



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale
in
Amministrazione,
Finanza e
Controllo

Tesi di Laurea

La determinazione del valore economico di una società calcistica professionistica: qual è il metodo più idoneo?

Relatore

Prof. Carlo Marcon

Laureando

Giovanni Benvegnù

Matricola 852446

Anno Accademico

2021 / 2022

INDICE

<u>INTRODUZIONE</u>	<u>3</u>
<u>CAPITOLO 1. QUADRO GENERALE SULLA VALUTAZIONE D'AZIENDA: LE DIVERSE FINALITÀ E LE CONFIGURAZIONI DI "VALORE" SECONDO I PIV E GLI IVS.....</u>	<u>5</u>
1.1 PERCHÉ È NECESSARIO MISURARE IL VALORE AZIENDALE?	5
1.2 LE DIVERSE CONCEZIONI DEL CONCETTO DI "VALORE" E COSA SI INTENDE PER "VALUTAZIONE"	11
1.3 LE CONFIGURAZIONI DI VALORE SECONDO I PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE (PIV) E GLI INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS (IVS).....	16
<u>CAPITOLO 2. LA DETERMINAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO D'IMPRESA: LE DIVERSE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE</u>	<u>21</u>
2.1 INTRODUZIONE	21
2.2 I METODI PATRIMONIALI	24
2.2.1 PUNTI DI FORZA E CRITICITÀ DEI METODI PATRIMONIALI.....	28
2.3 I METODI REDDITUALI.....	30
2.3.1 PUNTI DI FORZA E CRITICITÀ DEI METODI REDDITUALI	33
2.3 I METODI FINANZIARI.....	35
2.3.1 PUNTI DI FORZA E CRITICITÀ DEI METODI FINANZIARI.....	38
2.4 I METODI MISTI: IL METODO DEL VALORE MEDIO, LA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO E IL METODO EVA.....	42
2.5 I MULTIPLI DI BORSA.....	47
<u>CAPITOLO 3. LE STIME EFFETTUATE DALL'ESPERTO</u>	<u>49</u>
3.1 INTRODUZIONE	49
3.2 LA STIMA DEI FLUSSI DI CASSA PROSPETTICI	49
3.3 LA STIMA DEL COSTO DEL CAPITALE.....	52
3.4 ULTERIORI STIME DEL VALUTATORE: IL PERIODO DI PREVISIONE ESPLICITA, IL <i>TERMINAL VALUE</i> E IL TASSO DI CRESCITA.....	59
<u>CAPITOLO 4. LE PECULIARITÀ DELLE SOCIETÀ CALCISTICHE PROFESSIONISTICHE DA TENERE IN CONSIDERAZIONE AI FINI DELLA LORO VALUTAZIONE</u>	<u>67</u>
4.1 INTRODUZIONE	67

4.2 LE PRINCIPALI VOCI DI STATO PATRIMONIALE DI UNA SOCIETÀ CALCISTICA DA TENERE IN CONSIDERAZIONE AI FINI VALUTATIVI	68
4.2.1 LE ATTIVITÀ IMMATERIALI DI UNA SOCIETÀ CALCISTICA PROFESSIONISTICA: I DIRITTI ALLE PRESTAZIONI SPORTIVE DEI CALCIATORI (DPC).....	69
4.2.2 LE ATTIVITÀ IMMATERIALI DI UNA SOCIETÀ CALCISTICA PROFESSIONISTICA: IL MARCHIO E LA SUA VALUTAZIONE	76
4.2.3 LA VALUTAZIONE DEI <i>BRAND</i> CALCISTICI SECONDO <i>BRAND FINANCE</i>.....	83
4.3 ANALISI DELLA REDDITIVITÀ DELLE SOCIETÀ CALCISTICHE PROFESSIONISTICHE DI SERIE A	87
4.4 CONCLUSIONI	90

CAPITOLO 5. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DI UNA SOCIETÀ CALCISTICA PROFESSIONISTICA: CASO ATALANTA **91**

5.1 INTRODUZIONE	91
5.2 METODI ALTERNATIVI AI FINI DELLA VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ CALCISTICHE: IL METODO <i>FORBES</i>, IL METODO KPMG E IL METODO <i>BRAND FINANCE</i>	91
5.2.1 IL METODO <i>FORBES</i>.....	93
5.2.2 IL METODO KPMG	95
5.2.3 IL METODO <i>BRAND FINANCE</i>.....	100
5.3 I MULTIPLI DI BORSA.....	102
5.4 CASO PRATICO: LA VALUTAZIONE DELL'ATALANTA BERGAMASCA CALCIO S.P.A.	108
5.4.1 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELL'ATALANTA BERGAMASCA CALCIO S.P.A. SECONDO IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO	109
5.4.2 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELL'ATALANTA BERGAMASCA CALCIO S.P.A. MEDIANTE IL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA.....	120
5.5 CONCLUSIONI	125

CONCLUSIONI..... **127**

BIBLIOGRAFIA **131**

SITOGRAFIA **133**

INTRODUZIONE

La valutazione d'azienda da sempre assume un ruolo rilevante tra le discipline economiche tradizionali, sia nell'ambito accademico che in quello professionale. Come si avrà modo di comprendere nel presente lavoro, il processo che porta alla quantificazione del valore economico di un'azienda sostanzialmente si basa su stime e interpretazioni in quanto non vi è alcuna fonte normativa vera e propria che disciplina tale materia, come invece accade ad esempio per la predisposizione del bilancio d'esercizio o del bilancio consolidato.

La mancanza di un'autentica regolamentazione avente forza di legge fa sì che questa materia sia in continua evoluzione, oltre che ad essere oggetto di dibattito fin dai primi anni del Novecento.

Durante il percorso di studi inerente il corso di laurea magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo, una delle tematiche che ha suscitato in me maggiore interesse è la valutazione d'azienda.

Alla luce di ciò, nel presente lavoro si è cercato di approfondire le varie metodologie di valutazione d'azienda, con particolare attenzione alla determinazione del valore economico delle società calcistiche professionistiche.

Il calcio, oltre ad essere lo sport più famoso e diffuso al mondo, da alcuni decenni presenta una dimensione economica in termini di volume d'affari simile a quella dei settori tradizionali. Al giorno d'oggi infatti le società calcistiche possono essere considerate come delle vere e proprie imprese, che hanno fra i propri obiettivi anche quello di remunerare i propri investitori attraverso il conseguimento di profitti.

Negli ultimi anni inoltre, un numero sempre maggiore di società calcistiche professionistiche (sia in Italia che negli altri paesi europei) è stato oggetto di cambi di proprietà. Le quote di maggioranza di queste società sono state cedute a grandi investitori, i quali, a differenza dei cosiddetti presidenti "mecenati" del passato, vedono i club come delle vere e proprie opportunità di investimento da collocare fra i propri *assets*.

In un contesto in cui le transazioni aventi per oggetto il trasferimento delle quote di una società calcistica sono sempre più frequenti, la valutazione aziendale assume un ruolo determinante anche in riferimento al settore calcistico.

L'obiettivo del presente lavoro, anche attraverso alcuni casi pratici di valutazione, è quello di stabilire quale, fra le diverse metodologie di valutazione, sia la più appropriata ai fini della determinazione del capitale economico di una società calcistica professionistica.

Il primo capitolo fornisce un quadro generale sulla valutazione d'azienda: oltre alle diverse possibili configurazioni di valore indicate nei Principi Italiani di Valutazione (PIV) e negli *International Valuation Standards* (IVS), vengono specificati quali sono i soggetti che pongono in essere le valutazioni d'azienda e i motivi che li spingono ad effettuare tale processo.

Nel secondo capitolo vengono trattate e analizzate nel dettaglio le principali metodologie di valutazione del capitale economico aziendale (metodi patrimoniali, metodi reddituali, metodi finanziari, metodi misti, metodo dei multipli di borsa) con i relativi punti di forza e le relative criticità.

Il terzo capitolo ha invece per oggetto le stime che l'esperto è chiamato ad effettuare nel momento in cui compie la perizia. Tali stime riguardano per lo più i metodi *discounted cash flow* e i metodi reddituali, che, come si avrà modo di comprendere in seguito, sono metodi che presentano un minor grado di oggettività rispetto a quelli patrimoniali poiché si basano sulla determinazione dei flussi futuri non ancora realizzati.

Nel quarto capitolo si entra nel merito della valutazione delle società calcistiche professionistiche, andando a delineare quelle che sono le peculiarità che differenziano queste particolari società rispetto alle altre imprese "tradizionali". Attraverso la descrizione e l'analisi delle principali voci di stato patrimoniale (soprattutto in riferimento all'impatto che hanno le attività immateriali nei bilanci dei club) e delle capacità reddituali dei club appartenenti al campionato di Serie A, si potrà giungere ad una conclusione circa le metodologie di valutazione più idonee al fine della determinazione del valore economico di una società calcistica.

Infine, nel quinto ed ultimo capitolo dapprima verranno descritte le metodologie di valutazione *ad hoc* per le società calcistiche teorizzate da importanti società di consulenza quali KPMG e *Brand Finance*. In secondo luogo, sulla base delle conclusioni ottenute nel capitolo quattro, si tenterà di stimare il valore del capitale economico dell'Atalanta Bergamasca Calcio S.p.A. in base alle due metodologie che meglio si adattano ai fini della valutazione di una società calcistica professionistica, ovvero il metodo patrimoniale complesso e il metodo dei multipli di borsa.

CAPITOLO 1. QUADRO GENERALE SULLA VALUTAZIONE D'AZIENDA: LE DIVERSE FINALITÀ E LE CONFIGURAZIONI DI "VALORE" SECONDO I PIV E GLI IVS

1.1 Perché è necessario misurare il valore aziendale?

Uno dei primi dati che risulta evidente nel momento in cui un soggetto va ad analizzare una società quotata tramite una qualsiasi piattaforma che riporta l'andamento dei titoli azionari, è quello inerente alla capitalizzazione di borsa (*market cap*), vale a dire il prodotto tra il numero totale di azioni in circolazione di una società e il prezzo di mercato di ciascuna azione in quel preciso istante. La capitalizzazione di borsa ci dice quindi quanto vale in termini monetari un'impresa quotata.

Come si vedrà nel dettaglio nei capitoli successivi, al fine della determinazione del capitale economico di un'impresa esistono molteplici metodi. Tra questi, studiando la letteratura che tratta questa tematica, è possibile riscontrare sia modelli idonei alla quantificazione del valore delle grandi società quotate, sia modelli attinenti alle società non quotate, anche in riferimento alle piccole-medie imprese che adottano forme giuridiche diverse dalla società di capitali.

Le motivazioni che portano gli *stakeholders* a conoscere quanto vale un'impresa sono alquanto numerose, infatti, "la valutazione di business, di progetti, di imprese, di partecipazioni azionarie costituisce l'attività tipica di alcune figure di professionisti, quali gli *equity analyst*, i *private equity investor*, i *financial advisor* e viene quindi realizzata in modo sistematico e avendo accesso a specifiche fonti di informazioni e banche dati. Invece, per esempio nell'ambito dei gruppi industriali e finanziari e delle imprese, le valutazioni vengono effettuate solo in presenza di operazioni di finanza straordinaria, quali fusioni, acquisizioni, offerte pubbliche destinate alla quotazione in borsa"¹.

Tra la moltitudine di soggetti potenzialmente interessati alla valutazione d'azienda, è possibile individuare alcune categorie che fanno di questa attività un aspetto "core" all'interno del proprio ambito di attività, tra le quali: le banche di investimento, le società di consulenza/società di revisione, i fondi di *private equity* e *venture capital*, le imprese che intendono porre in essere operazioni straordinarie, dottori commercialisti e periti.

¹ MASSARI M., ZANETTI L., *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill Education, Milano, 2008, cit., p. 3.

- Le **banche di investimento** sono solite valutare imprese o business a fini informativi, in quanto tali banche, possedendo nel proprio attivo moltissime partecipazioni (spesso anche molto consistenti) in altre imprese quotate, necessitano di monitorare costantemente il proprio investimento, in modo tale da effettuare le scelte corrette in termini di timing di acquisizione, vendita o mantenimento dei titoli detenuti in portafoglio.

All'interno dell'organizzazione delle banche di investimento è infatti possibile trovare spesso la figura dell'*equity analyst*, che, attraverso quello che viene definito *equity report*² sulle società quotate, ha il compito di informare l'alta direzione riguardo una serie di elementi caratterizzanti le società partecipate come ad esempio le analisi di settore, le performance finanziarie e il premio per il rischio³.

Un'altra importante casistica che presuppone la necessità di procedere alla determinazione del capitale economico di un'impresa è quella inerente al momento in cui questa decide di quotarsi per la prima volta nei mercati regolamentati, vale a dire l'*Initial Public Offering* (IPO). Durante le varie fasi che caratterizzano il processo di quotazione in borsa (*pitch, due diligence, pre-marketing e pricing*), vari intermediari finanziari, tra i quali le grandi banche di investimento, affiancano la futura società quotata durante l'intero processo assumendo il ruolo di *advisor*⁴. In ognuna di queste fasi l'*advisor* finanziario quantifica il valore della società quotanda sulla base di un range di prezzo, che sarà maggiormente preciso e dettagliato mano a mano che ci si avvicina alla fase di *pricing* e dunque alla data del collocamento dei propri titoli.

Andando più nel dettaglio, il contributo delle banche di investimento ai fini dell'IPO si concretizza in varie attività: a) la valutazione in senso stretto, vale a dire l'applicazione dei vari possibili metodi e la predisposizione di modelli finanziari e dei documenti che supportano la valutazione; b) l'analisi delle variabili di mercato che devono essere

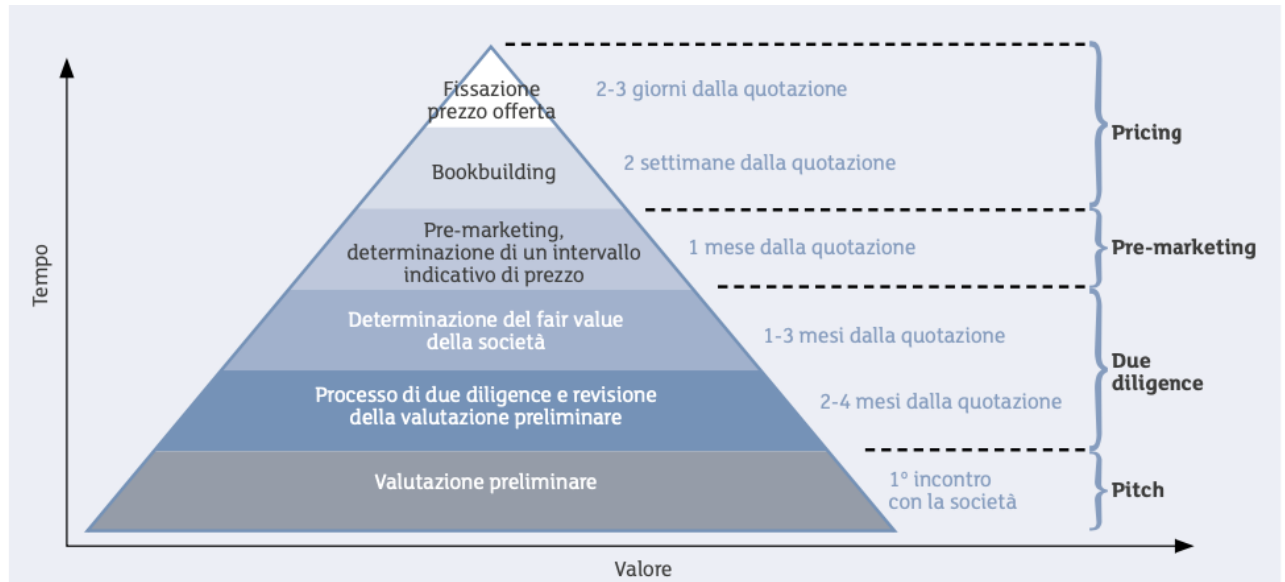
² <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/equity-research-report/>
"An equity research report is a document prepared by an Analyst that provides a recommendation on whether investors should buy, hold, or sell shares of a public company. Additionally, it provides an overview of the business, the industry it operates in, the management team, its financial performance, risks, and the target price."

