euro

FLUSSI DI CASSA	2013	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	LT
Margine operativo lordo (MOL)	23,57	26,8	29,1	17,8	20,7	23,8
Var. Capitale circolante commerciale (Δ CCC)	- 23,96	- 4,4	- 1,6	- 4,1	1,0	
Flusso di cassa gestione corrente (FCGC)	- 0,39	22,4	27,5	13,7	21,7	23,8
Investimenti (Disinvestimenti) operativi	- 2,78	- 14,4	- 17,7	- 18,5	- 20,0	- 17,0
Imposte specifiche sul risultato operativo	- 3,86	- 2,0	- 3,4	- 3,9	- 3,9	- 1,8
Free Cash Flow from Operations (FCFO)	**- 7,03**	**6,0**	**6,4**	**- 8,7**	**- 2,2**	**5,1**

Fonte: elaborazione personale

Tabella 16: Flussi di cassa previsionali dell'A.S. Roma in milioni di euro

FLUSSI DI CASSA	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	LT
Margine operativo lordo (MOL)	- 14,9	55,0	40,2	31,8	39,7	40,3
Var. Capitale circolante commerciale (Δ CCC)	- 1,2	- 24,7	5,1	- 18,6	- 6,1	
Flusso di cassa gestione corrente (FCGC)	- 16,1	30,3	45,3	13,2	33,6	40,3
Var. Fondo TFR	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Investimenti (Disinvestimenti) operativi	- 28,4	- 27,6	- 32,6	- 30,0	- 30,5	- 28,7
Imposte specifiche sul risultato operativo	- 2,7	- 6,5	- 2,5	- 3,1	- 3,8	- 3,5
Free Cash Flow from Operations (FCFO)	**- 47,1**	**- 3,7**	**10,3**	**- 19,8**	**- 0,6**	**8,1**

Fonte: elaborazione personale

La valutazione dei due club invece è:

Tabella 17: Valutazione della S.S. Lazio e dell'A.S. Roma in milioni di euro

	Lazio	Roma
R_f	5,11%	5,11%
β	0,40	0,39
ERP	8,99%	8,99%
r_E	8,70%	8,61%
r_D	5,51%	6,01%
t_c	31,40%	31,40%
D/(D+E)	24,44%	53,16%
WACC	7,50%	6,23%
FCFO attualizzati	-4,3	-55,0
g	1,20%	1,20%
Terminal Value (TV)	56,2	119,4
Valore dell'impresa (EV)	52,0	64,4

Fonte: elaborazione personale

2. Altri metodi di valutazione delle aziende calcistiche

Il DCF è il metodo finanziario più utilizzato per valutare un qualsiasi tipo d'impresa. Nel capitolo 3 si sono illustrati i passaggi e le *assumptions* che sottostavano a tale sistema di valutazione di una società di calcio.

Esistono tuttavia altri metodi che raggiungono lo stesso scopo: uno è il metodo generico delle transazioni comparabili (*deal multiples*), poi vi sono degli approcci specifici per questo particolare settore.

1) Il metodo dei multipli

Il valore della società è calcolato moltiplicando un determinato indicatore economico dell'azienda per un multiplo appropriato. Come suggerisce Tom Markham, il valore del club è legato ai propri ricavi, mentre il multiplo da utilizzare è compreso tra 1,5 e 2 volte i ricavi annui (secondo la ricerca pubblicata da Deloitte, in cui ha analizzato il prezzo d'acquisto di nove squadre della Premier League inglese vendute tra il 2003 e il 2008).

Questo metodo è adatto per valutare imprese giovani o in difficoltà, o ancora con utili volatili, ed è più facilmente applicabile rispetto il DCF poiché quest'ultimo richiede una redditività sostenuta e prevedibile che pochi club possono fornire, mentre l'approccio dei multipli richiede semplicemente il fatturato per essere applicato.[137]

Tabella 18: Revenue multiples approach

Multiplo	1,5			
		Juventus	**Lazio**	**Roma**
2011-12	Fatturato	213,79	95,51	136,86
	Valore impresa (EV)	320,7	143,3	205,3
2010-11	EV	258,1	140,5	228,5
2009-10	EV	360,2	147,8	238,4
2008-09	EV	360,7	138,0	269,8
2007-08	EV	305,6	153,7	309,4

Fonte: elaborazione personale

Per eseguire il calcolo è stato impiegato il multiplo proposto nel paper di Markham, anche se è riferito al campionato inglese. La struttura economico-patrimoniale e finanziaria dei club della Premier League è ben diversa da quella delle società di calcio italiane: infatti, quasi tutti hanno uno stadio di proprietà, perciò le loro entrate si basano in misura minore sui diritti TV (distribuiti dalla lega inglese secondo criteri diversi), mentre sono più sviluppati i ricavi da gare, da sponsor e da merchandising.

Nonostante questi condizionamenti che influiscono profondamente sul valore finale dell'azienda, questo multiplo è l'unico valore utilizzabile: in Italia negli ultimi anni le compravendite di squadre di calcio sono state rare e trattavano solo società di campionati inferiori, perciò non vi sono molti dati confrontabili.

2) La valutazione di Forbes

Forbes è una rivista statunitense specializzata nel fornire business news e informazioni finanziarie. Dal 1998 pubblica le valutazioni delle maggiori franchigie sportive nordamericane (tra cui la Major League Baseball, MLB, la National Basketball

[137] Markham, *What is the optimal method to value a football club?*, cit., p. 8

Association, NBA, la National Football League, NFL, e la National Hockey League, NHL) e dal 2004 le diffonde anche per le maggiori squadre di calcio europee.

La lista dei venticinque club di maggior valore è redatta secondo una metodologia propria della rivista. Storicamente è una tecnica (non disponibile pubblicamente) che valuta le società di calcio in base ai multipli dei ricavi, ai prezzi delle transazioni passate e allo stato corrente dello stadio della squadra. Partendo dagli importi illustrati dall'analisi annua della Deloitte & Touche, "Football Money League", Forbes compie una propria ricerca che include una revisione dei documenti finanziari e delle interviste alle banche specializzate nel fornire servizi per lo sport, così da desumere il reddito operativo, il debito e il valore di ciascuna squadra.

Da tutto questo si evince che il metodo dei multipli gioca un ruolo fondamentale nella procedura impiegata da Forbes: i valori possono essere confrontati annualmente, ma la logica nel valutare un'impresa sportiva in base ai soli ricavi appare debole. Pertanto analizzando la compravendita di alcune società sportive nordamericane fra il 1998 e il 2003, si osserva che il prezzo medio delle transazioni era più alto del 27% rispetto il valore delle medesime società calcolato dalla rivista newyorkese.[138]

Tabella 19: Valutazioni Forbes in milioni di euro

	Juventus	Lazio	Roma
2011/2012	551,2	n.d.	n.d.
2010/2011	408,9	n.d.	244,9
2009/2010	511,8	n.d.	n.d.
2008/2009	464,1	n.d.	217,9
2007/2008	403,5	n.d.	256,2
2006/2007	377,6	n.d.	321,4
2005/2006	446,0	n.d.	176,2
2004/2005	568,1	n.d.	217,5
2003/2004	688,6	184,3	207,3
2002/2003	724,6	141,8	266,0

Fonte: elaborazione personale da dati Forbes

[138] Markham, *What is the optimal method to value a football club?*, cit., p. 9

I dati si riferiscono alla stagione precedente l'anno di pubblicazione dell'articolo (che di solito esce in aprile) e sono espressi in dollari, perciò sono convertiti in euro secondo il tasso di cambio al 30 giugno.

Si rileva che per molti anni non sono disponibili i dati delle due società capitoline, poiché la rivista valuta solo le prime venti società europee, e solo la Juventus è presente nella lista ogni anno: nel 2013 (quindi riferendosi alla stagione 2011-2012) si è classificata all'ottavo posto dietro Real Madrid, Manchester United, Barcellona, Arsenal, Bayern Monaco, Milan e Chelsea.[139]

3) Il modello multivariato

I metodi di valutazione sono difficilmente applicabili a tutte le società sportive: dunque Markham sviluppa una tecnica alternativa (*multivariate model*) in grado di raggiungere lo stesso fine. Per fare questo individua per prima cosa gli elementi da inserire nel modello e le motivazioni che supportano tali scelte.

La maggior parte delle ricerche riguardanti la valutazione delle imprese sportive arriva dal continente nordamericano. La capacità di un club di generare profitti in futuro determina il suo valore: negli Stati Uniti i tre più importanti elementi considerati sono il campionato (tra cui i ricavi da diritti televisivi, la politica di ridistribuzione dei ricavi da merchandising e il salary cap sui giocatori), lo stadio (la capacità, i box per le imprese, le sponsorizzazioni e la pubblicità) e il mercato (la sua grandezza e la presenza di aziende nelle vicinanze). Ovviamente non tutti questi componenti sono applicabili alle squadre di calcio europee, come la distribuzione dei ricavi da merchandising e il salary cap.