³ MASSARI M., ZANETTI L., cit., p. 4.

⁴ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/quick/guideallaquotazione/guidaallavalutazione.pdf>
pp. 38-39-40.

tenute in considerazione ai fini valutativi; c) l'analisi della strategia futura e la stima delle performance prospettiche della società prossima alla quotazione⁵.

Figura 1.1 Le fasi dell'Offerta Pubblica Iniziale (IPO)



Fonte: Borsa Italiana

- Per quanto riguarda invece le **società di consulenza** e le **società di revisione**, queste effettuano sistematicamente valutazioni aziendali nell'ambito di quella che viene definita *fairness opinion* (giudizio di congruità), vale a dire quel processo volto a "verificare che il valore attribuito all'impresa oggetto di valutazione sia congruo rispetto al valore di mercato rilevato per operazioni aventi ad oggetto imprese comparabili"⁶. Tale giudizio può interessare anche solamente il valore di un ramo d'azienda o di un unico *asset* e vengono svolte soprattutto al fine di assistere le imprese che intendono porre in essere operazioni di M&A.

Nell'ambito della fusione (e della scissione) ad esempio, la stima del capitale economico delle singole società partecipanti a tali operazioni straordinarie è fondamentale al fine di determinare il rapporto di cambio tra le azioni delle società pre-fusione (scissa) e le azioni della neocostituita o della incorporante (beneficiarie) che otterranno i soci una volta terminata l'operazione.

⁵ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/quick/guideallaquotazione/guidaallavalutazione.pdf>
p. 41.

⁶ <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-05-05/fairness-opinion-132453.shtml?uid=Aa4W4XUD>

Per quanto riguarda il conferimento invece, le attività conferite vanno valutate al valore effettivo, che il più delle volte non corrisponde al valore contabile; inoltre il Codice Civile prevede che tale valutazione debba essere condotta da un esperto⁷. Come si può vedere in nota, l'art. 2465 del Codice Civile attribuisce chiaramente alle società di revisione, oltre che a singoli revisori legali, il compito di procedere alla perizia di stima delle attività conferite nelle società a responsabilità limitata.

Questo concetto viene ribadito anche in caso di trasformazione societaria⁸.

Come si è avuto modo di osservare, in determinati casi (fusione, trasformazione, scissione, conferimento e aumento di capitale senza diritto di opzione) il giudizio di congruità è previsto dalla legge, anche se la maggior parte delle volte tale giudizio rappresenta un documento che viene redatto con lo scopo di fungere da supporto agli amministratori nel momento in cui questi sono chiamati a decidere circa l'acquisto o la dismissione di partecipazioni o di specifiche *business unit*⁹.

È bene precisare che le valutazioni aziendali inerenti la *fairness opinion* non sono strettamente circoscritte alle società di consulenza e di revisione; queste infatti possono essere condotte anche da altri soggetti come ad esempio i consulenti che assistono le imprese di minori dimensioni quali i commercialisti o i periti o anche dalle banche di investimento stesse.

- Un'altra categoria di soggetti che frequentemente stima il valore aziendale delle società nelle quali decide di investire è quella dei **fondi di private equity** e di **venture capital**. Borsa Italiana definisce il *private equity* come "l'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo"¹⁰. Per *venture capital* invece fa riferimento agli investimenti in aziende non quotate con alte probabilità di crescita che però sono in fase di *startup*. In base a queste definizioni è possibile quindi capire che la grande differenza tra queste due differenti tipologie di fondi di investimento risiede nella diversa fase in cui si trovano le aziende

⁷ "Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale". (art. 2343 c.c.). "Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un revisore legale o di una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro". (art. 2465 c.c.).

⁸ "Il capitale della società risultante dalla trasformazione deve essere determinato sulla base dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo e deve risultare da relazione di stima redatta a norma dell'articolo 2343". (art. 2500 ter c.c.).

⁹ MASSARI M., ZANETTI L., cit., p. 4.

¹⁰ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>

nelle quali avviene l'apporto di *equity*; mentre i *venture capitalists* mirano all'apporto di risorse in *startup*, i fondi di *private equity* concentrano i loro investimenti in realtà più mature, con fatturati anche molto elevati.

L'aspetto che però accomuna le due diverse attività è che entrambe hanno come obiettivo quello di apportare risorse finanziarie, non finanziarie e competenze manageriali al fine di accrescere il valore dell'impresa nell'ottica di una futura rivendita delle proprie partecipazioni. Il fine ultimo sarà quindi quello di massimizzare i profitti derivanti dalla cessione delle partecipazioni relative alle imprese oggetto di investimento una volta che queste raggiungono gli obiettivi di crescita fissati a monte. Definiti questi aspetti e tenendo in considerazione il fatto che il valore di mercato (market cap) delle startup e delle imprese non quotate non è a disposizione degli investitori e degli altri stakeholders come invece avviene per le società quotate, è possibile affermare che i fondi di *private equity* e di *venture capital* svolgono perizie valutative allo scopo di conoscere e quantificare il valore delle imprese (non quotate e *startup*) nelle quali ritengono che l'investimento sia profittevole in futuro; ciò allo scopo di quantificare il valore delle partecipazioni di maggioranza o di minoranza. Oltre alla determinazione del valore in fase di acquisto, le perizie saranno svolte anche durante l'*holding period* della partecipazione al fine di monitorare l'investimento sulla base del tasso di rendimento preso come *target*¹¹.

- Altre figure che nell'esercizio della propria professione svolgono frequentemente valutazioni d'azienda sono i **commercialisti** e i **periti**. Gli ambiti nei quali essi prestano i propri servizi possono essere molto ampi e variegati, come ad esempio il piccolo imprenditore che vuole cedere la propria attività e ha esigenza di conoscere il prezzo di vendita, le perizie ai fini fiscali, le consulenze tecniche per il giudice, le consulenze tecniche in arbitrati o ancora nell'ambito della *fairness opinion*¹².

Oltre che per queste categorie ben precise di soggetti, in via generale la valutazione può fungere anche da strumento di auto-diagnosi per tutte le imprese, sia quotate che non. Le imprese infatti potrebbero decidere in qualsiasi momento di procedere alla quantificazione

¹¹ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/quick/guideallaquotazione/guidaalla valutazione.pdf> p. 7. "Il processo di valutazione ha dunque come oggetto il presumibile prezzo di realizzo della partecipazione acquisita (exit value) che consente di ottenere un tasso di rendimento (IRR) prefissato. Il tasso di rendimento interno viene in genere stabilito ad un livello che considera la remunerazione del capitale proprio che un investitore in una società di private equity o venture capital si propone di ottenere (il cosiddetto hurdle rate)".

¹² MASSARI M., ZANETTI L., cit., p. 3.

del capitale economico di uno o più business per avere un'idea più chiara sulla strategia da perseguire. "In tale contesto, la stima del valore è importante soprattutto nell'ambito della pianificazione strategica, ai fini della selezione di strategie alternative, e per misurare il valore creato. Per le società quotate, inoltre, la stima del valore del capitale è utile per un confronto con il prezzo espresso dal mercato e per pianificare una comunicazione efficace, finalizzata alla diffusione del valore creato¹³.

Definiti i soggetti che professionalmente si occupano di svolgere le valutazioni aziendali, il paragrafo si conclude con un sommario di quelle che sono le principali finalità per le quali vengono poste in essere tali valutazioni, in parte già trattate nelle pagine precedenti.

Le finalità sono le seguenti:

- operazioni straordinarie (fusione, scissione, scorporo, trasformazione, cessione d'azienda, cessione di un ramo d'azienda, conferimento, cessione di quote sociali);
- aumento di capitale sociale;
- recesso di un socio;
- ingresso di un nuovo socio;
- offerte pubbliche di acquisto (O.P.A.) e offerte pubbliche di vendita (O.P.V.);
- offerta pubblica iniziale (IPO);
- leveraged buy-out;
- emissione di prestiti obbligazionari;
- emissione di azioni;
- procedimenti giudiziari e stragiudiziali;
- procedure concorsuali;
- affitto d'azienda, donazione d'azienda e usufrutto d'azienda;
- richiesta di finanziamenti;
- riorganizzazioni aziendali;
- costituzione di garanzie¹⁴.

Come è possibile vedere, le finalità della valutazione aziendale sono piuttosto numerose e hanno un significato piuttosto eterogeneo. Pertanto è necessario precisare che ogni perizia effettuata dal valutatore non è mai uguale a quella precedente poiché è necessario utilizzare approcci, metodologie e stime diverse in relazione alle diverse finalità perseguite.

¹³ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/quick/guideallaquotazione/guidaallavalutazione.pdf>
p. 7.

¹⁴ BALDUCCI D., *La valutazione dell'azienda*, Edizioni Fag, Assago Milano, 2006, cit., pp. 17-18.

Per fare un esempio, la metodologia di valutazione del prezzo delle azioni di una società che si appresta all'ingresso in borsa per la prima volta (IPO) non sarà mai la stessa adottata nell'ambito di una stima del valore di un'impresa soggetta a procedure concorsuali. Questo perché si presuppone che in quest'ultima impresa potrebbe venire meno il presupposto della continuità aziendale e quindi ciò implicherebbe delle ipotesi ribassiste da parte del valutatore di tale impresa. Al contrario, è presumibile che una società che richiede la propria quotazione stia attraversando una fase di sviluppo all'interno del proprio ciclo di vita e quindi alla base della valutazione dovranno essere formulate delle ipotesi che tengano in considerazione una crescita dell'impresa alquanto probabile, che si tradurrà in flussi di cassa futuri più elevati.

1.2 Le diverse concezioni del concetto di “valore” e cosa si intende per “valutazione”

Definite quelle che sono le principali finalità dell'attività e i relativi attori che si occupano di redigere le perizie valutative, è ora utile definire cosa si intende per “valutazione” e per “valore”. Prima di fornire una definizione vera e propria, è necessario tenere ben presente che qualsiasi valutazione d'azienda non perviene mai a un valore oggettivo, “esatto” dell'azienda in questione, bensì a un valore che si avvicina all'ipotetico e teorico valore economico della stessa. Anche qualora il valutatore utilizzasse un approccio estremamente preciso e meticoloso e avesse a disposizione tutte le informazioni per determinare i vari elementi delle formule riferiti alle metodologie di cui al capitolo due, sarebbe comunque impossibile giungere ad un ammontare che rifletta esattamente il valore di un'impresa. Questo perché la valutazione d'azienda nella maggior parte dei casi è un processo di natura prospettica, che quindi non fa riferimento a dati consuntivi di bilancio, bensì a dati previsionali attualizzati ad un determinato tasso che riflette un determinato costo del capitale. In quanto tali dunque, i dati previsionali dovranno essere stimati, ma ciò è tutt'altro che agevole, tanto più nel contesto odierno che risulta essere ancor più instabile rispetto al passato e governato dall'incertezza e dalla rischiosità causate dalla pandemia.

Fatta questa importante premessa, la definizione di “valutazione” che viene fornita all'interno dei Principi Italiani di Valutazione (PIV) da parte dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV)¹⁵

¹⁵ L'OIV è una fondazione indipendente promossa, tra gli altri, da Borsa Italiana, ASSIREVI e CNDCEC che ha lo scopo di predisporre e mantenere aggiornati i Principi Italiani di Valutazione (PIV), vale a dire le linee guida per la redazione di perizie valutative e di giudizi di congruità. Definisce le *best practices* che devono essere adottate, fungendo quindi da guida per gli

è la seguente: “la valutazione è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime, non è mai un risultato di un mero calcolo matematico”¹⁶.

Tale concetto è condiviso dalla dottrina, infatti, come si avrà modo di vedere nei capitoli seguenti, la determinazione del valore economico di un’impresa non si sostanzia in una semplice e meccanica applicazione di formule, bensì è frutto di un lungo e complesso processo basato su stime, rielaborazioni di dati, riclassificazioni di bilanci e previsioni future.

Nel corso degli anni si è dibattuto molto su quale fosse il reale significato del termine “valore”. C’è chi lo intende come mero valore di scambio, assimilandolo quindi al significato di “prezzo” che si paga nel momento in cui avviene una transazione con oggetto uno o più beni materiali o immateriali. Sulla base di questa visione di natura strettamente economica nella quale “valore” è sinonimo di “prezzo” è possibile affermare che il valore a primo impatto potrebbe risultare di facile e oggettiva determinazione in quanto mosso da semplici dinamiche di domanda e offerta. Se ci limitassimo a concepire il valore seguendo esclusivamente questo primo approccio, per determinare quanto vale un’impresa sarebbe sufficiente applicare meccanicamente una formula senza tenere in considerazione aspetti di natura soggettiva.

Tuttavia, se si prende in considerazione la determinazione del valore di un’impresa ai fini di un trasferimento d’azienda o di una cessione di quote sociali, il valore è tutt’altro che semplice da quantificare. Infatti, determinare il valore “teorico”¹⁷ non è sufficiente poiché in questo genere di operazioni intervengono altri fattori esterni che nulla hanno a che vedere con l’applicazione delle metodologie empiriche.

Tra questi fattori si può riscontrare sicuramente la contrattazione delle parti e il loro relativo potere contrattuale, i quali possono incidere notevolmente sul valore di cessione, oltre che “le situazioni personali e di prestigio dei contraenti, i loro interessi economici, le singole posizioni, le specifiche preferenze, le utilità prospettive (acquisizione di un migliore complesso tecnico, acquisizione di nuove strutture e nuove tecnologie, eliminazione di concorrenti), [...], le modalità di pagamento, le clausole contrattuali”¹⁸.

stakeholders in ambito valutativo e da supporto al Legislatore e alle Autorità di vigilanza nel momento in cui questi sono chiamati ad emanare norme in materia di valutazione. L’OIV collabora inoltre anche con l’IVSC (*International Valuation Standard Council*), ovvero l’organismo di riferimento in ambito internazionale inerente le tematiche valutative.

¹⁶ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., *PIV Principi Italiani di Valutazione 2015*, Egea, Milano, 2015, cit., p. 3.

¹⁷ Per valore “teorico” si intende quell’ammontare ottenuto con la mera applicazione della formula empirica che sta alla base della metodologia di valutazione scelta, senza quindi la formulazione di stime e ipotesi che andrebbero ad influenzare il valore stesso dell’impresa.

¹⁸ BALDUCCI D., cit., p. 26.

Quando intervengono queste dinamiche il valore (prezzo) “teorico” si trasforma in quello che è possibile definire valore “negoziale”. Quest’ultimo, il più delle volte, differisce in maniera piuttosto netta rispetto al primo, proprio per l’effetto dei fattori appena citati.

Alla luce di questo, affidarsi unicamente al valore “teorico” al fine di stabilire quanto vale un’impresa non appare la scelta più consona in quanto tale configurazione di valore non tiene conto degli effetti di questi fattori. Allo stesso tempo però, è possibile affermare che la determinazione del valore negoziale al quale viene ceduta l’impresa (o vengono dismesse le partecipazioni sociali) ha come base di partenza il valore teorico, che varierà a seconda della presenza più o meno intensa delle dinamiche esterne menzionate.