Per le società di calcio qualsiasi fonte di ricavo è importante perché genera liquidità: la stessa UEFA incoraggia i club, tramite il Financial Fair Play, a operare con l'uso dei

[139] Forbes, Soccer team values: Business on the pitch, M. Ozanian, http://www.forbes.com/soccer-valuations/, data di aggiornamento 17 aprile 2013

propri introiti senza incorrere in eccessive perdite o continue ricapitalizzazioni dei soci. Pertanto tutti i ricavi vengono inclusi nel modello.

Un'altra voce economica, inserita nella formula, è il risultato netto d'esercizio; il controllo dei costi (soprattutto le spese per il personale) è sempre stato il maggior problema delle imprese calcistiche: se una di queste produce profitti (o, almeno, è in pareggio), significa che è prudente e vigila sui costi.

Per compiere una valutazione di un'azienda è necessario esaminare le sue attività e passività e ciò succede anche nel calcio. Quindi nel calcolo si include anche il patrimonio netto, cioè la differenza fra l'attivo e il passivo dello stato patrimoniale.

Nel modello multivariato Markham inserisce un indicatore chiave di performance che spiega il grado di efficienza della società nell'utilizzare lo stadio (ossia la percentuale di presenze), una delle principali voci dell'attivo in grado di generare ricavi. Un altro indicatore chiave in termini di controllo dei costi è la percentuale dei ricavi assorbita dagli stipendi dei calciatori, che rappresenta la spesa più rilevante per un'azienda sportiva. L'autore di quest'articolo indica la soglia del 50% per una gestione prudente di tale costo, ma constata che la media dei club della Premier League inglese nella stagione 2010-2011 è del 70%.

La formula per il calcolo del modello multivariato è quindi:

$$EV = (\text{Ricavi} + \text{Patrimonio netto}) \times \frac{(\text{Reddito netto} + \text{Ricavi})}{\text{Ricavi}} \times \text{Presenze medie allo stadio\%} \div \frac{\text{Costo personale tesserato}}{\text{Ricavi}}\%$$

I ricavi includono tutta la liquidità generata dal club in un esercizio. Tale voce viene sommata all'attivo netto (differenza fra tutte le attività correnti e fisse e tutte le passività a breve e lungo termine, cosicché risulta il patrimonio netto) determinando la sua capacità di generare profitti in futuro e, conseguentemente, costituisce la base del modello di valutazione.

Poi tale valore viene moltiplicato per l'utile (o la perdita) d'esercizio, sommata ai ricavi e divisa sempre per questo importo, che rappresenta la redditività della società

confrontata con il totale dei ricavi: se il rapporto è maggiore di uno, questo migliora la valutazione in linea con i profitti; se minore di uno, la ridurrà in relazione alle perdite.

A questo punto il totale viene moltiplicato per il primo indicatore chiave, la percentuale di utilizzazione media dello stadio, che illustra l'abilità del club di utilizzare il suo principale bene immobilizzato.

Infine si divide il risultato per il rapporto stipendi/ricavi, a conferma della capacità dell'impresa di controllare il suo maggior costo.

Questo metodo non è semplice da applicare come quello dei multipli: esso usa dati contabili e indicatori chiave di performance del settore per fornire una valutazione aziendale in un business che è estremamente dissimile dai settori ordinari. D'altronde consente una certa flessibilità perché può essere applicato in differenti contesti aggiustando le dovute variabili.[140]

Tabella 20: Applicazione del *multivariate model* in milioni di euro (anno 2012)

	Juventus	Lazio	Roma
Valore della produzione	213,79	95,51	136,86
Attivo netto (PN)	64,61	14,67	- 52,46
Risultato netto d'esercizio	- 48,65	4,22	- 58,25
Affluenza media allo stadio	37.044	28.515	35.799
Capacità dello stadio	41.000	73.261	73.261
Presenze medie %	90,4%	38,9%	48,9%
Costo personale tesserato	137,13	52,36	96,95
Stipendi / Ricavi %	64,1%	54,8%	70,8%
Valore del club (EV)	302,89	81,68	33,44

Fonte: elaborazione personale

[140] Markham, *What is the optimal method to value a football club?*, cit., pp. 15-18

Tabella 21: Valutazioni secondo il modello multivariato in milioni di euro

	Juventus	Lazio	Roma
2011/2012	302,89	81,68	33,44
2010/2011	48,40	105,33	58,74
2009/2010	456,11	115,46	98,75
2008/2009	487,51	185,40	193,99
2007/2008	362,60	125,89	282,81
2006/2007	382,64	41,52	183,08

Fonte: elaborazione personale

4) Altri metodi minori di valutazione

Valutazione del *broker*

I mediatori (*broker*) operano nel settore finanziario per organizzare la vendita di un qualsiasi tipo di bene fra un compratore e un venditore: essi agiscono prevalentemente nei mercati azionari e monetari. Esiste anche un mercato di nicchia (in Inghilterra) per la compravendita di società calcistiche professionistiche.

Per valutare le attività che stanno cercando di vendere, i mediatori analizzano il bilancio d'esercizio: lo stato patrimoniale fornisce il valore contabile delle attività e il patrimonio netto dell'azienda, mentre il conto economico mostra l'andamento economico-finanziario.

Tale indagine è favorita dal fatto che molti investitori preferiscono guardare ai dati storici piuttosto che alle incerte previsioni future sulla performance aziendale, ritenendole meno affidabili.

Nel caso dei club sportivi sono esaminate le due attività immobilizzate chiave: le proprietà tangibili come lo stadio o i centri di allenamento e i diritti (intangibili) alle prestazioni calcistiche dei giocatori. Questi ultimi sono più difficili da stimare, soprattutto nel caso di giocatori provenienti dal settore giovanile della squadra o ingaggiati "a parametro zero", cioè atleti il cui precedente contratto che li legava ad un'altra società è scaduto.

Per agevolare il proprio compito, i mediatori possono fare ricorso anche ai rating sul credito. Per esempio, l'agenzia internazionale Fitch pubblica rating sulle franchigie sportive, focalizzandosi principalmente sul mercato nordamericano, e il provider on line di informazioni sul credito Equifax ha valutato lo stato finanziario delle squadre delle

Premier League nel 2009, appurando che undici delle venti squadre della massima serie inglese si trovavano in difficoltà finanziarie (anche se tale dato non è stato prodotto su una base costante).

Il problema delle valutazioni dei broker è che non si basano necessariamente sugli asset che stanno tentando di vendere, ma essi cercano di aumentare l'interesse delle varie controparti e di creare una guerra al rialzo per stabilire il prezzo più alto possibile.

In definitiva il valore di una società dipende da ciò che qualcuno è disposto a pagare per essa, perciò è influenzata dal livello d'interessamento o dalle circostanze economiche: quindi questo metodo non può essere simulato e nessuna stima può essere realizzata.[141]

Valutazione di aziende in fallimento

In Inghilterra vi sono due forme tecniche attraverso cui il processo di fallimento prende corpo: l'amministrazione e la liquidazione. La prima prevede la nomina di un amministratore e ha lo scopo di dare tempo all'organizzazione di ristrutturare le proprie operazioni e di proseguire in regime di continuità perché è probabile che sia di beneficio ai creditori nel lungo termine; nel caso in cui l'amministratore non crede che ciò sia possibile, si passa alla fase seguente, la liquidazione, in cui le attività dell'azienda sono vendute per pagare tutto o una parte del debito residuo.

Dalla creazione della English Premier League nel 1992, 56 club sono entrati in amministrazione: diversamente dalle imprese ordinarie, per uscire da questo processo almeno il 75% dei creditori deve accettare i termini che gli sono offerti, altrimenti riceveranno un'ulteriore penalizzazione di 15 punti nella stagione successiva (oltre i 10 già assegnati a causa del fallimento).

Raramente invece le aziende calcistiche del Regno Unito sono entrate in liquidazione. Solo il Gretna F.C., un'ex squadra militante nella Scottish Premier League (SPL), è stata liquidata negli ultimi anni dopo la morte del suo benefattore nel 2008. Nella maggior parte dei casi la società viene riformata, senza il debito, in una nuova azienda (come il Glasgow Rangers nel 2012, una delle due squadre più vincenti in Scozia).

La mancanza di club calcistici in liquidazione può essere collegata allo stato, all'identità e alla passione che lega una certa comunità alla squadra (spesso nelle divisioni inferiori

[141] Markham, *What is the optimal method to value a football club?*, cit., pp. 10, 15

le persone si mobilitano quando questa si trova in difficoltà finanziarie) e gli amministratori che si occupano di loro fanno del loro meglio per mantenere la continuità della gestione operativa dell'azienda.

In questi casi il club è solitamente valutato all'importo minimo che il totale dei creditori è d'accordo di accettare. Può essere anche stimato combinando i debiti con la sua base patrimoniale: nella fattispecie l'amministratore assume degli esperti indipendenti che valutano ogni asset, come un perito tecnico che deve stimare il valore dei beni immobili o un agente dei calciatori (c.d. "procuratore") che valuta i giocatori.

Anche con tale metodo non è possibile simulare la valutazione di una società di calcio.

In Italia il fallimento delle società di calcio è sottoposto alla c.d. "legge fallimentare" (r.d. 16 marzo 1942 n. 267 e successive riforme) e prevede che il curatore debba vendere i beni secondo procedure competitive, in modo da conseguire il prezzo più alto (la vendita può avvenire con offerta privata o all'incanto).[142] Solitamente i club vengono rifondati con nuove denominazioni sociali, acquistando dalle società fallite il c.d. "titolo sportivo", cioè il diritto a partecipare a un determinato campionato, e molto spesso anche la vecchia ragione sociale e l'emblema: è il caso della S.S.C. Napoli S.p.a., fallita nel 2004, e rifondata con il nome Napoli Soccer, la quale acquistò prima il "titolo sportivo" e successivamente (2006) la storica denominazione[143], oppure l'A.C. Fiorentina, dichiarata fallita nel 2002, ricostituita come "Florentia Viola", e che riassunse il vecchio nome, lo stemma e i colori sociali l'anno successivo.[144]

3. Analisi dei risultati dei metodi analizzati

Dai dati analizzati ed elaborati in precedenza si sono calcolati i seguenti Enterprise Value:

---

[142] F. Galgano, *Diritto commerciale: L'imprenditore*, Bologna, Zanichelli, 2006, p. 356

[143] C. Sottoriva, "La qualificazione del c.d. ''titolo sportivo'' nel trasferimento d'azienda nell'ambito di procedure concorsuali", *Le società*, VII (2011), pp. 773-774

[144] Diritto di critica, Il calcio e i debiti col fisco, quando i "fallimenti controllati" agevolano gli imprenditori, A. Proietti, http://www.dirittodicritica.com/2012/06/20/calcio-debiti-fisco-fallimento-controllato-53245/, data di aggiornamento 20 giugno 2012

Tabella 22: Valori aziendali dei tre club con metodi differenti in milioni di euro

Stagione 2011/2012	Juventus	Lazio	Roma
Capitalizzazione di mercato	183,7	24,4	52,6
DCF	76,5	52,0	64,4
Multiplo di ricavi	320,7	143,3	205,3
Forbes	551,2	n.d.	n.d.
Modello multivariato	302,9	81,7	33,4

Fonte: elaborazione personale

Ai fini di una maggiore comprensione, i valori calcolati con i metodi del Discounted Cash Flow, dei multipli di ricavo (revenue multiples), con il modello multivariato (multivariate model) e il dato di Forbes sono stati affiancati al valore della capitalizzazione di mercato. Questo importo è definito dal prezzo di mercato delle azioni quotate alla Borsa di Milano al 30 giugno 2012 moltiplicato per il numero di azioni che compongono il capitale sociale.

Dai risultati ottenuti si possono notare delle ampie disparità fra i diversi valori. Mentre la Juventus è una realtà aziendale maggiormente sviluppata rispetto le altre due società, con obiettivi sportivi mediamente più alti dei due competitors ed entrate meno legate ai diritti televisivi, in fase di investimenti (avviata con la costruzione del nuovo stadio), la Lazio e la Roma sono club che stanno sistemando la propria situazione economico-patrimoniale: la prima tramite un rigido programma di contenimento dei costi e degli investimenti nei Diritti alle prestazioni calcistiche, cercando di lottare per le prime posizioni del campionato di Serie A e di accedere alle competizioni continentali organizzate dalla UEFA; la seconda, dopo il passaggio di proprietà del pacchetto di maggioranza da una società facente capo alla famiglia Sensi a una società controllata per il 60% da una cordata d'imprenditori italo-americani guidata da Thomas DiBenedetto e James Pallotta (il restante 40% è detenuto da Unicredit), ha compiuto dei rilevanti investimenti in DPC nel 2010 e 2011 che non hanno portato ai risultati

calcistici sperati (per ben due stagioni consecutive la squadra non si è qualificata alle coppe europee) e sta lavorando per realizzare uno stadio di proprietà.[145] [146]

Oltre le differenze fra i club, la tabella riassuntiva mostra diversi valori cui si è giunti con i differenti metodi di valutazione.

Il Discounted Cash Flow porta a risultati inferiori rispetto alle altre tecniche (ad eccezione della Roma, dove il multivariate model risente ampiamente dell'effetto negativo della perdita d'esercizio sulla formula e sul valore del patrimonio netto). Ma tale metodo sottostima l'azienda o è un valore veritiero?

Dalle ipotesi formulate si nota che i flussi di cassa nel periodo di previsione analitica sono negativi in alcuni anni: questo è dovuto ai continui investimenti per l'acquisizione dei DPC necessari a creare una squadra competitiva, i quali però non sempre sono coperti da un flusso della gestione corrente adeguato (soprattutto nel 2016, quando si assume che il rinnovo del contratto collettivo di vendita dei diritti radiotelevisivi porterà ad un importo inferiore da distribuire tra i club di Serie A).

Si deve inoltre ricordare che questa è una fase delicata del business del calcio. Le società stanno attraversando un periodo in cui non è più possibile concentrarsi solo sui risultati sportivi, tralasciando gli equilibri economico-patrimoniali o la capacità di produrre profitti: l'imminente entrata in vigore del fair play finanziario obbliga i manager delle squadre calcistiche a redigere dei piani aziendali che portano all'appianamento delle perdite (e magari alla generazione di utili) e rendano l'impresa più solida.

Per questo motivo il quinquennio esaminato potrebbe non rappresentare un momento "ordinario" del business dello sport del calcio, ma può essere un periodo di transizione.

Quest'affermazione è confermata dal fatto che sul valore stimato dei club pesa maggiormente la quota attribuibile al lungo termine, il Terminal Value.

---

[145] A.S. Roma S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2012*, Roma, 2012, http://www.asroma.it/pdf/corporate/comunicati_finanziari/2012_31_10_as_relazione_finanziaria_annuale_al_30_giugno_2012.pdf

[146] F. Ferrazza, "Pallotta: "Il nuovo stadio? Ci stiamo ancora lavorando"", *La repubblica*, 20 settembre 2013

Sul valore della Juventus calcolato con il DCF, gravano i flussi negativi legati agli investimenti per il rinnovamento della rosa dei giocatori e per la realizzazione del progetto "Area Continassa", il quale, nei prossimi anni, assorbirà gran parte delle risorse generate e dei finanziamenti che si attiveranno.

La Lazio invece non ha in programma degli investimenti rilevanti e, al contrario dell'altra squadra romana, non necessita di grandi sforzi per sistemare il suo business perché questo processo di risanamento era già iniziato dopo che la nuova proprietà, guidata dall'attuale presidente Claudio Lotito, salvò la società dalla bancarotta nel 2004 (guidata fino a quel momento dal gruppo bancario Capitalia, dopo il fallimento nel 2002 della controllante Cirio, di proprietà di Sergio Cragnotti[147]): pertanto il valore negativo attualizzato dei FCFO incide in misura minore rispetto gli altri due casi. Tuttavia la mancanza di importanti investimenti offre un basso valore a lungo termine.

La Roma invece ha iniziato ad affrontare questi cambiamenti del business in ritardo rispetto le altre due squadre, in parte dovuto al fatto che la società è stata venduta solo nel 2011 da Italpetroli (della famiglia Sensi) e da Unicredit (la principale creditrice dell'azienda raffinatrice) ad una cordata di imprenditori italo-americani, capeggiata da Di Benedetto e Pallotta.[148] Essi hanno intrapreso investimenti per il rinnovo del parco giocatori, che hanno assorbito ingenti risorse nei primi due anni della loro gestione: la valutazione del club ne risente, ma a differenza dei loro rivali storici, hanno prospettive economico-finanziarie migliori grazie ai maggiori ricavi legati alla base di tifosi più ampia e ai progetti legati agli Stati Uniti (come tour estivi, di cui uno già svolto nell'agosto 2013, e il nuovo accordo decennale di sponsorizzazione tecnica con Nike[149]).

In conclusione, si può affermare che il DCF è riconosciuto come lo strumento più affidabile per valutare un'impresa ordinaria. Invece, per quanto riguarda il mondo sportivo professionistico, le carenze circa la regolare profittabilità e le accurate previsioni sui ricavi futuri non agevolano l'applicazione di tale metodo. Molti club italiani (ma anche europei) non producono profitti e non è possibile stimare il loro

[147] F. Haver, "Maxi risarcimento e condanne per il fallimento della Cirio", *Corriere della sera*, 05 luglio 2011, p. 20
[148] M. Pinci, "La Roma è "americana": DiBenedetto presidente", *La repubblica*, 15 aprile 2011
[149] L. Serafini, "Roma, Nike nuovo sponsor tecnico: accordo per dieci anni", *La repubblica*, 13 marzo 2013

rendimento finanziario futuro a causa della volatilità delle loro performance sui campi di gioco. È pertanto evidente che il DCF non è sempre affidabile né universalmente applicabile per la valutazione delle aziende calcistiche.[150]

Il Multivariate model elaborato da Markham, invece, suggerisce valori che sono molto influenzati dai due parametri chiave: mentre il rapporto costo del personale tesserato/ricavi sostanzialmente è simile nelle imprese esaminate (tra il 55 e il 70%, tenendo conto che l'indice minore è della Lazio, la quale ha anche meno ricavi), la percentuale di riempimento medio dello stadio può essere fuorviante. Infatti, la Juventus, con lo stadio di capienza 41.000, ha un rapporto pari a 90,35% (nella stagione 2011-2012 ha avuto una media spettatori pari a 37.044), mentre la Lazio e la Roma hanno indici molto più bassi, rispettivamente 38,92% e 48,87%, sebbene le loro presenze medie allo stadio non siano molto diverse dalla squadra di Torino (in particolar modo la Roma con 35.799 spettatori), a causa della capacità dello stadio Olimpico in cui giocano entrambe.