Si può quindi concludere dicendo che “il valore dell’azienda, da “teorico” [...] rischia di divenire “virtuale”, in quanto il prezzo pagato nelle transazioni effettive può risultare anche significativamente diverso dal valore determinato con l’applicazione delle differenti metodologie valutative”¹⁹.

Considerando ora l’accezione morale del termine “valore”, il dizionario italiano lo descrive anche come “ciò che è degno di apprezzamento secondo il giudizio personale o collettivo”, pertanto tale concetto porta con sé anche una certa soggettività che nulla ha a che vedere con il meccanismo di domanda offerta.

Ai nostri fini, gli elementi soggettivi riguardano le caratteristiche, le capacità, le competenze e l’esperienza del valutatore, che ovviamente differiscono in base ai diversi soggetti che pongono in essere la valutazione.

In dottrina alcuni autori hanno anche estremizzato questa seconda accezione legata all’importanza che assumono gli elementi soggettivi per la determinazione del valore, arrivando perfino a sostenere che le stime, le interpretazioni e le competenze del soggetto che compie la perizia sono il fulcro dell’intero processo di valutazione, assimilando di fatto la valutazione a un’arte che solo pochi professionisti possono esercitare.

Questa seconda corrente, al contrario della precedente, nel determinare il valore non attribuisce la giusta importanza alle diverse metodologie empiriche che sono state sviluppate nel corso degli anni e alla scelta di quale tra esse sia la più appropriata nel determinare il valore di mercato di un’impresa a seconda del settore di riferimento e della finalità della valutazione. Anche questa seconda interpretazione appare poco completa e ben distante dalla realtà poiché “le valutazioni sono volte generalmente a tutelare gli interessi economici di individui e società e la determinazione del valore non può essere lasciata al libero arbitrio del valutatore, anche se

¹⁹ BALDUCCI D., cit., p. 27.

professionista di chiara fama”²⁰, anche perché, come si è visto nel paragrafo precedente, le finalità della valutazione aziendale sono molteplici e alcune richiedono determinate tecniche ben specifiche che il valutatore è tenuto a rispettare.

Appare piuttosto chiaro che il termine “valore” è soggetto a diverse interpretazioni e pertanto non è facile dare una definizione univoca che metta d’accordo tutti; alla luce di quanto detto però, è possibile affermare con ragionevole sicurezza che tale concetto incorpora sia l’oggettività tipica delle diverse metodologie di valutazione che portano a definire il valore “teorico” (l’applicazione di formule matematiche) che riconduce all’uguaglianza valore = prezzo, sia la soggettività del valutatore per ciò che riguarda le proprie competenze nel definire le stime e le interpretazioni di dati necessarie per una corretta valutazione.

Pertanto, è possibile concludere che l’oggettività e la soggettività sono due elementi imprescindibili che devono sussistere contemporaneamente in qualsiasi processo di valutazione aziendale, nonostante sia comunque difficile definire una ponderazione tra i due aspetti da adottare in una perizia valutativa.

Ciò è riscontrabile anche dalla definizione di “valutazione” data dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) di cui si è detto all’inizio del paragrafo, dove si parla di “giudizio motivato basato su stime senza mai essere un mero calcolo matematico”. Anche qui infatti è possibile vedere la copresenza di soggettività (stime) e oggettività (calcolo matematico); l’applicazione della formula infatti, è pur sempre presente in ogni valutazione ed è la concretizzazione delle stime e delle ipotesi che sono state formulate a monte dal valutatore e permette di giungere ad un valore numerico dell’impresa oggetto di valutazione.

Infine, come si è già potuto intuire in precedenza, vale la pena precisare che i dati contenuti all’interno del bilancio d’esercizio non sono sufficienti al fine della determinazione del capitale economico²¹. Tale strumento non è idoneo poiché riflette la situazione economico-patrimoniale-finanziaria a consuntivo, quando invece gran parte delle metodologie di determinazione del valore si basa su dati di natura prospettica. Pertanto, il patrimonio netto contabile riflesso nel bilancio d’esercizio, pur essendo un indicatore del valore di un’impresa

²⁰ BUONGIORNO M., *La valutazione delle aziende dopo l’introduzione dei PIV*, Euroconference, Verona, 2016, cit., p. 19.

²¹ Per capitale economico si intende “la configurazione di valore che deriva dalla stima del patrimonio aziendale condotta nella prospettiva di trasferimento dell’impresa (il passaggio da un soggetto economico ad un altro soggetto economico)”. MANCIN M. (a cura di), *Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali: Risvolti contabili, civilistici e fiscali*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016, cit., p. 27. *straordinarie e aggregazioni aziendali: Risvolti contabili, civilistici e fiscali*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016, cit., p. 27.

ad una data ben precisa (quella di fine esercizio), non costituisce un ammontare adeguato a mostrare il reale valore del capitale economico nell'ambito di un'operazione straordinaria che abbia ad oggetto la cessione dell'impresa o l'alienazione di quote sociali. Questo proprio perché tale grandezza non prende in considerazione la capacità di generare valore negli esercizi successivi²².

Una seconda criticità del bilancio d'esercizio nell'ottica della quantificazione del capitale economico d'impresa deriva dai criteri di valutazione prudenziali utilizzati per la redazione del bilancio secondo i principi contabili nazionali. Il Codice Civile infatti stabilisce che gli elementi patrimoniali debbano essere valutati attenendosi ai principi di prudenza e di competenza e non al *fair value*, di conseguenza è molto probabile che in bilancio le attività di stato patrimoniale siano esposte ad un valore inferiore rispetto al loro reale valore di mercato e ciò inevitabilmente avrà un impatto anche sul valore del capitale economico.

Oltre a questi aspetti, un ulteriore limite del bilancio d'esercizio è legato al fatto che molte volte non tutti gli *intangibles* di una società sono riflessi nella sua rendicontazione contabile. Spesso infatti non c'è traccia in bilancio del valore del marchio, dei brevetti o dello sviluppo di competenze distintive in termini di realizzazione di prodotti innovativi, elementi questi che sono rilevanti ai fini di stabilire quanto vale un'azienda in quanto la capacità delle imprese di generare valore in futuro dipende per buona parte anche da queste attività immateriali.

Infine, un ultimo limite riguarda il fatto che il valore dell'avviamento (inteso come la capacità da parte di un'impresa di generare redditi in futuro) non è espresso in bilancio, a meno che non avvenga acquisito a titolo oneroso.

Nella determinazione del capitale economico del complesso aziendale oggetto di cessione però, l'avviamento gioca un ruolo fondamentale in quanto questo è compreso a tutti gli effetti nel valore a cui l'impresa sarà ceduta. Inoltre, come detto in precedenza, la capacità di generare redditi negli esercizi a venire è un aspetto decisamente rilevante ai fini valutativi, pertanto, alla stregua di questa ulteriore criticità, appare ancor più chiaro che non è possibile fare affidamento al bilancio d'esercizio al fine di predisporre la valutazione di un'impresa soggetta a cessione.

Fatte queste precisazioni sui concetti di "valutazione" e "valore" e una volta definite quelle che sono le principali finalità dell'attività valutativa, bisogna tenere a mente che esistono diverse tipologie di valore e ciò è ribadito sia dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) sia dagli

²² MANCIN M. (a cura di), cit., p. 28.

*International Valuation Standards (IVS)*²³. Nel paragrafo seguente si avrà modo di analizzare queste diverse configurazioni di valore, sia in riferimento ai PIV sia in riferimento agli IVS.

1.3 Le configurazioni di valore secondo i Principi Italiani di Valutazione (PIV) e gli *International Valuation Standards (IVS)*

I principi Italiani di Valutazione (PIV) e gli *International Valuation Standards (IVS)* definiscono entrambi diverse configurazioni di valore, le quali in alcuni casi possiedono lo stesso significato in entrambi gli approcci. L'elemento in comune che vale per entrambi si sostanzia nel fatto che i diversi standard di valore, come vengono definiti dagli IVS, devono essere appropriatamente utilizzati a seconda delle differenti finalità della valutazione.

Il Principio Italiano di Valutazione I.6.2 stabilisce che “esistono cinque configurazioni di valore comuni a tutte le attività:

- a) valore di mercato;
- b) valore d'investimento;
- c) valore negoziale equitativo;
- d) valore convenzionale;
- e) valore di smobilizzo²⁴.

Il **valore di mercato** corrisponde al prezzo al quale un'impresa, un ramo d'azienda, un'attività o una passività possono essere cedute all'interno di una transazione “fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)”²⁵.

Prima di definire il prezzo di mercato è necessario che il bene oggetto della vendita sia posizionato sul mercato per un determinato periodo di tempo ai fini della commercializzazione in quanto è opportuno far sapere ad un numero il più elevato possibile di acquirenti che tale

²³ Gli *International Valuation Standards (IVS)* sono emanati dall'*International Valuation Standards Council (IVSC)* e hanno come obiettivo quello di definire gli standards valutativi che devono essere utilizzati nei processi di valutazione delle imprese e di qualunque attività al fine di garantire una certa uniformità in tutto il mondo in quanto a metodi ed approcci utilizzati a seconda dei diversi casi. Gli IVS si pongono inoltre come obiettivo quello di assicurare che le perizie valutative siano trasparenti e coerenti. IVS e IVSC costituiscono quindi l'equivalente a livello internazionale dei Principi Italiani di Valutazione (PIV) e dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) poiché, come si è visto in precedenza in riferimento ai PIV, hanno obiettivi sostanzialmente molto simili, se non identici.

²⁴ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 27.

²⁵ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 27.

bene è in vendita; ciò, in base alle dinamiche di domanda e offerta, farà in modo che si formi un prezzo che rifletta le caratteristiche del mercato di riferimento.

È bene precisare che nella stragrande maggioranza dei mercati non sussiste praticamente mai una condizione di equilibrio tra domanda e offerta poiché intervengono fattori come le asimmetrie informative tra gli acquirenti e i venditori o altri fattori o come gli aumenti o i cali improvvisi della domanda. Ciò crea importanti distorsioni, di conseguenza, il valore di mercato deve tenerne conto.

Alla luce di ciò, è possibile stabilire che il valore di mercato è una configurazione di valore che si adegua sì in base alle leggi di domanda e offerta, ma anche in base alle caratteristiche distorsive presenti sul mercato.

Come si può vedere in nota, il valore di mercato definito dai PIV è sostanzialmente identico al *market value* indicato nell'IVS 104²⁶.

Il **valore di investimento** viene definito invece come quel valore che “esprime i benefici offerti da un’attività reale o finanziaria (o di un’entità aziendale) al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo di investimento”²⁷.

Tale configurazione di valore è completamente diversa quindi rispetto al valore di mercato in quanto punta a misurare non tanto il prezzo di un’impresa nel momento in cui questa è soggetta a cessione, quanto piuttosto i benefici e i frutti dell’investimento che saranno conseguiti dal soggetto che la possiede o che intende acquisirla in futuro.

Tornando alla distinzione tra oggettività e soggettività della valutazione di cui si è detto all’inizio del paragrafo, il valore di investimento si avvicina di più ad un valore soggettivo in quanto dipende dalle peculiarità del soggetto che pone in essere l’investimento e dalle caratteristiche dell’investimento stesso.

Questa configurazione di valore coincide esattamente con quello che gli Standard di Valutazione Internazionali chiamano *investment value*. Gli IVS aggiungono inoltre che la determinazione del valore di investimento non richiede per forza l’esistenza di una transazione alla base, come invece avviene nell’ambito del valore di mercato.

Passando ora al **valore negoziale equitativo**, questo viene definito dai PIV come quel prezzo al quale un’impresa o un’attività “potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o

²⁶ “Market Value is the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm’s length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion. INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL., *International Valuation Standards.*, Page Bros, Norwich, 2019, cit., p. 18.

²⁷ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 29.

più soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi”²⁸.

Tale tipologia di valore è pertanto simile al valore di mercato, con l’importante differenza che essa ha come obiettivo quello di determinare un ammontare che sia equo per i soggetti che pongono in essere la transazione. Nel fare ciò, gli interessi soggettivi delle parti, intesi come i vantaggi e gli svantaggi dell’operazione, sono altamente tenuti in considerazione in modo tale da giungere ad un valore che metta d’accordo i contraenti.

Come si può vedere anche dalla nomenclatura, il concetto di equità gioca quindi un ruolo fondamentale ai fini della quantificazione di tale configurazione di valore.

Nell’approccio internazionale degli IVS, il valore negoziale equitativo equivale *all’equitable value*. Anche gli IVS infatti ribadiscono che l’equità e i vantaggi/svantaggi per i contraenti costituiscono due elementi centrali. Gli Standard Internazionali affermano anche che *l’equitable value* si differenzia dal *market value* poiché la determinazione di quest’ultimo non richiede che gli interessi personali delle parti siano presi in considerazione²⁹.

Per quanto riguarda ora il **valore convenzionale**, il Principio Italiano di Valutazione I.6.6 stabilisce che tale valore “discende dall’applicazione dei criteri specifici [...] che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti. La correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi”³⁰.

In base a questa definizione, poiché nell’ordinamento italiano e internazionale non esistono vere e proprie norme che disciplinano come debba essere valutata un’impresa nella sua interezza, questa configurazione di valore non appare la più adatta al fine di valutare un’azienda. Infatti, pur esistendo norme che stabiliscono come debbano essere valorizzate alcune componenti dell’impresa (ad esempio il magazzino e le immobilizzazioni materiali o immateriali), allo stesso tempo non c’è una normativa che descrive una metodologia precisa, univoca e avente forza di legge tramite la quale valutare l’azienda intesa come un complesso di beni organizzati. Il patrimonio aziendale può essere valutato tramite il bilancio d’esercizio, ma si è visto in precedenza come questo non sia uno strumento idoneo per tali finalità.

²⁸ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 30.

²⁹ “*In contrast, Market Value requires any advantages or disadvantages that would not be available to, or incurred by, market participants generally to be disregarded*”. INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL., cit., p. 21.

³⁰ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. pp. 30-31.

Infine, “il **valore di smobilizzo** è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d’investimento”³¹. Tale tipologia di valore rappresenta quindi una grandezza che viene determinata nel momento in cui l’investimento viene meno.

Un esempio di valore di smobilizzo è costituito dal valore che si ottiene nel momento in cui una società viene messa in liquidazione per effetto del fallimento. In questo caso, il venditore ha un potere contrattuale sostanzialmente nullo in quanto la dichiarazione di fallimento lo obbliga a liquidare la società per far fronte alle obbligazioni contratte. Di conseguenza, molto spesso il valore di smobilizzo dell’impresa soggetta a liquidazione è molto inferiore rispetto al valore di mercato o al valore negoziale equitativo che si avrebbe nel caso in cui l’impresa fosse ceduta in condizioni di libero mercato.

In riferimento a quest’ultimo aspetto, gli Standard di Valutazione Internazionali definiscono il **Liquidation Value** come l’importo che si ottiene nel momento in cui un insieme di *asset* (azienda) viene ceduto su base frammentaria³², proprio come avviene durante le aste fallimentari.

Infine, oltre a queste cinque diverse configurazioni di valore, che abbiamo visto essere molto simili tra PIV e IVS, questi ultimi definiscono ulteriori tipologie di valore. Tra queste, oltre a menzionare la definizione di **Fair Value** data dall’IFRS 13, vi è il **Synergistic Value**, ovvero il valore che si ottiene per effetto delle sinergie nell’ambito di operazioni come la fusione tra due o più società, il quale è superiore rispetto alla somma dei valori delle rispettive società prese singolarmente.