Tali valori possono alterare notevolmente la valutazione delle società sportive: la Juventus gode del rapporto elevato che riesce ad ottenere dal riempimento di uno stadio piccolo, mentre le due squadre della capitale fanno fatica a saturare uno degli impianti più grandi d'Italia. Inoltre tale indicatore risente molto dell'andamento delle prestazioni della squadra: solo se i risultati sportivi sono soddisfacenti rispetto gli obiettivi fissati a inizio stagione, i tifosi affluiranno allo stadio. Discorso differente invece vale per la Juventus, in quanto il nuovo stadio di proprietà è un'attrazione che attira molti tifosi, a prescindere dalla partita che viene disputata o dalle prestazioni calcistiche: però sono in molti a chiedersi per quanto potrà andare avanti tale trend (probabilmente finché continueranno i successi sportivi). Nelle stagioni passate, la scarsa affluenza allo stadio per le partite della squadra bianconera[151] ha decisamente influito sulle sue valutazioni, complici la retrocessione in serie B e le seguenti prestazioni calcistiche negative, e la distribuzione geografica dei tifosi sul suolo italiano (essi sono collocati quasi equivalentemente fra le quattro macro aree, Nord Ovest, Nord Est, Centro e Sud-Isole,

[150] Markham, *What is the optimal method to value a football club?*, cit., p. 21
[151] La Juventus F.C. [NdA]

con percentuali che variano fra il 25 e il 32% circa[152]), la quale ha (da sempre) procurato alla Juventus difficoltà nel riempire gli stadi.

Tabella 23: Affluenza media allo stadio della Juventus

Stagione	Media presenze	Stadio	% affluenza
2002/03	40.121	Delle Alpi	58,1%
2003/04	34.365	Delle Alpi	49,8%
2004/05	26.429	Delle Alpi	38,3%
2005/06	30.469	Delle Alpi	44,1%
2006/07	18.085	Olimpico	64,6%
2007/08	20.914	Olimpico	74,7%
2008/09	20.872	Olimpico	74,6%
2009/10	21.415	Olimpico	76,5%
2010/11	19.660	Olimpico	70,2%
2011/12	37.044	Juventus Stadium	90,4%
2012/13	37.172	Juventus Stadium	90,7%

Fonte: elaborazione dati da www.stadiapostcards.com

Secondo il modello multivariato, la Roma vale meno delle altre due società; tuttavia tale valore dipende, oltre i due fattori già citati, anche dal risultato d'esercizio negativo (pure da quelli delle ultime stagioni, -30,5 milioni nel 2011 e -21,8 milioni nel 2010) che intacca il patrimonio netto dell'azienda.

Lo studio condotto da Markham rivela che la media delle valutazioni dei club della massima serie inglese interessati da un takeover, calcolate con il Multivariate model, è più alta del 2,8% dei prezzi delle transazioni (in alcuni casi il valore è del tutto identico al costo, come il Manchester United F.C. o il Sunderland A.F.C.). Ciò porta l'autore a ritenere questo metodo il migliore per valutare un'azienda calcistica.[153]

Il problema sta nel fatto che il settore sportivo inglese e quello italiano sono molto diversi: mentre quasi tutti i club della Premier posseggono uno stadio di proprietà (di cui molti moderni e redditizi), in Italia la situazione degli impianti è alquanto disastrosa. Essi sono obsoleti, poco sicuri e molti progettati e realizzati in malo modo. Il 33% degli stadi di serie A e B è stato costruito tra il 1920 e il 1937, un 27% tra il 1950 e il 1970 e

[152] Demos & Pi, *XXXIX osservatorio sul capitale sociale degli Italiani: Il tifo calcistico degli Italiani*, Vicenza, 2013
[153] Markham, *What is the optimal method to value a football club?*, cit., pp. 24-25

un altro 33% tra il 1972 e il 1990, anno dell'ultimo Mondiale FIFA in Italia. Questi dati spiegano il tasso di riempimento medio degli stadi fra i più bassi d'Europa. La costruzione di nuovi impianti è scoraggiata da difficoltà burocratiche, amministrative e finanziarie, che costringono le società e i Comuni a intervenire continuamente per adeguare le strutture ai regolamenti nazionali e internazionali per poter svolgere le varie competizioni: questi provvedimenti sono di natura estemporanea e mai frutto di un piano strategico volto a garantire la fruibilità e la sicurezza, l'accessibilità e la generazione di ricavi aggiuntivi per le società calcistiche.[154]

Inoltre i club inglesi sfruttano meglio il proprio marchio per cui i loro ricavi da merchandising e, di conseguenza, i ricavi da sponsorizzazioni, legati all'immagine e alla visibilità dell'azienda, sono molto più sviluppati rispetto ai loro competitor italiani.

Per questi motivi non si può affermare la stessa conclusione cui è giunto Markham: il mercato sportivo inglese è troppo diverso rispetto quello italiano, pertanto le valutazioni potrebbero non essere corrette (anche l'autore precisa che la stima del valore del Manchester City è condizionata dal fatto di non avere uno stadio di proprietà e di aver pagato eccessivamente dei DPC e degli ingaggi a certi giocatori nelle recenti stagioni[155]).

[154] A. De Martini, "Gli stadi polifunzionali in Italia: dal confronto con l'Europa spunti di riflessione", *Rivista di diritto ed economia dello sport*, vol. VIII fasc. 2 (2012), pp. 117-118
[155] Markham, *What is the optimal method to value a football club?*, cit., p. 25

Tabella 24: Confronto fra prezzo di un club e valore del modello multivariato e di Forbes in milioni di sterline (2003-2011)

Data	Club	Costo	Forbes	Multivariate
22 dicembre 2003	Bolton Wanderers	53,6	n.d.	51,1
28 giugno 2005	Manchester United	800	690,2	800,5
19 luglio 2006	Portsmouth	64	n.d.	43
14 agosto 2006	Aston Villa	75,2	75,7	81,6
21 novembre 2006	West Ham United	108	n.d.	111,7
6 febbraio 2007	Liverpool	219	245,6	259,7
6 luglio 2007	Manchester City	81,6	123,8	74,6
18 luglio 2007	Newcastle United	131	140,7	133,4
28 gennaio 2008	Derby County	20	95,1	20,9
23 settembre 2008	Manchester City	233,3	n.d.	241,3
28 maggio 2009	Sunderland	20	n.d.	20,1
20 agosto 2009	Birmingham City	96,5	n.d.	82,6
19 novembre 2010	Blackburn Rovers	43,7	n.d.	69,6
15 ottobre 2010	Liverpool	300	507,4	332,6
18 agosto 2011	Queens Park Rangers	68,2	n.d.	62

Fonte: Markham, *What is the optimal method to value a football club?*, cit.

Il metodo dei multipli esaminato da Markham propone di valutare i club in proporzione ai loro ricavi: il risultato è quindi in linea con la dimensione del business dell'impresa sportiva, ma i valori sono più alti rispetto le altre due tecniche analizzate. Ciò nonostante, mentre il valore della Juventus è in linea con quello del modello multivariato, i risultati calcolati per la Lazio e per la Roma si discostano in maniera considerevole (con una differenza di oltre 60 milioni per la prima e di circa 170 milioni per la seconda).

È probabile che queste discrepanze siano dovute, per lo più, alle peculiarità descritte prima per il multivariate model: infatti, sul valore della società giallo-rossa[156] calcolato con quest'ultima tecnica, pesano la perdita dell'esercizio e il suo impatto sul patrimonio netto e i due indicatori chiave; lo stesso vale per l'altro club della capitale, il cui valore è anch'esso condizionato in maggior misura da questi due indicatori.

Il metodo dei multipli di ricavo porta a una valutazione oggettiva collegata al giro d'affari mosso dall'impresa nell'esercizio, che non risente di alcun riferimento storico né di alcuna previsione futura (è una "fotografia" dell'azienda in un dato momento): il

[156] L'A.S. Roma [NdA]

problema si trova nel fatto che non si conoscono i costi della gestione dell'azienda. Questa potrebbe erodere tutti i ricavi generati con un'ingenua amministrazione, per esempio, del parco giocatori (costi di acquisizione dei DPC e ingaggi dei giocatori). Per questo motivo nella pratica si è soliti utilizzare un multiplo basato sul Margine operativo lordo (EV/EBITDA) o sul Risultato operativo (EV/EBIT), il quale, per le ragioni espresse nel capitolo 1 riguardanti la gestione non manageriale delle società di calcio nel passato, può portare a valutazioni contenute o, addirittura, negative del club.

In definitiva, sebbene sia raccomandata da molti accademici e professionisti del settore e possa essere applicata a tutti i club, è una tecnica troppo semplicistica: la ricerca effettuata da Markham ha messo in luce che tale metodologia funziona abbastanza bene (più che altro fornisce una rapida stima) per le società con redditi inferiori, ma tende a sottostimare quelle più importanti con maggiori ricavi (è il caso del Manchester United, che nel 2005 è stato ceduto al magnate statunitense Malcolm Glazer per 800 milioni di sterline, quando il metodo dei multipli di ricavo stimava il suo valore per 253,6 milioni di sterline). Questi errori possono essere spiegati dal fatto che essa non tiene conto delle attività controllate dall'impresa, della sua posizione debitoria, del suo sistema di controllo dei costi e della sua redditività.[157]

Simile a quest'ultimo metodo è la valutazione che compie la rivista statunitense Forbes. La tecnica utilizzata parte dal metodo dei multipli e considera la situazione dello stadio e gli eventuali prezzi di transazioni passate: risulta così un valore dell'azienda sportiva più elevato di quello calcolato semplicemente con i multipli.

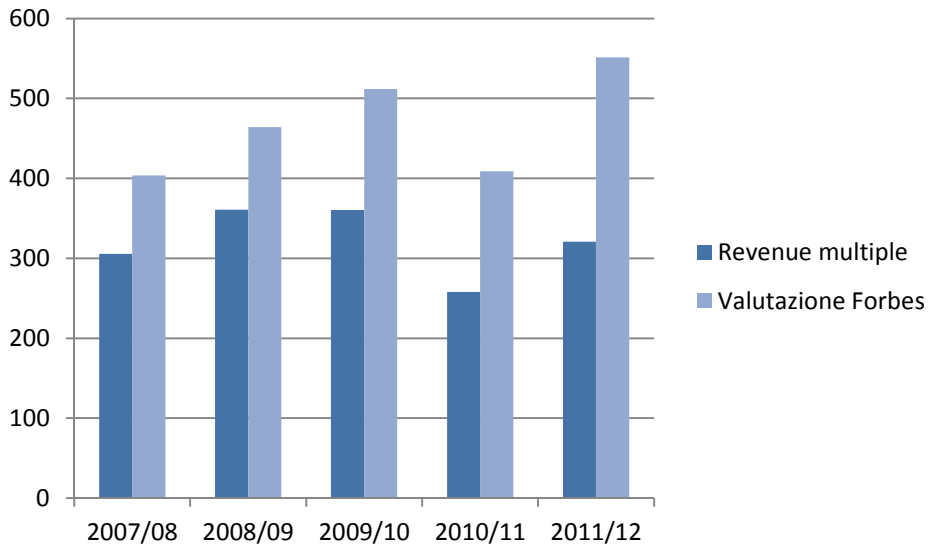
L'autore inglese constata che questo metodo applicato alle società inglesi è meno attendibile se confrontato con le valutazioni delle franchigie sportive nordamericane. Infatti, analizzando i prezzi delle transazioni fra il 2004 e il 2011, si evince che i valori di Forbes sono in media più alti del 27%, mentre per i club di Premier League tale differenza è molto volatile: il Manchester City ha avuto due cambi di proprietà fra il 2007 e il 2008, e il valore calcolato da Forbes nel primo caso era più alto del 51,8% rispetto il costo pattuito fra le parti, mentre nel secondo era il 59,2% più basso; lo stesso

[157] Markham, *What is the optimal method to value a football club?*, cit., p. 22

è accaduto al Liverpool F.C., il cui valore calcolato dalla rivista era più grande del 69,1% del prezzo della transazione.[158]

Inoltre si deve precisare che tale metodo è difficilmente applicabile alle aziende: poche sono quelle analizzate da Forbes e in Italia i maggiori club non subiscono un cambio di proprietà da circa trent'anni (il Milan nel 1986 [NdA]), mentre società cedute nell'ultimo decennio come la Lazio, la Roma o la S.S.C. Napoli non rientrano nel raggio d'azione della rivista (o almeno non in maniera continuativa).

Figura 7: Variazione fra metodo dei multipli e valore Forbes della Juventus in milioni di euro



Fonte: elaborazione personale

4. La differenza di valore fra l'approccio finanziario e gli altri metodi analizzati

Perché la valutazione con il Discounted Cash Flow conduce a valori delle aziende sportive più bassi degli altri metodi esaminati?

Cosa potrebbe spingere un eventuale investitore ad acquistare una società di calcio?

[158] *Ivi*, pp. 22-23

L'enorme differenza rilevata fra l'attualizzazione dei flussi di cassa e le altre tecniche potrebbe essere spiegata dalla mancata considerazione di alcuni elementi da parte del DCF. Con ciò mi riferisco in particolar modo al valore del brand.

Per esempio, per quale motivo il magnate indonesiano Erick Thohir dovrebbe acquistare la maggioranza delle azioni del F.C. Internazionale Milano[159], valutandola complessivamente circa 450 milioni di euro[160] (la quota di controllo salirebbe in alcuni anni al 70%, pari a oltre 300 milioni[161]), considerando che è una realtà aziendale in pessime condizioni economico-finanziarie? I dati di bilancio sono in netto peggioramento: dalla perdita di 77 milioni dell'esercizio 2011/2012, agli 88 milioni nel 2013 (nonostante i progressi fatti sul fronte dell'abbattimento del costo del personale), la quale peggiora ulteriormente il processo di miglioramento per rientrare nei parametri del "Financial Fair Play". Il patrimonio netto negativo al 30 giugno 2012 era 21 milioni (formato da un capitale sociale di 40,8 milioni e riserve per 15, a cui andavano sottratte la perdita di 77 milioni) e aveva richiesto un aumento di capitale pari a 35 milioni e, probabilmente, per le perdite cumulate nell'esercizio 2012/2013 gli azionisti dovranno provvedere ad un'ulteriore ricapitalizzazione.[162] Senza contare che da molti anni la società produce flussi di cassa negativi: queste informazioni potrebbero condurre ad una valutazione del club con il DCF molto bassa o addirittura negativa.

Perciò si può dedurre che il potenziale acquirente della società tiene presente il valore del brand Inter.

Ormai i brand sono degli elementi fondamentali nel mondo e appaiono dovunque; le aziende non li ignorano più e sanno che possono influenzare la percezione e il comportamento delle persone, trasmettendogli determinati valori e qualità dell'azienda

[159] L'Inter [NdA]
[160] Reuters Italia, PUNTO 1-Inter, accordo di massima con Thohir, manca definizione legale, http://it.reuters.com/article/itEuroRpt/idITL5N0HF3PJ20130919, data di aggiornamento 19 settembre 2013
[161] Il sole 24 ore, Inter, accordo vicino fra Moratti ed Erik Thohir. Il 65-70% subito, uscita entro due-tre anni, http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-09-19/inter-raggiunto-accordo-morattithohir-173907.shtml?uuid=AbyateYI, data di aggiornamento 19 settembre 2013
[162] Il sole 24 ore: Calcio & business, Inter: Thohir e la cordata indonesiana pronti a prendere in mano la società, ma la perdita di 88 milioni del 2013 mette a rischio il club in Europa, M. Bellinazzo, http://marcobellinazzo.blog.ilsole24ore.com/calcio-business/2013/10/inter-thohir-e-la-cordata-indonesiana-pronti-a-prendere-in-mano-la-societ%C3%A0-ma-la-perdita-di-88-milioni-del-2013-mette-a-ri.html, data di aggiornamento 01 ottobre 2013

con la sola associazione al prodotto o servizio. I brand valorizzano l'immagine, aiutano il consumatore a esprimere la sua identità, contribuiscono alla sua autostima e comunicano il tutto alle altre persone manifestando l'appartenenza a un gruppo sociale.[163]

È quest'ultimo aspetto ciò che caratterizza maggiormente le società di calcio: più un brand sportivo (rappresentato dal nome del club, dall'emblema sociale, dai colori o dal soprannome della squadra) è forte, maggiori sono le probabilità di attrarre nuovi tifosi. Questi sono, per l'azienda calcistica, i clienti, ma rispetto ad altri business rappresentano una categoria a sé stante. Infatti sono i clienti più fidelizzati al mondo (quando un ragazzo inizierà a tifare per una squadra, raramente la cambierà nel corso della sua vita) e la loro gamma è assolutamente peculiare nella sua ampiezza e articolazione.[164]

La società inglese Brand Finance Plc. pubblica annualmente uno studio in cui calcola il valore e assegna un rating al brand delle prime 50 squadre di calcio al mondo.[165] La valutazione considera il marchio e l'insieme delle proprietà intellettuali riconducibili a esso nel caso ipotetico di cessione dello stesso (pertanto tiene presente un insieme di fattori combinati, come la diffusione mediatica, i successi sportivi, le sponsorizzazioni, il seguito di pubblico e, in generale, l'appeal che genera sul mercato).