Alla luce di quanto evidenziato nel presente paragrafo, è possibile concludere che l’approccio nazionale adottato dai Principi Italiani di Valutazione è completamente allineato con l’approccio internazionale che fa fede agli *International Valuation Standards*. Le diverse configurazioni di valore indicate nei PIV, nella sostanza, sono le medesime di quelle che è possibile riscontrare dagli IVS, se non per quanto riguarda l’aggiunta di elementi di dettaglio da parte degli standard internazionali. Ad ogni modo le differenze, oltre che ad essere poco numerose, non sono di natura sostanziale.

Poiché il presente lavoro si pone come obiettivi quello di determinare il valore di una società calcistica professionistica nel momento in cui questa viene ceduta e quello di stabilire qual è la metodologia più corretta per farlo, d’ora in poi l’attenzione sarà focalizzata sul valore di mercato o tutt’al più sul valore negoziale equitativo. Queste infatti, risultano essere le

³¹ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 31.

³² INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL., cit., p. 22.

configurazioni di valore che meglio rispondono alla finalità di determinazione del valore nell'ipotesi di cessione di società o di percentuali azionarie della stessa.

Il capitolo seguente tratterà le diverse metodologie per la quantificazione del valore di mercato di un'impresa.

CAPITOLO 2. LA DETERMINAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO D'IMPRESA: LE DIVERSE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

2.1 Introduzione

Come si è avuto modo di comprendere nel capitolo 1, i metodi per quantificare il valore economico di un'impresa sono molteplici e variano in base a una serie di fattori, riguardanti ad esempio le finalità della perizia, la tipologia delle imprese oggetto di valutazione e il settore di appartenenza di tali imprese.

Nel presente capitolo verranno analizzate le metodologie di valutazione maggiormente impiegate nella pratica (metodi reddituali, metodi patrimoniali, metodi finanziari e metodi misti). Verrà poi fatto un accenno sul metodo che negli ultimi anni ha riscosso grande successo poiché semplice da applicare e di immediata comprensione, ovvero il metodo dei multipli di borsa. Tale metodo sarà trattato in modo più approfondito nel capitolo dedicato alla valutazione di una società calcistica professionistica non quotata.

Inoltre, il capitolo passerà in rassegna i principali punti di forza di ciascun metodo che portano alla scelta di un modello piuttosto che di un altro, nonché le criticità maggiormente rilevanti dei diversi approcci.

Prima di trattare i metodi di valutazione è però necessario fare alcune ulteriori precisazioni sulle fasi che il valutatore è solito seguire nella predisposizione della perizia e sulla data in cui la stessa viene posta in essere.

Le quattro principali fasi che caratterizzano il processo di valutazione aziendale sono le seguenti:

1. “la definizione dell’obiettivo della valutazione
2. la raccolta e l’analisi delle informazioni
3. la scelta e l’applicazione del metodo di stima
4. la stesura della relazione sulla valutazione”³³.

Della prima fase (**definizione dell’obiettivo della valutazione**) si è già ampiamente trattato nel primo capitolo, nel quale si è detto che una perizia valutativa può avere una miriade di finalità diverse e che la scelta della configurazione di valore da adottare viene effettuata in base ai diversi possibili obiettivi.

³³ BALDUCCI D., cit., p. 57.

Un elemento di fondamentale importanza in questa prima fase è dato dalla data di riferimento della valutazione. Questa “definisce il momento temporale al quale è riferita la stima. Assume rilievo perché la valutazione deve riflettere i fatti e le circostanze riferibili a quella specifica data, che talora possono modificarsi anche significativamente in un intervallo di tempo molto ristretto”³⁴.

Tra la data di riferimento e la data nella quale si redige la relazione sulla valutazione potrebbero trascorrere anche alcuni mesi, di conseguenza, in questo lasso di tempo, potrebbero accadere degli eventi (ad esempio la sottoscrizione di rilevanti contratti di vendita, improvvisi aumenti o crolli degli indici borsistici, temporanei incrementi/riduzioni di fatturato) che vanno ad alterare i valori espressi alla data di valutazione. Pertanto, se le condizioni lo permettono, è opportuno far coincidere la data di riferimento ad una data recente, sia nell’ottica di pervenire ad un valore aggiornato, sia per fare in modo che il valutatore sia tutelato dal rischio che tali eventi modifichino in maniera sostanziale il valore da lui stimato.

La prassi vuole che il valutatore, nel determinare il valore, non faccia ricorso a informazioni e dati riferiti a momenti successivi alla data di riferimento. Ad ogni modo, se ciò dovesse accadere, egli sarebbe tenuto a indicare quali informazioni successive ha utilizzato e il motivo di tale scelta.

Una fase essenziale del processo di valutazione è costituita dalla **raccolta e analisi delle informazioni**; la fondatezza dei risultati raggiunti infatti dipende dalla quantità e soprattutto dalla qualità delle informazioni ricercate dal valutatore.

“La ricerca deve orientarsi verso due direzioni: all’esterno dell’azienda ed al suo interno”³⁵. Le informazioni quindi possono essere di due tipi, “esterne” e “interne”.

Le informazioni esterne riguardano il settore e il contesto esterno in cui agisce la società. In mancanza di queste l’esperto non dispone di una visione a tutto tondo dell’impresa oggetto di valutazione e ciò si traduce in una maggior difficoltà da parte sua nel formulare stime e ipotesi sull’andamento dei flussi di cassa previsionali.

Esempi di informazioni esterne di cui necessita il valutatore sono le seguenti:

- dati relativi alle condizioni di mercato all’interno del settore di riferimento;
- dati relativi ai concorrenti diretti dell’impresa da valutare;
- dati relativi al tasso di crescita del settore nel breve/medio periodo;

³⁴ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. pp. 39-40. Principio Italiano di Valutazione I.8.2.

³⁵ BUONGIORNO M., cit. p. 36.

- dati relativi ai tassi di interesse, utili a stimare il costo del capitale al quale attualizzare i flussi prospettici;
- dati relativi al tasso di inflazione atteso nel breve/medio periodo;
- dati relativi al ciclo di vita del settore;
- dati relativi alle possibili innovazioni tecnologiche all'interno del settore;
- dati relativi alla normativa di riferimento all'interno del settore³⁶.

Questi elementi di natura esterna sono essenziali per il valutatore poiché lo agevolano nel formulare stime maggiormente attendibili. A titolo di esempio: le informazioni relative ai tassi di interesse e al tasso di crescita sono fondamentali ai fini di una quantificazione del valore che sia il più possibile "fair" in quanto sono due fattori che è possibile riscontrare in gran parte delle metodologie di valutazione. La stima di un corretto tasso di crescita è alla base dei modelli di valutazione *steady growth*, mentre le informazioni relative ai tassi di interesse sono indispensabili ai fini della stima del costo del capitale al quale attualizzare i flussi prospettici nell'ambito dei metodi *discounted cash flow*.

Se la ricerca di informazioni esterne fosse poco dettagliata e approssimativa, tasso di crescita e costo del capitale sarebbero distorti, e ciò porterebbe il valutatore alla determinazione di un valore "unfair".

L'attendibilità della valutazione non dipende solamente dalle informazioni esterne, ma anche dalla raccolta di informazioni interne all'azienda. Queste possono essere suddivise in due diverse categorie:

- informazioni relative alla storia dell'impresa (anno della sua fondazione, dati riguardanti l'evoluzione e la crescita, fatti/eventi principali susseguitisi nel tempo, successi e insuccessi ottenuti, informazioni inerenti la struttura interna dell'azienda). Tutto ciò fornisce al soggetto che conduce la perizia "un quadro di riferimento al quale rapportare tutte le altre informazioni di cui verrà a conoscenza. Che costituiscono, altresì, la base per prevedere [...] i risultati economici futuri. L'evoluzione dell'azienda nel tempo legittima, infatti, previsioni sul futuro dell'assetto aziendale"³⁷.
- Informazioni quantitative relative ai dati di bilancio dell'impresa oggetto di valutazione, con particolare attenzione agli ultimi esercizi (dati di stato patrimoniale/conto economico/rendiconto finanziario, dati di natura fiscale relativi alla dichiarazione dei redditi, budget, *business plan* e piani di sviluppo se disponibili, eventuali relazioni di

³⁶ BALDUCCI D., cit., p. 71.

³⁷ BALDUCCI D., cit., p. 65.

revisione). In mancanza dei dati contenuti in questi documenti sarebbe alquanto difficile, se non impossibile, stimare le componenti da inserire nella funzione del valore del metodo scelto.

Infine, per quanto riguarda la terza e la quarta fase (rispettivamente la **scelta e l'applicazione del metodo** e la **predisposizione della relazione sulla valutazione**) queste saranno oggetto di analisi nel presente capitolo e nei successivi.

Vale però la pena ribadire che il valutatore non è assolutamente tenuto ad utilizzare sempre lo stesso metodo e lo stesso approccio operativo in quanto la valutazione d'azienda è una tematica soggetta a continui studi e cambiamenti. "Alcuni criteri e tecniche sono applicabili ad aziende industriali o commerciali, ma non lo sono per aziende di servizi, [...] analogamente non sono applicabili per banche e società di assicurazioni che, a loro volta non sono applicabili al settore terziario"³⁸. Infatti, la valutazione di una grande impresa manifatturiera di carattere industriale (che si suppone contenga ingenti immobilizzazioni materiali nel proprio attivo di stato patrimoniale) sarà effettuata facendo ricorso a metodologie diverse rispetto alla perizia di un'impresa commerciale, che generalmente appare più snella dal punto di vista patrimoniale. Nella prima ipotesi, seppur con le possibili eccezioni del caso, verosimilmente verrà adottato un metodo patrimoniale, nella seconda si farà invece ricorso ai metodi reddituali.

Ad ogni modo, la correttezza della scelta del metodo di valutazione è un aspetto di primaria importanza poiché il valore finale dell'impresa varia a seconda delle diverse metodologie.

2.2 I metodi patrimoniali

L'approccio patrimoniale, sebbene soggetto a critiche da parte di alcuni esponenti della dottrina, è considerato ancora oggi, grazie anche alla sua relativa semplicità, una delle principali metodologie di valutazione del capitale economico d'impresa. Nonostante nella prassi non sia utilizzato con frequenza, questo rappresenta comunque un valido metodo per svolgere perizie nei settori in cui le imprese sono caratterizzate da una struttura patrimoniale rigida, con molti investimenti immobiliari o in altre immobilizzazioni materiali.

Come affermato da gran parte degli studiosi nazionali e internazionali che si occupano di valutazione d'azienda, tra cui l'illustre economista e docente universitario Luigi Guatri, i metodi

³⁸ BALDUCCI D., cit., p. 79.

patrimoniali “si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell’attivo e del passivo che compongono il capitale”³⁹.

Ciò significa che il valore economico sarà determinato in base alla sommatoria dei valori correnti degli elementi patrimoniali dell’attivo e del passivo che compongono l’azienda oggetto di valutazione, senza considerare i flussi di cassa futuri che la stessa saprà generare negli anni successivi; tutti i valori delle attività (crediti, immobilizzazioni materiali, immobilizzazioni immateriali, partecipazioni e altre attività finanziarie, beni in magazzino, ecc...) e delle passività (debiti a breve e a lungo, accantonamenti al fondo rischi e oneri, TFR, ecc...) iscritte in bilancio dovranno quindi essere rettificati al valore corrente, dando così origine a quello che viene definito “patrimonio netto contabile rettificato”. Il valore dell’impresa sarà quindi pari al patrimonio netto contabile rettificato, considerando anche l’importo di eventuali minusvalenze o plusvalenze, al netto degli effetti fiscali generati da queste ultime nell’ipotesi di cessione dei beni.

Un aspetto importante riguarda il fatto che le componenti dell’attivo “vengono valutate per l’importo di denaro che dovrebbe essere pagato se la stessa attività [...] fosse acquisita al momento attuale ovvero al presunto valore di realizzo o al costo attuale di riacquisto. Le passività vengono valutate per l’importo di denaro o suo equivalente non attualizzato che si prevede necessario per estinguere l’obbligazione al momento attuale ovvero al presunto valore di estinzione”⁴⁰.

A testimonianza del fatto che i metodi patrimoniali sono tutt’altro che superati, nonostante siano ormai poco innovativi in quanto risalenti al diciannovesimo secolo, i già citati Principi Italiani di Valutazione (PIV) elaborati nel 2015, ripropongono anch’essi l’approccio patrimoniale tra i possibili modelli di valutazione. I PIV si riferiscono a “valutazioni di tipo patrimoniale” e vengono definite in modo sostanzialmente identico a quanto ribadito poc’anzi. I PIV aggiungono poi che il valutatore è tenuto ad “individuare gli elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di valutazione utilizzati. Se l’analisi è estesa ai beni immateriali specifici, deve anche motivare la scelta di tali elementi, accertandosi della loro coerenza reciproca”⁴¹.

Le attività immateriali però, non sempre sono tenute in considerazione nell’applicazione dei metodi patrimoniali; questo perché spesso e volentieri *gli intangibles* non sono rappresentati

³⁹ GUATRI L., *La valutazione delle aziende: teoria e pratica dei paesi avanzati a confronto*, Egea, Milano, 1994, cit., p. 205.

⁴⁰ BALDUCCI D., cit., p. 97.

⁴¹ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 135. Principio Italiano di Valutazione III.1.28

in bilancio oppure sono iscritti attraverso procedimenti di valorizzazione discutibili che attribuiscono loro un valore più elevato rispetto al loro valore effettivo. Un possibile esempio lo si ha quando, in momenti di crisi o di disequilibrio patrimoniale, gli amministratori decidono di rivalutare il marchio ad un valore sovrastimato al fine di evitare probabili ricapitalizzazioni.

“La dottrina è solita distinguere tra:

- stime *semplici* (o metodo patrimoniale semplice) che determinano il valore del patrimonio con riferimento esclusivo alle attività e passività iscritte in bilancio;
- stime *complesse* (o metodo patrimoniale complesso) che comprendono anche la valorizzazione degli intangibili⁴² non iscritti in bilancio.

Con il **metodo patrimoniale semplice** gli *intangibles* non costituiscono parte integrante della valutazione e pertanto il valore aziendale è limitato al solo patrimonio netto contabile rettificato a valori correnti e per questo motivo è sicuramente più facile da utilizzare rispetto al metodo complesso.

Il valore di un'impresa valutata mediante l'applicazione del metodo patrimoniale semplice è dato dalla formula:

$$W = K$$

Nella quale:

W → valore dell'azienda

K → valore del patrimonio netto contabile rettificato a valori correnti⁴³.

Il **metodo patrimoniale complesso** invece, come anticipato, tiene in considerazione anche tutto ciò che riguarda la sfera immateriale dell'impresa come marchi, brevetti, *know how*, software, diritti, competenze di marketing, reputazione, ecc. Spesso questi elementi sono difficili da valorizzare e ciò rende più conveniente per il valutatore far ricorso al metodo semplice; tuttavia, esistono dei procedimenti specifici che permettono di quantificare in termini numerici il valore di tali attività immateriali.

Il valore pertanto è dato da:

$$W = K + I$$

dove:

⁴² BUONGIORNO M., cit., pp. 163-164.

⁴³ BALDUCCI D., cit., p. 101.