---

[163] J. Perrey e M. Mazzù, *Power brands: Creare, portare al successo e gestire i propri brand*, Monaco di Baviera, Rizzoli Etas, 2011, pp. 2, 11

[164] Mancin, materiali dal corso "Economia delle aziende sportive", cit.

[165] Brand Finance plc, *Brandfinance Football 50: The annual report on thee world's most valuable football brands*, London, Brand-Finance, 2013

Tabella 25: Classifica valori brand 2012 e 2013 in milioni di euro

Pos	Club	2013	2012	Pos	Club	2013	2012
1	FC Bayern Munich	668	617	15	FC Internazionale Milano	117	169
2	Manchester United FC	650	670	16	Hamburger SV	112	121
3	Real Madrid CF	482	471	17	Galatasaray AŞ	90	
4	FC Barcelona	444	456	18	Olympique de Marseille	86	132
5	Chelsea FC	325	312	19	SC Corinthians Paulista	80	60
6	Arsenal FC	319	305	20	SSC Napoli	78	66
7	Liverpool FC	280	288	21	Olympique Lyonnais	78	94
8	Manchester City FC	257	237	22	Fenerbahçe SK	74	
9	AC Milan	204	229	23	Bayer 04 Leverkusen	70	50
10	Borussia Dortmund	202	178	24	Paris Saint-Germain FC	66	50
11	FC Schalke 04	201	209	25	VfB Stuttgart	64	55
12	Tottenham Hotspur FC	170	177	28	AS Roma	64	66
13	Juventus FC	140	126	50	SS Lazio	40	36
14	AFC Ajax	126	145				

Fonte: Brandfinance Football 50, cit.

Si può osservare che il valore del brand può rispecchiare la valutazione fatta con gli altri metodi oppure può esserne semplicemente una componente di valore. Infatti, secondo le stime effettuate da Markham, il Manchester United valeva nel 2012 1.322,7 milioni di euro, mentre il suo brand, calcolato da Brand Finance, valeva 670 milioni. Applicando le stesse metodologie, la Juventus valeva, nello stesso anno, 302,89 milioni e il suo brand 126, la Lazio era valorizzata a 81,7 milioni, con un brand di 36 milioni, mentre la Roma, secondo la società di consulenza, aveva un marchio di 66 milioni, ma il modello multivariato calcolava un valore di 33,4 milioni.

Per questa ragione si può affermare che, per i club italiani, il Multivariate model proposto dal ricercatore inglese non è, in assoluto, il metodo migliore per valutare un'azienda.

5. Qual è il miglior metodo per valutare un'azienda sportiva?

La risposta a questa domanda, a parer mio, non esiste (riferendosi solo al caso italiano). Più precisamente, dipende dalla situazione e dagli obiettivi.

Se ci si dovesse basare sul Discounted Cash Flow, il club è valutato con un importo basso, perché queste società faticano a produrre rilevanti flussi di cassa.

Inoltre questo metodo non tiene conto del valore del brand. In passato ci sono stati dei club che hanno tentato di valorizzare il marchio nello stato patrimoniale. Per riuscirci hanno intrapreso delle operazioni di natura "quasi finanziaria" o meramente "contabile", come l'uso del marchio quale pegno a fronte di un prestito bancario e, soprattutto, il già citato contratto di *sale and lease back* con società finanziarie, talvolta appartenenti allo stesso gruppo dell'azienda sportiva. Quest'ultima manovra, che si svolge cedendo il marchio a terzi e lo si riacquista in leasing (giacché costituisce il titolo sportivo indispensabile per svolgere l'attività agonistica), rappresenta spesso un artificio contabile volto a rilevare importanti plusvalenze per migliorare la situazione economico-patrimoniale. Altri metodi di contabilizzazione del marchio prevedono il conferimento di un ramo d'azienda (che comprende lo stesso) a società create appositamente con modesti capitali, le quali risultano controllate dall'impresa calcistica (la quale può iscrivere in bilancio una rilevante partecipazione e una plusvalenza di pari importo).

Tabella 26: Operazioni di valorizzazione del marchio in milioni di euro

Data	Club	Società cessionaria	Valore
27-giu-2005	AC Chievo Verona	n.d.	10
30-giu-2005	Brescia Calcio	Brescia Service srl	20
30-giu-2005	Reggina Calcio	Reggina Service srl	10
30-lug-2005	UC Sampdoria	Selmabipienne	25
30-set-2005	AC Milan	Milan Entertainment srl	183,7
28-dic-2005	Ascoli Calcio	Azzura Free-Time spa	5
29-dic-2005	FC Inter	Inter Brand srl	158
29-set-2006	SS Lazio	Lazio Marketing & Communications	95,4
21-nov-2006	AS Roma	Soccer saa	125

Fonte: Valeri, *Standard IAS/IFRS e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, cit.

I criteri (non sempre affidabili) utilizzabili in bilancio per iscrivere il marchio si riferiscono alla stima dei beni immateriali in genere e sono:

- l'approccio del costo (criteri del costo storico residuale e del costo di riproduzione);
- l'approccio del risultato economico differenziale (attualizzando i redditi futuri differenziali o stimando la perdita);

- l'approccio del mercato (numerosi criteri, quali delle transazioni comparabili, dei multipli impliciti nei *deals*, ecc…).[166]

Il metodo dei multipli di ricavo e le valutazioni di Forbes, invece, non sono applicabili per i motivi già esposti. Il primo è troppo semplicistico e non prende in considerazione numerosi fattori aziendali, mentre il secondo è applicabile solo in rari casi (discorso diverso sarebbe se si analizzassero le franchigie americane, quali la NBA o la NFL).

Pertanto non sono metodi adatti a valutare un'impresa sportiva italiana.

Il modello multivariato viceversa è universalmente applicabile a tutte le società sportive ed è oggettivo (al contrario del DCF), ma ha alcuni difetti che possono alterare il valore dei club calcistici italiani, i quali operano in un mercato con caratteristiche leggermente differenti rispetto quello inglese (il quale può essere considerato il *benchmark* di tutti i campionati europei), verso il quale la Serie A sta cercando di avvicinarsi (per esempio altre squadre si sono mosse per costruire un proprio impianto o per privatizzare quelli esistenti, oppure molte cercano di incrementare i ricavi da sponsorizzazioni con il rafforzamento del brand).

In definitiva, riprendendo il quesito posto all'inizio del paragrafo, si può concludere che il metodo ideale di valutazione di un'impresa dipende dal fine che spinge un investitore ad acquistarla. In Italia, essere proprietario di una società di calcio è legato soprattutto a valori affettivi e sentimentali, legati alle emozioni che suscita la squadra sulla persona. Altre volte può essere considerato un investimento per migliorare l'immagine di un gruppo societario (potrebbe essere il caso di Thohir con l'Inter) o di una persona, e quindi rappresenterebbe un mero costo di pubblicità. Potrebbe anche essere un vero e proprio progetto per produrre in futuro flussi di cassa positivi che aumenterebbero la ricchezza dell'azienda acquirente, il quale esige, inizialmente, una decisa ristrutturazione del business per diventare un'impresa redditizia.

[166] Valeri, *Standard IAS/IFRS e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, cit., pp. 158-160

In questo senso è quindi preferibile utilizzare il Multivariate model, il quale sembra tenere conto anche del valore del brand intrinseco al club sportivo, prendendo atto della valutazione con il metodo del DCF, che, nella pratica, è lo strumento più utilizzato per valutare un'impresa.

CONCLUSIONI

Il settore dello sport conta un elevato numero di attività diverse che sono regolamentate e riconosciute del Comitato Olimpico Internazionale (CIO), anche se non tutte sono praticate ai Giochi Olimpici (come il rugby).

Di questi sport, solo pochi sono ritenuti professionistici, quindi con una normativa specifica applicata agli atleti e agli enti che ne fanno parte. Solitamente questi sport sono i più diffusi e creano un ampio giro di affari legato all'attività sportiva in sé, alla sua diffusione presso il pubblico e alle attività di supporto (sponsorizzazioni, merchandising, ecc.). Inoltre la dimensione del business dipende anche dall'area geografica di riferimento: mentre nell'America settentrionale gli sport più diffusi e proficui sono il basketball, il football, il baseball e l'hockey (su ghiaccio), in Europa e nell'America meridionale (ma, in genere, nel resto del mondo) il calcio attrae più atleti, più tifosi e appassionati che qualsiasi altro sport.

Le società di calcio in Europa sono migliaia e i principali club che disputano i massimi campionati (le c.d. "Big-5 League"[167], la Premier League inglese, la Bundesliga tedesca, la Liga spagnola, la Serie A italiana e la Ligue 1 francese) hanno dei ricavi annui che le paragonano alle medie-grandi imprese (oltre al Real Madrid, anche il Barcelona raggiungerà i 500 milioni di euro di fatturato nel 2014[168]).