$W \rightarrow$ valore dell'azienda

$K \rightarrow$ valore del patrimonio netto contabile rettificato a valori correnti

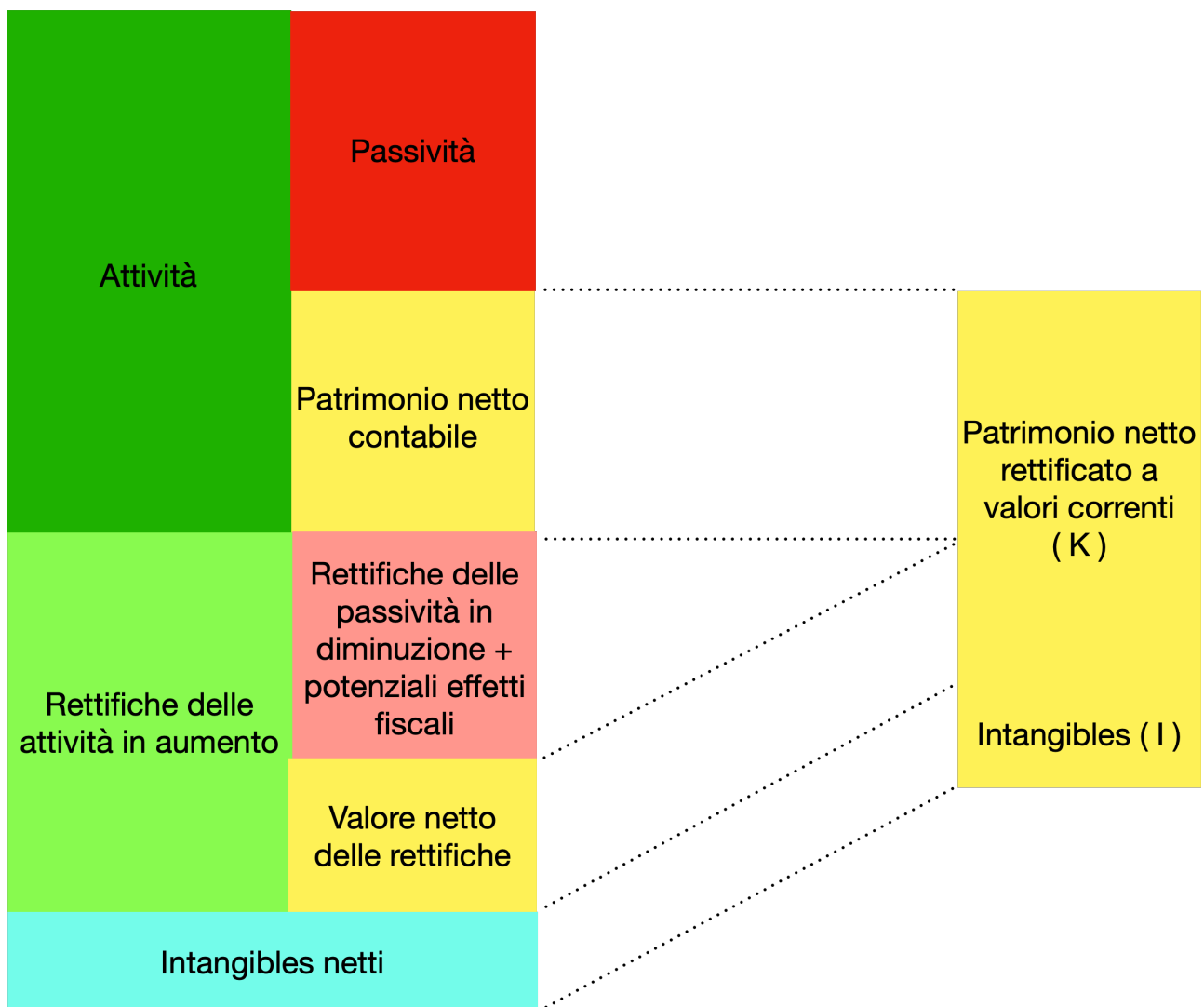
$I \rightarrow$ valore degli *intangibles* non iscritti nello stato patrimoniale⁴⁴.

Come è possibile vedere dalle due formule, il metodo patrimoniale semplice e quello complesso presentano un importante aspetto in comune, ovvero che entrambi, al fine di determinare il valore di un'impresa, si basano esclusivamente sulla somma algebrica degli elementi patrimoniali a valore corrente, senza far ricorso alla prospettiva reddituale che richiede la stima dei flussi di cassa futuri e la loro relativa attualizzazione. Ciò, come si avrà modo di vedere più nel dettaglio nel paragrafo seguente, rappresenta sia un vantaggio sia un elemento di debolezza dell'approccio patrimoniale.

La seguente figura mostra come è composto il patrimonio netto rettificato per entrambi i modelli patrimoniali proposti.

Figura 2.1 Composizione del patrimonio netto rettificato a valori correnti secondo la metodologia patrimoniale

⁴⁴ BALDUCCI D., cit., p. 102.



Fonte: Rielaborazione da Buongiorno M., *La valutazione delle aziende dopo l'introduzione dei PIV*, p. 162.

2.2.1 Punti di forza e criticità dei metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali, così come gli altri modelli di valutazione d'azienda, presentano sia vantaggi che svantaggi.

Poiché tali metodologie si sostanziano in semplici rettifiche delle singole voci che compongono lo stato patrimoniale, il loro principale punto di forza sta nel fatto che sono modelli piuttosto facili da applicare in quanto non sono richieste le stime dei flussi prospettici e del costo del capitale caratterizzanti agli altri metodi di valutazione.

La mancanza pressoché totale di questi elementi costituisce un ulteriore punto di forza, infatti, i metodi patrimoniali "sono talvolta considerati più attendibili delle stime che discendono dai

metodi finanziari e reddituali che basano le relative determinazioni sulla base di valori prospettici, e quindi più aleatori”⁴⁵.

Inoltre, il ridotto impiego di stime e il contemporaneo utilizzo dei soli dati di bilancio rettificati favorisce l’oggettività di cui si detto nel capitolo 1, rendendo allo stesso tempo il processo di valutazione meno soggettivo e meno subordinato alle competenze del soggetto che conduce la perizia.

Come anticipato in precedenza però, la scarsa attenzione alla prospettiva reddituale futura dell’impresa oggetto di valutazione costituisce anche un importante limite in quanto la capacità di generare flussi di cassa in futuro è l’aspetto centrale sul quale si fondano le valutazioni che si avvalgono dei metodi reddituali e dei metodi *discounted cash flow*, che sono anche quelli maggiormente impiegati nella prassi.

Da questa criticità emerge quindi che “i metodi patrimoniali sembrano tradire proprio la logica sottostante alla stima del capitale economico che si basa sulla capacità prospettica di creazione di valore e pertanto si prestano ad una limitata applicazione nella prassi valutativa aziendale. Questi metodi possono essere utilmente impiegati solo in situazioni piuttosto circoscritte ovvero quando il valore corrente degli elementi che compongono il patrimonio aziendale, di fatto, rappresenta una misura implicita anche delle corrispondenti prospettive di reddito attese”⁴⁶.

Ciò accade ad esempio nelle società immobiliari e nelle *holding* finanziarie: le prime sono imprese nelle quali la stragrande maggioranza del patrimonio è composta da immobili di proprietà il cui valore corrente, insieme con i canoni di locazione percepiti, può ben riflettere tali prospettive reddituali future; le seconde, vale a dire imprese il cui attivo di stato patrimoniale è composto esclusivamente da partecipazioni in altre società, allo stesso modo riflettono questo aspetto attraverso il valore corrente dei pacchetti azionari detenuti al quale si presume che saranno alienati.

Qualora una società non presenti queste peculiarità, è tutt’altro che opportuno valutare il capitale economico utilizzando i metodi patrimoniali poiché si giungerebbe ad un valore distorto. Infatti, un ulteriore limite è dato dal fatto che la metodologia patrimoniale non è adatta alla determinazione del valore economico di imprese la cui struttura patrimoniale è caratterizzata da un capitale fisso esiguo, come possono essere ad esempio le imprese commerciali, le imprese di servizi o le imprese digitali.

⁴⁵ MANCIN M. (a cura di), cit., p. 39.

⁴⁶ MANCIN M. (a cura di), cit., p. 39.

Un altro svantaggio dell'approccio patrimoniale, infine, riguarda il fatto che la rivalutazione al valore corrente delle attività e delle passività avviene in modo disaggregato, nel senso che ogni voce viene analizzata e rettificata separatamente dalle altre, e ciò vale sia per il metodo patrimoniale semplice che per quello composto. Così facendo, la somma algebrica dei valori correnti dei singoli elementi del patrimonio netto rettificato sarebbe inferiore rispetto alla somma che si otterrebbe dalla vendita degli stessi beni sotto forma di azienda, intesa come complesso di beni funzionante organizzato per l'esercizio dell'attività d'impresa. Nella seconda ipotesi il plusvalore che emerge non è altro che l'avviamento, il quale, pur non essendo un valore facile da quantificare in termini monetari, spesso è un elemento in grado di spostare gli equilibri nel corso delle trattative che portano alla definizione del valore economico e del valore negoziale dell'impresa soggetta a trasferimento.

Alla luce di ciò, è possibile comprendere che un ultimo grande limite dei metodi patrimoniali sta nel fatto che questi non stimano l'avviamento, valore che invece è opportuno quantificare in quanto anch'esso concorrente alla formazione del prezzo di cessione. Infatti, tanto più l'azienda sarà in grado di generare redditi futuri, tanto più l'avviamento sarà alto e di conseguenza maggiore sarà il valore dell'impresa.

2.3 I metodi reddituali

Un approccio valutativo maggiormente utilizzato nella prassi è costituito dai metodi reddituali. Queste metodologie sono diametralmente opposte ai modelli patrimoniali poiché qui il valore dell'impresa non è più inteso come la sommatoria del valore corrente dei beni che compongono il suo patrimonio, bensì è determinato in funzione alla capacità dell'azienda di generare un reddito negli anni a venire.

Il reddito futuro nei successivi 3-5 anni dalla data di riferimento è dunque l'elemento cardine che caratterizza tali metodi e questo, essendo appunto futuro, dovrà essere stimato dal valutatore. Pertanto, nei metodi reddituali la soggettività è decisamente più marcata rispetto ai metodi patrimoniali, anche perché nello stimare i redditi futuri non si fa riferimento ai dati consuntivi del bilancio d'esercizio (cosa che invece rappresenta il punto di partenza per effettuare le rettifiche nell'approccio patrimoniale), bensì ai dati previsionali presenti nei *business plan*, nei piani industriali di sviluppo o nei *budget*. Come si sa, spesso può accadere che i dati contenuti in questi documenti non siano attendibili; è sempre difficile infatti fare delle previsioni attendibili, tanto più nel contesto odierno governato dalla pandemia.

A fronte di questo, è possibile intuire che una stima approssimativa o errata dei redditi futuri avrà un impatto che si riflette anche sul valore dell'impresa, il quale sarà inevitabilmente tutt'altro che veritiero.

In sostanza, secondo questo filone, l'azienda ha valore "se ed in quanto produce redditività (driver del valore aziendale), attualizzando/capitalizzando il reddito medio prospettico per un congruo tasso di valutazione, sulla base del periodo di tempo che si stima utile, a durata definita oppure indefinita"⁴⁷.

A seconda della durata dell'impresa e dei relativi flussi reddituali da essa generati, nonché dalla presenza o meno di fattori che portano a una certa discontinuità nell'ammontare dei redditi futuri da un anno all'altro, è possibile considerare i metodi reddituali secondo due diversi modelli: il modello sintetico (o semplice) e il modello analitico (o complesso).

Il **metodo reddituale sintetico** verrà utilizzato qualora il valutatore stimasse una durata indefinita dell'impresa e di conseguenza la sua capacità perpetua di generare utili. Tale metodologia infatti ben si adatta alla valutazione di imprese con una storia redditizia ben consolidata negli anni, appartenenti a settori maturi che presentano livelli di redditività costanti e non inclini a improvvise frenate, come ad esempio può essere il settore della grande distribuzione organizzata.

Tale metodo appare inoltre appropriato anche per le perizie il cui l'arco temporale riferito alla determinazione dei redditi futuri risulti essere medio-lungo.

Come si può vedere, la formula si sostanzia in una semplice attualizzazione di una rendita perpetua:

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

nella quale:

W → valore dell'azienda;

R → reddito medio prospettico atteso;

i → tasso di attualizzazione⁴⁸.

Il reddito medio prospettico (R) è un ammontare che deriva da una stima del valutatore in base ai dati che ha a disposizione e deve essere depurato da quelle componenti di reddito di natura

⁴⁷ BALDUCCI D., cit., p. 177.

⁴⁸ GUATRI L., cit., p. 106.

straordinaria, quali ad esempio i ricavi e costi straordinari generati dalla gestione non caratteristica.

Il tasso di interesse (i) invece, deve essere un tasso che rifletta al meglio la redditività del capitale investito da parte delle imprese appartenenti a quello stesso settore con rischiosità simile a quella dell'azienda oggetto di valutazione.

Tali elementi saranno trattati più approfonditamente nel capitolo successivo, nel quale verranno analizzate le stime effettuate dall'esperto al fine di giungere ad una valutazione che sia quanto più attendibile possibile.

Tuttavia, è alquanto improbabile trovarsi di fronte ad imprese che mantengono costanti i propri flussi reddituali prospettici per molti anni. Nella realtà, è normale che un'azienda presenti dei momenti di discontinuità nei quali vengono meno le performance reddituali. Verosimilmente, anche nella più fiduciosa delle ipotesi in cui un'impresa non è mai in perdita, gli utili generati saranno maggiori in certi esercizi e minori in altri, ma quasi mai perpetuamente costanti. Inoltre, tanto più nel contesto odierno, appare alquanto ambizioso sostenere la tesi secondo cui l'impresa abbia una durata illimitata.

Per questi motivi, nella realtà viene utilizzato maggiormente il **metodo reddituale analitico**, il quale non si fonda più sull'ipotesi riguardante la stabilità dei flussi prospettici per tutta la durata futura dell'impresa.

Tale metodo, a differenza di quello sintetico, presuppone un periodo di n anni (di solito non oltre i 3-5 anni dalla data di riferimento) nel quale i flussi reddituali prospettici vengono stimati in modo puntuale. Per ottenere il valore dell'impresa, questi flussi futuri "puntuale" attualizzati per i primi n esercizi verranno sommati con quello che viene definito *terminal value*, ovvero quel valore che presenta l'azienda al termine del periodo n . Il *terminal value* a sua volta, sarà determinato sulla base del metodo sintetico appena descritto, stimando quindi il reddito medio atteso che si manifesta dal termine del periodo n in avanti.

La formula è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{W_n}{(1+i)^n}$$

nella quale:

$W \rightarrow$ valore dell'impresa;

$R_t \rightarrow$ flussi reddituali stimati puntualmente nei primi n anni;

$i \rightarrow$ tasso di attualizzazione;

$W_n \rightarrow$ *terminal value* dell'impresa al periodo n ⁴⁹.

Questo secondo approccio, grazie al fatto che per almeno 3-5 anni prende in considerazione i redditi puntuali dell'impresa, appare sicuramente più preciso e realistico; infatti, può benissimo essere impiegato per la valutazione di imprese che attraversano periodi di discontinuità in termini di utili realizzati. È il caso ad esempio delle aziende in cui gli esercizi immediatamente successivi alla data di riferimento sono caratterizzati dagli effetti di grandi plusvalenze o minusvalenze o dal verificarsi di situazioni che provocano un importante aumento dei costi, dovute ad ingenti investimenti pianificati o al pagamento di oneri finanziari. Queste componenti straordinarie, se di importo rilevante, minano la stabilità dei flussi reddituali prospettici; pertanto, ciò porterà il valutatore a preferire il metodo reddituale analitico a discapito di quello sintetico.