Nonostante la dimensione e l'importanza che ha ormai assunto lo sport nella vita (economica) odierna, non esiste una letteratura specifica che si occupa delle

[167] CIES Football Observatory, http://www.football-observatory.com/?lang=en
[168] FCBarcelona, The Assembly approves the budget for the 2013/14 season, http://www.fcbarcelona.com/club/detail/article/the-assembly-approves-the-budget-for-the-2013-14-season, data di aggiornamento 5 ottobre 2013

problematiche d'investimento in questo tipo di imprese, in particolare la valutazione delle aziende sportive.

Questa tesi mostra i metodi di valutazione delle aziende applicabili alla fattispecie del calcio. In particolar modo, ci si è concentrati sull'impiego del Discounted Cash Flow, lo strumento più diffuso nel campo della stima del valore dell'azienda, poi sono state rivelate le difficoltà nell'applicazione delle diverse tecniche e ne è stato spiegato il motivo (ossia gli elementi che creano queste complessità).

Come campione di riferimento sono state analizzate le tre società di calcio quotate in Borsa (la Juventus, la Lazio e la Roma) e, per ogni metodo, ne è stato calcolato il valore, mostrando le differenze procedurali con il caso inglese.

Il primo risultato constatato è che non tutti i metodi sono applicabili a queste imprese.

La tecnica più utilizzata nella prassi, il Discounted Cash Flow, ha il vantaggio di mostrare il valore futuro dell'azienda, ma, per essere impiegato, richiede dei profitti regolari e delle accurate previsioni future dei ricavi per poter giungere ad una valutazione affidabile. In tal senso si è verificato che tali condizioni sono difficilmente realizzabili a causa del legame fra i risultati aziendali (economico-finanziari) e la volatile performance sportiva. Inoltre il DCF è un metodo molto soggettivo, che dipende dalle ipotesi che l'analista pone, e restituisce valori bassi perché non considera il brand della squadra, che nelle aziende calcistiche professionistiche può valere molto.

I multipli di ricavo, al contrario di quello che consigliano gli esperti, forniscono dei risultati errati perché è una tecnica troppo semplice. Infatti non riesce a prendere in considerazione le attività e il debito del club, la sua capacità di controllare i costi e la redditività, assegnando valutazioni sbagliate alle aziende calcistiche.

I valori pubblicati dalla rivista Forbes sono diventati dal 2004 i parametri di riferimento nella valutazione di un'azienda sportiva. Ma l'impossibilità di conoscere la formula del calcolo e la sua continua evoluzione non consentono l'applicazione di tale metodologia a tutte i club: difatti la rivista statunitense divulga le valutazioni di solo i migliori 25

club in Europa e pertanto le due società di calcio della capitale molte volte non sono analizzate.

Inoltre, lo studio condotto da Markham mette in luce il fatto che le valutazioni di Forbes non sono coerenti con i prezzi delle transazioni dei club ceduti nel periodo di riferimento (2003-2011).

L'ultimo metodo esaminato, il Multivariate model, ha il vantaggio di poter essere applicato a qualunque società sportiva e di tenere conto di alcuni elementi chiave che caratterizzano il business sportivo (quali il controllo della spesa degli ingaggi e la capacità della squadra di riempire lo stadio). Però, allo stesso tempo, questi fattori possono influenzare negativamente il calcolo del valore del club, a causa dei problemi descritti, e perciò il modello multivariato è di più difficile applicazione per le società italiane.

Come già affermato, ogni metodo ha dei vantaggi e degli svantaggi che aumentano la complessità nell'applicazione di ciascuno. Probabilmente la tecnica più affidabile è il modello multivariato perché sembra tenere conto del brand dell'azienda, ma potrebbe essere confrontato con il Discounted Cash Flow per capire le differenze e i limiti che ogni metodologia implica in sé.

BIBLIOGRAFIA

- A.S. Roma S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2012*, Roma, 2012, http://www.asroma.it/pdf/corporate/comunicati_finanziari/2012_31_10_as_relazione_finanziaria_annuale_al_30_giugno_2012.pdf

- Ball Phil, *Morbo: The story of Spanish football*, Londra, WSC Books, 2003

- Baroncelli Alessandro, Lago Umberto e Szymanski Stefan, *Il business del calcio: Successi sportivi e rovesci finanziari*, Milano, EGEA, 2004

- Benoldi Alberto e Sottoriva Claudio, "La disciplina della redazione del bilancio di esercizio delle società di calcio. Confronto con l'esperienza internazionale ed impatto del c.d. «Financial Fair Play»", *Rivista di diritto ed economia dello sport*, vol. VII fasc. 1 (2011), pp. 172-173

- Bianchi Fulvio, "Diritti tv, senza Al Jaazera 2-300 milioni in meno in cassa?", *La repubblica*, 10 maggio 2013

- Brand Finance plc, *Brandfinance Football 50: The annual report on the world's most valuable football brands*, London, Brand-Finance, 2013

- Brealey Richard A., Myers Stewart C., Allen Franklin e Sandri Sandro, *Principi di finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill, 2011

- Deloitte & Touche, *Football money league: Captains of industry*, Manchester, 2013

- De Martini Alfredo, "Gli stadi polifunzionali in Italia: dal confronto con l'Europa spunti di riflessione", *Rivista di diritto ed economia dello sport*, vol. VIII fasc. 2 (2012), pp. 117-118

- Demos & Pi, *XXXIX osservatorio sul capitale sociale degli Italiani: Il tifo calcistico degli Italiani*, Vicenza, 2013

- Dobson Stephen e Goddard John, *The economics of football*, Cambridge, Cambridge University Press, 2001

- Ferrazza Francesca, “Pallotta: "Il nuovo stadio? Ci stiamo ancora lavorando"”, *La repubblica*, 20 settembre 2013

- Foot John, *Calcio: 1898-2007: Storia dello sport che ha fatto l’Italia*, Milano, Rizzoli, 2007

- Galbiati Walter e Livini Ettore, “Il "doping" nei conti dei big del pallone perdite complessive oltre i 68 milioni”, *La repubblica*, 09 novembre 2006

- Havemann Nils, *Soccer beneath the swastika: the German Football Association between sport, politics and commerce*, Bonn, Bundeszentrale für politische Bildung, 2006

- Galgano Francesco, *Diritto commerciale: L’imprenditore*, Bologna, Zanichelli, 2006

- Haver Flavio, “Maxi risarcimento e condanne per il fallimento della Cirio”, *Corriere della sera*, 05 luglio 2011, p. 20

- Juventus Football Club S.p.A, *Accordo con il Galatasaray per la cessione definitiva del calciatore Felipe Melo*, Torino, 20 luglio 2013, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/27a5d156-eb82-463c-8e80-89e67ccfb964/comunicato+20072013+melo+ita.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=27a5d156-eb82-463c-8e80-89e67ccfb964

- Juventus Football Club S.p.A., *Il CDA approva il progetto di bilancio per l’esercizio chiuso al 30 giugno 2013 e convoca l’assemblea ordinaria degli azionisti*, Torino, 2013, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/3a0de665-f87c-4b1a-9fac-03a44f1c9de8/comunicato+24092013+approvazione+bilancio+ita+last.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=3a0de665-f87c-4b1a-9fac-03a44f1c9de8

- Juventus Football Club S.p.A., *Progetto Area Continassa: firma del Contratto Definitivo*, Torino, 14 giugno 2013, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/ac14c52f-1a3f-4aed-baf8-a6671731d962/comunicato+14062013+firma+Continassa+ita.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ac14c52f-1a3f-4aed-baf8-a6671731d962

- Juventus Football Club S.p.A., *Relazioni e bilancio al 30 giugno 2008*, Torino, 2008, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/3f3d6782-3c74-482f-ae43-44b569df61ff/Bilancio_al_30_giugno_2008.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=3f3d6782-3c74-482f-ae43-44b569df61ff

- Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2009*, Torino, 2009, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/fca84494-d404-4cc3-9a98-38d19e159ba4/Bilancio_finale_30_giugno_2009.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=fca84494-d404-4cc3-9a98-38d19e159ba4

- Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2010*, Torino, 2010, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/7a74c6f2-f97c-4709-aa08-fc019d332a47/BILANCIO_JUVE_ITALIANO_DEFINITIVA.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=7a74c6f2-f97c-4709-aa08-fc019d332a47

- Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2011*, Torino, 2011, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/94906bc6-df85-454e-9aaf-c1d5402de699/Relazione+finanziaria+annuale+al+30+giugno+2011.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=94906bc6-df85-454e-9aaf-c1d5402de699

- Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2012*, Torino, 2012, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/f15b4c32-fe1c-4d40-b660-019ddb6af569/Bilancio++30062012+def.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=f15b4c32-fe1c-4d40-b660-019ddb6af569

- Juventus Football Club S.p.A., *Relazione finanziaria semestrale al 31 dicembre 2012*, Torino, 2012, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/9a6399f5-8fa9-451f-9d57-e91f5ed1c398/Relazione+semestrale+31_12_2012+ITA.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=9a6399f5-8fa9-451f-9d57-e91f5ed1c398