Come si avrà modo di vedere nei capitoli successivi, i metodi reddituali non sembrano essere adatti al fine della valutazione delle società calcistiche professionistiche poiché questo settore è storicamente caratterizzato da modelli business poco orientati al profitto e poco sostenibili; sono assai limitati infatti i club attenti all'economicità capaci di generare risultati economici positivi in maniera costante nel tempo.

2.3.1 Punti di forza e criticità dei metodi reddituali

I metodi reddituali sono molto diffusi nella pratica, specialmente nei casi in cui il valutatore compie la valutazione ai fini di una cessione d'azienda o di un trasferimento di quote sociali.

In quest'ottica l'acquirente è interessato principalmente a comprendere quelle che sono le prospettive reddituali dell'impresa che andrà a rilevare, ossia le capacità della stessa di essere remunerativa in futuro. Da ciò infatti dipenderà la sua decisione di acquistare o meno l'azienda. L'approccio reddituale, a differenza di quello patrimoniale, è impiegato per valutare imprese il cui patrimonio è costituito prevalentemente da attività immateriali, che non dispongono di molte immobilizzazioni materiali o immobili. Pertanto, tale approccio "è di frequente utilizzo nelle seguenti categorie d'aziende: aziende commerciali, aziende di servizi, aziende di intermediazione, aziende di intermediazione finanziaria, aziende di consulenza, aziende a redditività tendenzialmente costante"⁵⁰.

⁴⁹ MANCIN M. (a cura di), cit., p. 32.

⁵⁰ BALDUCCI D., cit., p. 180.

Da questa lista è possibile intuire che uno dei principali vantaggi dei metodi reddituali è rappresentato dal fatto che questi possono essere utilizzati per la valutazione di un elevato numero di imprese in molti diversi settori.

Un altro vantaggio, che riguarda soprattutto la valutazione di imprese di una certa dimensione, consiste nel fatto che il valutatore può fare affidamento su dati previsionali che sono già stati elaborati dall'azienda oggetto di valutazione. Le imprese medio-grandi, infatti, redigono costantemente *business plan* e piani di sviluppo per richiedere finanziamenti alle banche e ai propri investitori, ma anche come strumento di controllo delle proprie attività. Il valutatore dunque, può avvalersi dei dati contenuti in questi documenti per quantificare i flussi di reddito futuri da inserire al numeratore della formula.

Altri vantaggi riconducibili ai metodi reddituali sono i seguenti:

- stime soggettive comunque limitate rispetto ad altre metodologie di valutazione (queste infatti riguardano solamente i redditi futuri e il tasso di attualizzazione);
- aziende valutate nel loro complesso (e non in base a una mera somma algebrica di valori come invece accade nei metodi patrimoniali);
- livello di incertezza mediamente basso, ovviamente solo nei casi in cui i redditi prospettici siano attendibili;
- valutazione condotta facendo attenzione alla dinamica reddituale futura dell'impresa;
- il valore che emerge è un dato che tiene conto delle dinamiche future dell'impresa (il valore ottenuto con i metodi patrimoniali è invece un dato "vecchio", in quanto basato sui valori di stato patrimoniale).

I metodi reddituali però, come tutti i modelli di valutazione aziendale, presentano anche evidenti limiti. Primo fra tutti, come si è visto, il fatto che questi non sono adatti alla valutazione di imprese altamente patrimonializzate, quali ad esempio le società immobiliari, le grandi catene alberghiere o le imprese manifatturiere.

Inoltre un'altra criticità riguarda il fatto che esiste sempre un certo margine di errore nella stima dei redditi prospettici e del tasso di attualizzazione, questo perché tali valori non sono oggettivi, bensì sono frutto di stime in quanto condizionati da avvenimenti futuri.

Il punto di debolezza di maggior rilevanza però, inerente soprattutto il metodo reddituale semplice, è che questo è valido solamente per imprese che generano redditi molto stabili nel tempo appartenenti a settori e mercati poco dinamici. Nonostante questa criticità venga in parte attenuata dalla stima puntuale dei redditi futuri nei primi 3-5 anni che caratterizza il metodo reddituale analitico, nel caso di redditi non costanti e "nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati

consentita dai metodi finanziari”⁵¹, i quali saranno oggetto di trattazione nel paragrafo successivo.

2.3 I metodi finanziari

I metodi finanziari (o metodi *Discounted Cash Flow*), seppur con importanti differenze, seguono la stessa logica dei metodi reddituali secondo la quale il valore dell’impresa è dato dalla sua capacità di generare flussi prospettici. Come però si è visto nel paragrafo precedente, l’approccio finanziario nella maggior parte dei casi è preferibile in quanto risolve la problematica relativa al fatto che i flussi futuri devono essere costanti.

Infatti, “l’unica funzione del valore che è sempre accettabile, indipendentemente dalle finalità valutative, è quella che considera la somma dei flussi di cassa che l’azienda sarà in grado di generare nel tempo (i flussi di reddito sono accettabili in situazioni limitate)”⁵², e questa è un’opinione condivisa dalla maggior parte degli esponenti della dottrina di riferimento.

Con l’approccio finanziario il valore dell’impresa viene determinato in funzione della sua capacità di generare flussi monetari futuri. La grande differenza rispetto ai metodi reddituali riguarda i flussi da attualizzare; infatti, con i metodi *discounted cash flow* non vengono più considerati i flussi di reddito, ma vengono attualizzati i flussi di cassa prospettici operativi o i flussi di cassa prospettici a disposizione degli azionisti a seconda delle diverse prospettive.

Nel condurre un processo di valutazione mediante i metodi finanziari, il valutatore innanzitutto è chiamato a scegliere se adottare la prospettiva *asset side* o la prospettiva *equity side*.

Secondo la prospettiva ***asset side***, la stima del valore economico dell’impresa viene effettuata in modo indiretto: viene determinato prima il valore economico degli attivi (*l’enterprise value*) a cui si sottrae l’indebitamento complessivo dell’azienda, ovvero l’ammontare della posizione finanziaria netta espressa a valore di mercato. “Nonostante si tratti di un’approssimazione, nella prassi spesso si utilizza la posizione finanziaria netta risultante dall’ultimo bilancio”⁵³ e quindi il dato di cui dispone l’esperto alla data di riferimento della valutazione.

Ipotizzando un’impresa indebitata, se la sottrazione del debito non venisse posta in essere, si otterrebbe solamente *l’enterprise value* (EV) e ciò renderebbe la valutazione incompleta poiché

⁵¹ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 141. Principio Italiano di Valutazione III.1.32.

⁵² BUONGIORNO M., cit., p. 69.

⁵³ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/quick/guideallaquotazione/guidaallavalutazione.pdf> p. 8.

quest'ultimo non è equivalente al valore a disposizione degli azionisti, bensì corrisponde al valore a disposizione di tutti i conferenti di capitale. Prendendo invece in considerazione un'impresa non indebitata, in linea teorica il valore degli attivi coincide con il valore dell'*equity* e quindi, in caso di società quotata, con la capitalizzazione di borsa.

In questo modo si va quindi a “valutare gli *asset* dell'impresa, cioè [...] a determinare il valore del suo capitale operativo”⁵⁴. È per questo motivo che l'attualizzazione dei flussi prospettici deve riguardare i soli flussi operativi (FCFO) senza interessi passivi e altre componenti extra-caratteristiche; questi infatti rappresentano quei flussi residuali che vanno a remunerare sia i terzi finanziatori sia gli apportatori di *equity*.

Inoltre, poiché nella maggior parte dei casi le imprese sono finanziate sia da capitale di debito che da capitale di rischio, è necessario che il tasso di attualizzazione dei flussi sia un tasso che tenga conto del rendimento atteso da entrambe le forme di finanziamento. Come si avrà modo di vedere più nel dettaglio nel capitolo successivo dedicato alle stime del valutatore, il tasso che meglio riflette questo aspetto è il *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.

La formula sarà quindi la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EV_n}{(1 + WACC)^n} - PFN$$

nella quale:

W → valore economico dell'impresa;

$FCFO_t$ → flussi di cassa operativi prospettici all'anno t ;

$WACC$ → costo medio ponderato del capitale;

EV_n → *terminal value* degli *asset* alla fine del periodo di previsione esplicita;

PFN → posizione finanziaria netta⁵⁵.

Come è noto, il $WACC$ corrisponde alla media ponderata tra il costo del debito e il costo dell'*equity*:

$$WACC = Kd (1 - T) \frac{D}{(D + E)} + Ke \frac{E}{(D + E)}$$

nella quale:

Kd → costo del capitale di debito conferito da terzi finanziatori (costo del debito);

⁵⁴ MASSARI M., ZANETTI L., cit., p. 83.

⁵⁵ MANCIN M. (a cura di), cit., p. 34.

Ke → costo del capitale proprio conferito dai soci (costo dell'*equity*);
 D → debito finanziario netto a valore di mercato (posizione finanziaria netta);
 E → patrimonio netto a valore di mercato (*equity*);
 T → *tax rate*⁵⁶.

Con la prospettiva ***equity side*** invece, il valore economico del patrimonio netto viene determinato direttamente, senza che sia necessario sottrarre l'indebitamento all'interno della funzione del valore. Secondo questa seconda logica infatti, non vengono più utilizzati i flussi di cassa operativi, bensì solamente i flussi di cassa prospettici che spettano ai conferenti di capitale di rischio (FCFE), i quali tengono in considerazione anche delle variazioni monetarie derivanti dalle operazioni di finanziamento.

Un'altra fondamentale differenza rispetto alla prospettiva *asset side* riguarda il fatto che il tasso di attualizzazione non è più il costo medio ponderato del capitale, ma il tasso che riflette il costo dell'*equity* (Ke), vale a dire il rendimento atteso dai soci che apportano capitale di rischio. Questo perché tale tipologia di flussi va a remunerare esclusivamente i conferenti di capitale proprio.

Come si avrà modo di vedere nel capitolo seguente, prassi vuole che il costo dell'*equity* sia stimato attraverso il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

In base a quanto detto, la funzione del valore varierà nel seguente modo:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + Ce)^t} + \frac{W_n}{(1 + Ce)^n}$$

nella quale:

W → valore economico dell'impresa;

$FCFE_t$ → flussi di cassa a disposizione degli azionisti all'anno t ;

Ce → costo del capitale proprio conferito dai soci;

W_n → *terminal value equity side* alla fine del periodo di previsione esplicita⁵⁷.

Se si osservano le funzioni del valore nelle due diverse prospettive, è possibile notare che la procedura di determinazione del capitale economico secondo i metodi finanziari presenta degli aspetti in comune con il metodo reddituale analitico. Esattamente come avveniva per la

⁵⁶ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/quick/guideallaquotazione/guidaallavalutazione.pdf>
p. 9.

⁵⁷ MANCIN M. (a cura di), cit., p. 36.

quantificazione dei redditi prospettici, i flussi di cassa futuri da attualizzare (sia FCFO sia FCFE) vengono stimati in base ad un periodo di previsione esplicita che, come si avrà modo di vedere nel capitolo successivo, è bene che non sia superiore a 3-5 anni al fine di non compromettere la veridicità dei dati. Inoltre, siccome è ragionevole ipotizzare che l'impresa abbia una durata superiore a 3-5 esercizi futuri, al termine di tale periodo è necessario stimare il *terminal value*. L'attendibilità della valutazione dipende per larga parte dalla stima di questa seconda componente della formula. Nell'applicazione dei metodi *discounted cash flow* (e anche del metodo reddituale analitico), "l'esperto deve prestare grande attenzione alla stima del valore terminale, essendo consapevole del peso elevato che questo può avere sul valore finale [...]. La stima più appropriata dovrebbe basarsi sull'individuazione di un flusso sostenibile di lungo periodo, tenendo conto anche di un tasso di crescita coerente"⁵⁸.

Solitamente il *terminal value* viene calcolato attraverso l'attualizzazione dell'ipotetico flusso di cassa che saprà generare perpetuamente l'impresa al termine del periodo di previsione esplicita stimato dal valutatore, pertanto tale valore è assimilato a tutti gli effetti ad una rendita perpetua.

Infine, un altro elemento che incide notevolmente sull'ammontare dei flussi di cassa futuri, e di conseguenza sulla stima del capitale economico, è rappresentato dal fatto che l'impresa oggetto di valutazione potrebbe essere soggetta a prospettive di crescita negli anni successivi alla data di riferimento. Nel caso in cui ciò si verifichi, il valutatore dovrà tenere conto del tasso di crescita e questo dovrà essere stimato in modo attendibile.

A fronte di ciò la funzione del valore dei metodi finanziari e del metodo reddituale analitico varia a seconda delle diverse attese sui risultati economico-finanziari futuri dell'impresa: nei casi di stabilità futura del fatturato, dei margini e dei flussi (ipotesi *steady state*) valgono le formule qui descritte; se invece negli anni successivi ci si attende una crescita costante di tali grandezze (ipotesi *steady growth*) le formule dovranno necessariamente considerare anche il tasso di crescita.

2.3.1 Punti di forza e criticità dei metodi finanziari

Fonti autorevoli ritengono che i metodi *discounted cash flow* siano complessivamente le metodologie migliori ai fini della determinazione del valore economico di un'impresa soggetta

⁵⁸ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 149. Principio Italiano di Valutazione III.1.37.

a cessione⁵⁹. Tale modello infatti, “è riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore”⁶⁰.

Varie ricerche dimostrano che tali metodi, grazie alla rigosità che li contraddistingue, costituiscono l’approccio valutativo maggiormente utilizzato nella prassi, soprattutto ai fini della valutazione delle società quotate.

A testimonianza di ciò, uno studio del 2002 condotto dall’AIAF (Associazione Italiana degli Analisti Finanziari) evidenzia che l’89% degli analisti finanziari che hanno preso parte al sondaggio fa ricorso ai metodi finanziari quando questi sono chiamati a redigere perizie valutative⁶¹. La ricerca inoltre dimostra come questi siano di gran lunga i modelli preferibili ai fini della valutazione di determinate categorie di imprese: nei settori industriali, nonostante in tali settori prevalga da sempre l’approccio patrimoniale, il 47% delle perizie fonda le proprie analisi sui metodi DCF, nelle *start-up* l’incidenza cresce addirittura al 65%.

Uno dei principali vantaggi dei metodi finanziari, così come dei metodi reddituali, sta nella loro versatilità, in quanto è possibile applicarli per la valutazione di molte tipologie di imprese in diversi settori: imprese di servizi, commerciali, bancarie, assicurative, società di leasing e società finanziarie in generale. Tuttavia, i metodi DCF, poiché stimano il valore economico in funzione dei flussi monetari futuri, sono maggiormente adatti per la valutazione delle imprese la cui dimensione finanziaria è rilevante.

Alla luce di ciò, un primo limite del metodo finanziario è rappresentato dal fatto che “non è applicabile alle situazioni aziendali con elevata patrimonializzazione dell’attivo e scarsa movimentazione monetaria”⁶². Di conseguenza, è possibile intuire che tale metodologia non è idonea alla valutazione né delle società immobiliari di cui si è detto nel paragrafo dedicato ai metodi patrimoniali, né di imprese dai limitati o inesistenti flussi di cassa caratterizzate da disequilibrio finanziario.

⁵⁹ “I metodi basati sui flussi finanziari [...] costituiscono, per diversi operatori, [...] la formula generalmente preferibile a qualsiasi altra”. GUATRI L., cit., p. 169.

⁶⁰ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/quick/guideallaquotazione/guidaallavalutazione.pdf> p. 8.

⁶¹ ASSOCIAZIONE ITALIANA DEGLI ANALISTI FINANZIARI, *Best Practices nei metodi di valutazione di impresa e di stima del costo del capitale*, in “Rivista AIAF: periodico dell’Associazione Italiana degli Analisti Finanziari”, n. 41, dicembre 2001/gennaio 2002.

⁶² BALDUCCI D., cit., p. 229.

Un altro importante punto di forza riguarda il fatto che “la valutazione è effettuata nell’ottica dell’acquirente, effettivo o potenziale, ovvero della proprietà, non dell’azienda in sé”⁶³. Questo perché i potenziali acquirenti equiparano l’acquisizione dell’impresa ad un vero e proprio investimento in grado di far ottenere loro dei benefici futuri che si traducono in flussi di cassa per gli azionisti.

Secondo questo approccio dunque, molte volte il valore che ne deriva coincide con la configurazione di valore che nel primo capitolo è stata definita “valore di investimento”.

Ulteriori vantaggi delle metodologie finanziarie sono riconducibili ai seguenti aspetti:

- rigidità dei metodi delle procedure di stima degli elementi che compongono la funzione del valore;
- possibilità di servirsi dei dati previsionali contenuti nei *business plan*, nei piani strategici o nei *budget* al fine della stima dei flussi di cassa del periodo di previsione esplicita;
- sono metodi orientati al futuro poiché la valutazione che viene data all’azienda avviene in base alla sua capacità di generare flussi monetari prospettici, e non in funzione di dati “storici”;
- sono metodi che ben si adattano con la dinamicità del contesto e dei mercati in quanto i flussi prospettici sono stimati puntualmente, quanto meno nei primi anni.

Nonostante la loro rigidità e la loro diffusione, i metodi finanziari non sono esenti da criticità; questi infatti sono metodi che presentano un alto livello di soggettività in quanto le funzioni del valore su cui si fondano sono costituite per gran parte da elementi previsionali scelti e stimati dal valutatore. Se si esclude la componente oggettiva del debito risultante alla data di riferimento da sottrarre all’*enterprise value* in un’ottica *asset side*, è possibile notare come l’esperto non disponga *ex ante* degli altri parametri quali il valore dei flussi di cassa prospettici (sia operativi che degli azionisti), il costo del capitale (sia WACC che C_e) e il *terminal value*.

Questa presenza elevata di ipotesi soggettive rappresenta quindi uno dei limiti principali dei metodi DCF e ciò spesso si traduce in un aumento dell’incertezza e, al tempo stesso, in una riduzione dell’attendibilità dei risultati conseguiti.

Un ulteriore punto di debolezza deriva dal fatto che spesso è tutt’altro che semplice stimare i flussi di cassa futuri poiché la loro determinazione “è strettamente connessa alle strategie e alle politiche aziendali, che, a loro volta, sono il frutto di specifiche e soggettive scelte imprenditoriali, e al momento della valutazione tali fattori sono spesso imprevedibili”⁶⁴.

⁶³ BALDUCCI D., cit., p. 226.

⁶⁴ BALDUCCI D., cit., p. 228.

Oltre ai flussi di cassa, molto spesso risulta essere di difficile determinazione anche il tasso di attualizzazione. Infatti, sia nella versione *asset side* che in quella *equity side*, è richiesta la stima del rendimento dagli azionisti (C_e), che normalmente avviene in base all'applicazione del *Capital Asset Price Model* (CAPM). Come si avrà modo di vedere nel capitolo seguente però, le componenti di tale modello non sono oggettivamente determinabili, bensì sono anch'esse oggetto di stima da parte del valutatore. Il Beta ad esempio, parametro che misura il rischio sistematico cui è soggetta l'impresa, è frutto di complesse elaborazioni statistiche e ciò contribuisce a rendere l'applicazione dei metodi finanziari ancor più complicata. Tale complessità, specialmente in riferimento alla quantificazione del grado di rischio, cresce ulteriormente nel caso in cui la valutazione riguardi società non quotate; per esse infatti, non potendo contare su un coefficiente Beta espresso dal mercato, sarà necessario effettuare ulteriori stime facendo leva sul Beta delle società quotate comparabili.

Infine, i metodi finanziari possono presentare ulteriori problemi di applicazione, come ad esempio:

- dati finanziari prospettici non sempre attendibili;
- metodi non propriamente adatti alla valutazione di imprese che da lì a poco saranno soggette a processi di riorganizzazione in quanto queste verosimilmente presenteranno flussi di cassa negativi per effetto degli investimenti futuri di breve termine;
- difficoltà nella stima dei flussi di cassa prospettici per periodi di previsione esplicita superiori a 3-5 anni;
- difficoltà nella stima del *terminal value*;
- presenza di *surplus assets*, ovvero quando l'impresa possiede all'interno della propria sfera patrimoniale delle attività che non generano flussi di cassa⁶⁵.

Nonostante questi limiti, i metodi finanziari trovano grandi consensi nella pratica e sono fra i più apprezzati dalla dottrina; non a caso sono i più utilizzati insieme ai multipli di borsa. L'approccio finanziario è a tutti gli effetti un'evoluzione dei metodi reddituali e la sua superiorità "sta nel fatto che esso consente di evidenziare chiaramente i tre fattori che stanno alla base del valore creato da un business"⁶⁶, ovvero la capacità di generare flussi di cassa, il rischio a cui è soggetta l'impresa e l'orizzonte temporale di riferimento.

⁶⁵ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/quick/guideallaquotazione/guidaallavalutazione.pdf>
pp. 11-16.

⁶⁶ MASSARI M., ZANETTI L., cit., p. 10.

2.4 I metodi misti: il metodo del valore medio, la stima autonoma dell'avviamento e il metodo EVA

Un altro approccio utilizzato in maniera considerevole dagli esperti e da questi molto apprezzato riguarda i metodi misti. Quelli che hanno riscosso maggior successo nella pratica sono il metodo della stima autonoma dell'avviamento (o metodo misto patrimoniale reddituale), il metodo *Economic Value Added* (o metodo *Discounted Economic Profit*) e il metodo del valore medio.

Come ribadito anche dal nome, la loro principale caratteristica riguarda il fatto che il valore economico viene quantificato sulla base di un mix di approcci valutativi, nella maggior parte dei casi quello patrimoniale e quello reddituale.

Infatti, il grande vantaggio dei metodi misti è che questi “consentono di ponderare nel calcolo del capitale economico le prospettive reddituali future congiuntamente al valore della componente patrimoniale del compendio aziendale oggetto di trasferimento”⁶⁷. Si può quindi affermare che tali metodi costituiscono una sintesi e un’evoluzione degli approcci trattati in precedenza afferenti alla dinamica patrimoniale e reddituale.

Il più elementare tra i metodi misti è sicuramente il **metodo del valore medio**. Con tale metodologia, in riferimento alla sua versione di base, l’esperto determina il valore economico dell’impresa mediante una funzione del valore che prende in considerazione “la media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di capitale economico espresso con la formula della rendita perpetua”⁶⁸. In sostanza, come si può vedere dalla formula, il valore è dato dalla media dei risultati ottenuti applicando il metodo patrimoniale semplice e il metodo reddituale sintetico:

$$W = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R}{i} \right)$$

nella quale:

W → valore dell’impresa;

K → patrimonio netto rettificato a valori correnti;

R → reddito medio prospettico;

i → tasso di attualizzazione⁶⁹.

⁶⁷ MANCIN M. (a cura di), cit., p. 40.

⁶⁸ GUATRI L, BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005, cit., p. 601.

⁶⁹ BALDUCCI D., cit., p. 269.

Nonostante l'apparente semplicità, è bene tener presente che la formula può essere modificata con l'aggiunta delle attività immateriali (I) e dei redditi stimati puntualmente, componenti queste che sono proprie rispettivamente del metodo patrimoniale complesso e del metodo reddituale analitico.

Il vantaggio di tale metodologia è che il risultato finale tiene conto sia della dinamica patrimoniale che di quella reddituale. Allo stesso tempo, però, manca di razionalità e di rigorosità teorica; "l'azienda non potrebbe, infatti, scindere il proprio valore, che è unitario [...]. Il valore, realisticamente, si colloca tra i limiti patrimoniale e di attualizzazione del reddito, ma è molto raro che sia proprio esattamente a metà"⁷⁰. Per questo motivo il metodo del valore medio è utilizzato con frequenza assai limitata nella prassi.

Un metodo misto largamente diffuso riguarda invece la **stima autonoma dell'avviamento**. Secondo questo approccio il valore economico è dato dalla somma tra il patrimonio netto rettificato a valori correnti e l'avviamento (*goodwill*). Quest'ultimo è calcolato come differenza tra il reddito medio prospettico che l'impresa sarà in grado di generare in futuro e il reddito normale del settore di appartenenza della stessa, determinato applicando le attese di rendimento medie del settore al capitale netto rettificato a valori correnti (*iK*). Tale valore dovrà poi essere attualizzato in base al numero di anni futuri (*n*) per i quali si ritiene di poter ottenere tale ammontare di reddito.

L'avviamento sarà dunque così determinato:

$$Avviamento = \sum_1^n \frac{(R - i'K)}{(1 + i)^n}$$

nella quale:

R → reddito medio prospettico;

i' → rendimento del settore di riferimento;

i → tasso di attualizzazione;

K → patrimonio netto rettificato a valori correnti⁷¹.

Nel caso in cui venga meno la capacità dell'impresa di generare redditi futuri è importante precisare che la formula darà un risultato negativo, pertanto non si parlerà più di *goodwill*, bensì di *badwill* (avviamento negativo).

⁷⁰ BALDUCCI D., cit., p. 269.

⁷¹ MANCIN M. (a cura di), cit., p. 40.

Inoltre, anche in questo caso si ribadisce che il patrimonio netto rettificato a valori correnti (K) e il reddito medio prospettico (R) sono quantificati in base all'applicazione del metodo patrimoniale e reddituale.

Alla luce di ciò, la funzione del valore che consente di determinare il valore del capitale economico risulta essere la seguente:

$$W = K + \sum_1^n \frac{(R - i'K)}{(1 + i)^n}$$

Nel caso in cui l'impresa valutata disponga di rilevanti attività immateriali, è possibile utilizzare la seguente variante, che altro non è che un metodo misto basato sul metodo patrimoniale complesso e sul metodo reddituale sintetico:

$$W = (K + I) + \sum_1^n \frac{[R - i'(K + I)]}{(1 + i)^n}$$

nella quale:

I → attività immateriali (intangibles)⁷².

Come si avrà modo di vedere nei capitoli seguenti, questa seconda configurazione del metodo della stima autonoma dell'avviamento può essere una valida soluzione per quello che è lo scopo del presente lavoro, ovvero l'individuazione del metodo più adatto al fine della valutazione di una società calcistica professionistica. Questo perché nelle società calcistiche le attività immateriali sono una voce di bilancio di fondamentale importanza. Nel settore del calcio infatti, così come in altri sport di squadra, le società espongono in bilancio il proprio parco giocatori tra le attività immateriali e spesso queste rappresentano più del 50-60% del totale dell'attivo. Anche in questo caso tale metodologia tiene in considerazione sia l'approccio reddituale sia quello patrimoniale. Quest'ultimo, oltre a ridurre il grado di incertezza, grazie alla valutazione di elementi non prospettici contribuisce all'ottenimento di un valore del capitale economico maggiormente oggettivo. Il reale punto di forza del modello della stima autonoma dell'avviamento è però dato dal fatto che la quantificazione dell'avviamento avviene in modo esplicito ed attendibile.

⁷² ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 143.

Gli svantaggi sono da ricondurre al fatto che comunque esiste un margine di errore nella stima dei tassi e nella determinazione dell'avviamento⁷³, oltre al fatto che è sempre complicato stimare i flussi reddituali prospettici.

Infine, l'ultimo modello di valutazione misto che vale la pena citare, nonché il più recente tra quelli considerati, è il **metodo *Economic Value Added*** (noto come metodo EVA).

Questo metodo, originariamente ideato come strumento di controllo, "tenta di misurare il valore prodotto da un'azienda nel corso di un esercizio (il vero utile d'impresa), confrontando la redditività operativa con il costo medio del capitale investito necessario per il funzionamento dell'azienda [...], per quantificare se il ritorno sul capitale investito sia superiore o meno al costo sostenuto per la sua disponibilità⁷⁴.

Il valore economico dell'azienda mediante il metodo EVA è dato dalla seguente formula:

$$W = K + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_n}{(WACC - g)} + \frac{1}{(1 + WACC)^{n-1}} - PFN$$

nella quale:

K → capitale investito netto rettificato;

WACC → costo medio ponderato del capitale investito;

g → tasso di crescita stimata degli EVA;

$EVA_n / (WACC - g)$ → *terminal value*;

n → durata dell'azienda in anni⁷⁵.

Il valore economico aggiunto (EVA) è dato invece da:

$$EVA = NOPAT - (WACC * C)$$

nella quale:

NOPAT → reddito operativo al netto delle imposte;

C → capitale investito.

⁷³ BALDUCCI D., cit., p. 87.

⁷⁴ BALDUCCI D., cit., p. 287.

⁷⁵ BALDUCCI D., cit., pp. 290-291.

Secondo questa logica, l'azienda genera valore in tutti i casi in cui EVA è maggiore di 0, vale a dire quando il capitale investito rende in misura maggiore rispetto al costo (cioè quando $NOPAT > WACC \cdot C$).

Il metodo EVA può essere considerato a tutti gli effetti un metodo misto reddituale-finanziario poiché mette in relazione la dinamica finanziaria, attraverso il capitale investito, con la dinamica reddituale, attraverso il NOPAT.

Le principali criticità che caratterizzano tale impostazione sono legate al fatto che nelle fasi di crescita degli investimenti, "l'Eva sottostima l'effettiva capacità dell'azienda di produrre ricchezza per via della maggior crescita del capitale investito rispetto al reddito operativo (gli investimenti non generano [...] corrispondenti incrementi di reddito operativo nel periodo iniziale, necessitando di un periodo di avvio)"⁷⁶. Inoltre, i risultati conseguiti sono spesso di dubbia attendibilità, specialmente nelle imprese altamente patrimonializzate; qui infatti potrebbero verificarsi situazioni in cui le immobilizzazioni che compongono il capitale investito sono soggette a perdite durevoli di valore, mentre il reddito operativo al netto delle imposte rimane costante, provocando così delle distorsioni interpretative.

Queste difficoltà di interpretazione sono poi confermate dal fatto che l'EVA non nasce come metodo di valutazione del capitale economico d'impresa, bensì come strumento di controllo finalizzato alla misurazione delle performance economico-finanziarie.

Ciò non toglie che la metodologia EVA sia frequentemente utilizzata per valutare le società finanziarie, oltre al fatto che essa "funziona al meglio quando viene applicata ad aziende che basano la loro attività sul capitale investito tangibile (impianti, equipaggiamenti, magazzino). Se invece viene utilizzata per aziende che si appoggiano in modo consistente sulle attività intangibili (avviamento, riconoscibilità del marchio, proprietà intellettuali come brevetti e copyright) l'EVA risulta meno efficace"⁷⁷.

Alla luce di quest'ultimo aspetto, questo modello non appare il più appropriato al fine della valutazione delle società calcistiche professionistiche, poiché, come si avrà modo di comprendere nei capitoli seguenti, in tali società le attività immateriali e gli *intangibles* giocano un ruolo fondamentale nel processo che porta alla determinazione del loro valore economico. In generale, il grande vantaggio dei metodi misti è che questi non prendono in considerazione un'unica prospettiva (come accade invece nei metodi patrimoniali, reddituali e finanziari), ma

⁷⁶ BALDUCCI D., cit., p. 291.