- Juventus Football Club S.p.A., *Resoconto intermedio di gestione 31 marzo 2013*, Torino, 2013, http://www.juventus.com/wps/wcm/connect/db45dd4d-011b-488b-a8e5-bbfbcebf1128/Resoconto+intermedio+di+gestione+31032013+ITA.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=db45dd4d-011b-488b-a8e5-bbfbcebf1128

- KPMG International, *Corporate and Indirect Tax Survey 2012*, Svizzera, 2013

- Mancin Moreno, *Il bilancio delle società sportive professionistiche: Normativa civilistica, principi contabili nazionali e internazionali (IAS/IFRS)*, Padova, CEDAM, 2009

- Markham Tom, *What is the optimal method to value a football club?*, Reading, ICMA Centre, 2013, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238265

- Massari Mario, *Valutazione: Finanza aziendale*, Milano, Mc Graw-Hill, 1998

- Massari Mario e Zanetti Laura, *Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, Milano, McGraw-Hill, 2008

- Mura Gianni, "Lotito senza sponsor non le viene un'idea?", *La repubblica*, 12 dicembre 2010, p. 48

- Nicoliello Mario, “Reddito e capitale nelle società di calcio: la massima serie italiana 1998-2007”, *Rivista di diritto ed economia dello sport*, vol. IV fasc. 2 (2008), p. 85

- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), “Medium and long-term scenarios for global growth and imbalances”, *OECD Economic Outlook*, vol. I, OECD Publishing, 2012, p. 200

- Pedriali Franco, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale: La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, Milano, Hoepli, 2006

- Perrey Jesko e Mazzù Marco, *Power brands: Creare, portare al successo e gestire i propri brand*, Monaco di Baviera, Rizzoli Etas, 2011, pp. 2, 11

- Perrone Roberto, “La Juve lancia lo stadio di famiglia”, *Corriere della sera*, 07 settembre 2011, p. 66

- Pinci Matteo, “La Roma è "americana": DiBenedetto presidente”, *La repubblica*, 15 aprile 2011

- Ross Stephen, Hiller David, Westerfield Randolph, Jaffe Jaffrey e Jordan Bradford, *Finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill, 2012

- Società Sportiva Lazio S.p.A., *Bilancio al 30 giugno 2012*, Roma, 2012, http://www.sslazio.it/images/stories/documenti/pdf/investor_relator/Bilancio%20S.S.%20LAZIO%20SpA%2030-06-2012.pdf

- Serafini Lorenzo, “Roma, Nike nuovo sponsor tecnico: accordo per dieci anni”, *La repubblica*, 13 marzo 2013

- Sottoriva Claudio, “La qualificazione del c.d. ‘‘titolo sportivo’’ nel trasferimento d’azienda nell’ambito di procedure concorsuali”, *Le società*, VII (2011), pp. 773-774

- Tari Diego, *I nuovi criteri di ripartizione dei diritti TV in Serie A*, La Biblioteca del Tifoso “Bilanciato”, 2012, http://tifosobilanciato.it/2012/03/21/i-nuovi-criteri-di-ripartizione-dei-diritti-tv-in-serie-a/

- Tomaselli Paolo, “Tanti i progetti e le idee Udinese, Fiorentina e Inter inseguono la Juventus”, *Corriere della sera*, 01 maggio 2013, p. 39

- UEFA, *UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulation*, 2012

- Valeri Massimo, *Standard IAS/IFRS e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2008

SITOGRAFIA

- CIES Football Observatory, http://www.football-observatory.com/?lang=en

- Diritto di critica, Proietti Alessandro, Il calcio e i debiti col fisco, quando i "fallimenti controllati" agevolano gli imprenditori, http://www.dirittodicritica.com/2012/06/20/calcio-debiti-fisco-fallimento-controllato-53245/, data di aggiornamento 20 giugno 2012

- FCBarcelona, The Assembly approves the budget for the 2013/14 season, http://www.fcbarcelona.com/club/detail/article/the-assembly-approves-the-budget-for-the-2013-14-season, data di aggiornamento 5 ottobre 2013

- Financial Fair Play, Thompson Ed, TV revenue distribution – comparing Italian and English models, http://www.financialfairplay.co.uk/, data di aggiornamento 29 ottobre 2012

- Forbes, Ozanian Mike, Soccer team values: Business on the pitch, http://www.forbes.com/soccer-valuations/, data di aggiornamento 17 aprile 2013

- Il sole 24 ore, Inter, accordo vicino fra Moratti ed Erik Thohir. Il 65-70% subito, uscita entro due-tre anni, http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-09-19/inter-raggiunto-accordo-morattithohir-173907.shtml?uuid=AbyateYI, data di aggiornamento 19 settembre 2013

- Il sole 24 ore, Bellinazzo Marco, Juventus: al via il progetto Continassa, nuovi investimenti per 45 milioni e ultimazione nel 2016, http://marcobellinazzo.blog.ilsole24ore.com/calcio-business/2013/06/juvenuts-al-via-lo-sviluppo-immobiliare-della-continassa.html, data di aggiornamento 7 giugno 2013

- Il sole 24 ore: Calcio & business, Bellinazzo Marco, Inter: Thohir e la cordata indonesiana pronti a prendere in mano la società, ma la perdita di 88 milioni del 2013 mette a rischio il club in Europa, http://marcobellinazzo.blog.ilsole24ore.com/calcio-business/2013/10/inter-thohir-e-la-cordata-indonesiana-pronti-a-prendere-in-mano-la-societ%C3%A0-ma-la-perdita-di-88-milioni-del-2013-mette-a-ri.html, data di aggiornamento 01 ottobre 2013

- La Biblioteca del Tifoso “Bilanciato”, Biancosino Donato, Diritti TV 2012/2013: finito il campionato ecco le cifre definitive, http://tifosobilanciato.it/2013/05/29/diritti-tv-20122013-finito-il-campionato-ecco-le-cifre-definitive/, data di aggiornamento 29 maggio 2013

- La Biblioteca del Tifoso “Bilanciato”, Biancosino Donato, Juventus FC, missione compiuta: dopo il secondo Scudetto, nel 2012/13 raggiunto anche il Fair Play Finanziario!, http://tifosobilanciato.it/2013/05/07/juventus-fc-missione-compiuta-dopo-il-secondo-scudetto-nel-201213-raggiunto-anche-il-fair-play-finanziario/, data di aggiornamento 7 maggio 2013

- La Biblioteca del Tifoso “Bilanciato”, Virtuani Ottavio, Champions League: come calcolare i premi spettanti ad ogni squadra (incluso il Market Pool), http://tifosobilanciato.it/2013/04/22/champions-league-come-calcolare-i-premi-spettanti-ad-per-ogni-squadra-incluso-il-market-pool/, data di aggiornamento 22 aprile 2013

- Juventus Club Melegnano, Ipotesi di bilancio Juve 2013-2014 dopo i movimenti di mercato di fine luglio: peggiora il bilancio 2013 ma grossi miglioramenti in quello 2014, http://jcmelegnano.net/news.php?extend.1474, data di aggiornamento 16 agosto 2013

- Mancin Moreno, materiali dal corso “Economia delle aziende sportive”, a.a. 2012-2013, http://static.unive.it/isa/file/download/elementId/10383552

- New York University Leonard N. Stern School of Business, Damodaran Aswath, The Data Page, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

- PricewaterhouseCoopers SpA, ReportCalcio 2012, http://www.pwc.com/it/it/publications/docs/reportcalcio-2012.pdf

- PricewaterhouseCoopers SpA, ReportCalcio 2013, http://www.pwc.com/it/it/publications/reportcalcio-2013.jhtml

- Reuters Italia, PUNTO 1-Inter, accordo di massima con Thohir, manca definizione legale, http://it.reuters.com/article/itEuroRpt/idITL5N0HF3PJ20130919, data di aggiornamento 19 settembre 2013

- Rizzi Dino, materiali dal corso “Scienze delle finanze”, a.a. 2012-2013, http://static.unive.it/isa/file/download/elementId/10090818

- StadiaPostcards, www.stadiapostcards.com

- UEFA, Gli incassi della Champions League ai club, http://it.uefa.com/uefa/management/finance/news/newsid=1975343.html, data di aggiornamento 24 luglio 2013

- UEFA, Distribuzione ricavi UEFA Champions League, http://it.uefa.com/uefa/management/finance/news/newsid=1845609.html#distribuzione+ricavi+uefa+champions+league, data di aggiornamento 8 agosto 2012

- UEFA, Redistribuzione ricavi UEFA Champions League 2013/14, http://it.uefa.com/uefa/management/finance/news/newsid=1979898.html, data di aggiornamento 8 agosto 2013

- UEFA, Ripartizione finanziaria UEFA Europa League 2012/13, http://it.uefa.com/uefa/management/finance/news/newsid=1975353.html#ripartizione+finanziaria+uefa+europa+league+201213, data di aggiornamento 24 luglio 2013