⁷⁷ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/eva146.htm>.

al contrario, esprimono il valore economico in funzione di diversi elementi afferenti a più dimensioni. Ciò permette di superare, almeno in parte, le lacune delle singole metodologie. Infatti, è possibile concludere che i metodi misti garantiscono da un lato la rigosità e l'attenzione alle prospettive reddituali/finanziarie tipiche delle metodologie basate sui flussi, dall'altro l'oggettività e la concretezza proprie dell'approccio patrimoniale. Ciò rende queste metodologie molto stimate dagli analisti e dai soggetti che svolgono valutazioni aziendali e molto spesso sono preferite rispetto alle ad altri approcci.

2.5 I multipli di borsa

Concludiamo ora il capitolo con una breve introduzione dei multipli di borsa, un approccio che ha riscontrato una diffusione sempre maggiore negli ultimi anni.

Il successo che ha avuto e che continua ad ottenere questo metodo deriva dalla sua rapidità e semplicità di applicazione, infatti, il valore del capitale economico viene quantificato come x volte il valore di una determinata voce di bilancio.

Un multiplo in genere è così composto: il numeratore è dato da una grandezza derivante dal mercato borsistico (Prezzo delle azioni, *Market cap*, *Enterprise Value*...), il denominatore da grandezze di bilancio economico-patrimoniali.

L'applicazione del metodo dei multipli di mercato "avviene secondo due approcci:

- l'approccio delle *società comparabili*;
- l'approccio delle *transazioni comparabili*⁷⁸.

Per quanto riguarda il primo, dopo aver scelto un campione di imprese quotate con caratteristiche simili all'impresa oggetto di valutazione, dal punto di vista matematico è sufficiente calcolare la media del multiplo delle aziende comparabili per poi moltiplicarla per la grandezza economico-patrimoniale su cui si basa il multiplo stesso dell'azienda valutata.

Secondo l'approccio delle transazioni comparabili (*deal multiples*) invece, il multiplo è determinato in base ai prezzi di negoziazione delle compravendite aventi oggetto società comparabili e appartenenti al medesimo settore.

Un aspetto che ben giustifica la diffusione dei multipli di borsa è dato dal fatto che con essi si superano alcuni importanti limiti dei metodi DCF, primo fra tutti l'eccessiva dipendenza da

⁷⁸ GUATRI L., BINI M., *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende. 1: Principi e linee guida professionali*, Università Bocconi Editore, Milano, 2002, cit. p. 26.

parametri meramente stimati e quindi altamente soggettivi. Tuttavia, come si avrà modo di vedere, tale approccio nasconde evidenti criticità che non possono essere trascurate.

Il metodo dei multipli di borsa sarà trattato in modo più approfondito nel capitolo dedicato alla valutazione delle società calcistiche non quotate; in tale settore infatti, nonostante la gestione dei club avvenga solitamente mediante quattro/cinque diversi modelli di business e nonostante le differenze che possono sussistere tra i club appartenenti a diversi campionati, è possibile riscontrare notevoli somiglianze tra le diverse società in termini di strategia e performance economico-finanziarie conseguite. Ciò quindi agevola l'applicazione del metodo dei multipli poiché la selezione delle imprese quotate comparabili appare coerente con le ipotesi alla base del corretto funzionamento di tale modello.

Inoltre, le società calcistiche italiane ed estere quotate in borsa sono molteplici⁷⁹ e ciò permette di avere un campione di imprese comparabili sufficiente al fine di ottenere una valutazione attendibile. Ad ogni modo, per ulteriori precisazioni sui multipli e sull'applicazione degli stessi ai fini della stima del valore economico di una società calcistica, si rimanda al capitolo dedicato.

⁷⁹ In Italia ad esempio le società calcistiche quotate in borsa sono tre: Juventus FC, SS Lazio e AS Roma. In Europa se ne contano 24, tra cui: Manchester United FC, Celtic FC, BV Borussia 09 Dortmund, FC Ajax, Olympique Lione.

CAPITOLO 3. LE STIME EFFETTUATE DALL'ESPERTO

3.1 Introduzione

In base a quanto detto nei capitoli precedenti e come ribadito più volte dai Principi Italiani di Valutazione, il valutatore, nel corso del processo che porta alla quantificazione di un valore aziendale che sia quanto più possibile fedele alla realtà, è chiamato a operare delle stime al fine di mettere in pratica correttamente le varie metodologie di valutazione.

Queste ultime, come si è visto nel capitolo due, sono caratterizzate da un diverso grado di soggettività/oggettività; infatti, è possibile affermare che tanto più un metodo è soggettivo, tanto più saranno richieste stime da parte dell'esperto.

Tali stime possono essere di varia natura e riguardano principalmente le componenti che caratterizzano le formule dei diversi metodi di valutazione.

Ai fini del presente lavoro, alcuni elementi oggetto di stima da parte del valutatore meritano ulteriori considerazioni. Tra questi: la determinazione dei flussi reddituali e dei flussi di cassa prospettici (che nel capitolo precedente sono rispettivamente denominati R_t , FCFO, FCFE), la determinazione del costo del capitale, vale a dire il corretto tasso al quale attualizzare i flussi, la quantificazione del *terminal value* e la definizione di quello che viene definito periodo di previsione esplicita. Il capitolo poi terminerà con alcuni cenni inerenti la stima del tasso di crescita, elemento questo che influenza spesso una perizia valutativa.

3.2 La stima dei flussi di cassa prospettici

Ai fini di una corretta applicazione del metodo finanziario, sia esso nella prospettiva *asset side* sia esso nella declinazione *equity side*, una stima attendibile dei flussi di cassa prospettici (flussi di cassa operativi FCFO e flussi di cassa a disposizione degli azionisti FCFE) risulta essere di fondamentale importanza. Poiché tale metodo si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa che l'azienda oggetto di valutazione saprà generare in futuro, è facile intuire che tanto più la stima dei flussi è precisa, tanto più la valutazione sarà oggettiva e prossima al valore che precedentemente si è definito "*fair*".

Ai fini di una corretta stima dei flussi di cassa prospettici operativi e di quelli a disposizione degli azionisti, inevitabilmente sarà necessario redigere un rendiconto finanziario prospettico,

che sarà costruito sulla base dei dati previsionali contenuti negli strumenti di controllo adottati dell'impresa quali ad esempio *budget* e *business plan*. Quest'ultimo contiene il conto economico e lo stato patrimoniale previsionali, dai quali provengono i dati necessari per la determinazione degli elementi che compongono il rendiconto finanziario prospettico: la stima dell'andamento dei ricavi e dei costi futuri a n anni, la pianificazione degli investimenti futuri, la previsione della dinamica fiscale futura e del peso degli oneri finanziari e la stima dei tempi di incasso e pagamento futuri.

Generalmente, se si fa riferimento alle imprese che redigono il bilancio secondo i Principi Contabili Nazionali, il rendiconto finanziario è predisposto seguendo quanto disciplinato dall'OIC 10⁸⁰.

Quest'ultimo stabilisce due diverse modalità di costruzione del rendiconto: il metodo diretto e il metodo indiretto. Con il primo i flussi di cassa operativi sono determinati sottraendo i pagamenti monetari dagli incassi derivanti dalla gestione caratteristica, con il metodo indiretto, invece, i flussi sono ottenuti rettificando in aumento o in diminuzione il risultato d'esercizio. Queste due diverse impostazioni sono adottate anche dalle società che adottano i principi contabili internazionali, i quali propongono dei modelli di rendicontazione finanziaria pressoché analoghi a quelli di stampo nazionale.

Ai fini della valutazione aziendale, "lo schema di rendiconto finanziario può essere modificato per mettere in luce i flussi generati dall'attività operativa (ottica *asset side*) e quelli disponibili per gli azionisti (ottica *equity side*)"⁸¹. Questo per facilitare l'applicazione dei metodi *discounted cash flow*.

Un possibile schema è quello illustrato nella figura 3.1. A differenza del rendiconto redatto con metodo diretto o indiretto, dalla figura è possibile notare che l'obiettivo principale è quello di far emergere i flussi di cassa operativi e i flussi di cassa a disposizione dei soci; inoltre, il punto di partenza nella determinazione di tali flussi è il margine operativo lordo (MOL).

Come detto all'inizio del paragrafo, è bene ricordare che i dati da inserire per l'individuazione dei FCFO e dei FCFE del rendiconto finanziario sono di natura previsionale; questi devono pertanto far fede a quanto indicato nel conto economico e nello stato patrimoniale previsionali contenuti all'interno dei *business plan*.

⁸⁰ <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2016-12-OIC-10-Rendiconto-finanziario.pdf> "Il principio contabile OIC 10 ha lo scopo di disciplinare i criteri per la redazione e presentazione del rendiconto finanziario".

⁸¹ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*, Giappichelli, Torino, 2021, cit. p. 62.

Figura 3.1. Rendiconto finanziario per la valutazione d'azienda con i metodi DCF

MOL
- Δ CCNO
- Imposte operative (Imposte d'esercizio + Scudi fiscali sugli interessi)
Cash Flow Gestionale Netto (FCGC)
- Spese investimenti
Free cash flow from operations (FCFO)
- Oneri finanziari
+ Scudo oneri finanziari
+ Variazione posizione finanziaria netta
Free cash flow from equity (FCFE)
Variazione Capitale proprio al netto del risultato di bilancio
di cui dividendi
di cui aumenti di capitale

Fonte: BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., "Analisi e valutazione finanziaria d'impresa".

La stima dei dati afferenti a conto economico e stato patrimoniale prospettici non è però oggetto di trattazione in questa sede. Questo perché si ricorda che l'obiettivo del presente lavoro è quello di stabilire quale sia la metodologia di valutazione d'azienda più adatta alla determinazione del valore delle società calcistiche professionistiche; queste infatti, essendo a tutti gli effetti delle imprese medio-grandi, sia per volumi di fatturato che per dimensione organizzativa, elaborano costantemente piani strategici a medio-lungo termine nei quali sono contenuti i dati prospettici necessari per la costruzione dei rendiconto finanziario previsionale. Il valutatore, pertanto, potrà servirsi di tali dati per stimare i flussi di cassa futuri, senza che ci sia per forza la necessità di elaborare bilanci previsionali.

Tuttavia, ciò non toglie che il professionista è tenuto a svolgere dei controlli circa l'attendibilità e la veridicità dei dati a lui pervenuti. Questo aspetto è ribadito anche dai Principi Italiani di Valutazione, infatti, "nel caso di valutazione l'esperto deve esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano a lui sottoposto per la determinazione dei flussi e ove necessario deve integrarlo con specifiche motivazioni"⁸², con particolare attenzione alle finalità del *business*

⁸² ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 129. Principio Italiano di Valutazione III.1.24.

plan e alla effettiva probabilità del conseguimento dei risultati economico-finanziari stimati nel piano.

Al contrario, in caso di aziende di piccole dimensioni che non adottano sistemi di pianificazione o di aziende che decidono di non condividere all'esterno determinate informazioni, il valutatore sarà chiamato a stimare i flussi futuri sulla base delle informazioni disponibili e sulla base delle proprie competenze.

3.3 La stima del costo del capitale

Un ulteriore elemento non oggettivo che il valutatore sarà chiamato a stimare è dato dal tasso di interesse al quale attualizzare il *terminal value* e le varie tipologie di flussi a seconda del metodo utilizzato. Come si è avuto modo di vedere nel capitolo precedente infatti, la maggior parte delle metodologie di valutazione (metodi reddituali, metodi finanziari e metodi misti), ad eccezione dei metodi patrimoniali, basa il proprio funzionamento sull'attualizzazione di flussi o di valori prospettici.

In molti metodi di valutazione il tasso di attualizzazione corrisponde al già citato costo medio ponderato del capitale, il WACC. È questo il caso del metodo finanziario nella prospettiva *asset side* e del metodo EVA. In via generale comunque il WACC, essendo una media ponderata tra il costo del debito e il costo dell'equity, può essere utilizzato come tasso di attualizzazione per la valutazione delle imprese più o meno indebitate, vale a dire quelle imprese il cui finanziamento non avviene esclusivamente mediante mezzi propri.

Per quanto riguarda la determinazione del WACC si fa riferimento a quanto esplicitato nel capitolo precedente.

Tuttavia, se da un lato il costo del debito (C_d) è facile da ottenere, in quanto questo è dato dal tasso applicato dalla banca o da altri intermediari finanziari nel momento in cui l'impresa richiede dei capitali in prestito, lo stesso non si può dire del costo dell'equity (C_e), che necessita di una stima accurata da parte dell'esperto. Come anticipato nel capitolo precedente, il costo dell'equity va utilizzato nel calcolo del WACC e corrisponde al tasso di attualizzazione dei flussi prospettici a disposizione degli azionisti nella formula del metodo finanziario *equity side*.

Il costo del capitale proprio (C_e) rappresenta il tasso di remunerazione atteso dai soggetti che apportano equity nella società; questo pertanto sancisce una sorta di *target* minimo di performance che i soci si aspettano dal proprio investimento.

La determinazione del costo del capitale è da sempre grande fonte di dibattito tra gli esperti di finanza aziendale, non a caso nel corso del tempo sono stati sviluppate diverse teorie e modelli che stimano il C_e .

Nonostante ciò, il modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) “ancora oggi, grazie alla sua semplicità di utilizzo, e pur nonostante i suoi limiti, continua ad essere il riferimento in termini di *best-practice*”⁸³, tanto che viene impiegato molto frequentemente nella pratica professionale. Ciò viene ribadito anche dai Principi Italiani di Valutazione⁸⁴.

Secondo il CAPM, il costo del capitale è determinato dalla seguente relazione:

$$C_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

nella quale:

C_e → costo dell’equity;

r_f → tasso privo di rischio (*risk-free*);

β → coefficiente Beta del titolo;

$(r_m - r_f)$ → premio per il rischio di mercato;

r_m → rendimento atteso dal mercato⁸⁵.

Il presente lavoro, non avendo la finalità di approfondire lo studio della determinazione del costo del capitale, non tratterà le dimostrazioni analitiche del CAPM e delle sue singole componenti. Tuttavia, poiché il costo del capitale è funzione del tasso *risk-free*, del Beta e del premio per il rischio, è opportuno fare alcune considerazioni in merito a questi tre elementi.

Come sottolinea la dottrina, tra cui uno degli esponenti di maggior spicco Aswath Damodaran, il **tasso *risk-free*** di un investimento è necessario che rispetti due condizioni perché possa essere considerato tale:

- “*non deve esserci rischio di default*, il che generalmente vuol dire che deve trattarsi di un titolo emesso da uno Stato [...]”;

⁸³ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. p. 141.

⁸⁴ “Al fine della determinazione del costo dei mezzi propri, è normalmente utilizzato il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) [...]. L’utilizzo di eventuali correttivi al CAPM, oppure di altri modelli, deve essere segnalato”. ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 160. Principio Italiano di Valutazione III.1.44.

⁸⁵ CAPIZZI V., *Costo del capitale e operazioni di investment banking: strumenti e metodi di analisi finanziaria*, Egea, Milano, 2003, cit. p. 151.

- *non deve esserci incertezza sui tassi di rendimento a cui sono reinvestiti i flussi di cassa intermedi*, il che implica che non ci siano flussi di cassa intermedi (prima cioè della scadenza dell'orizzonte temporale), poiché tali flussi dovrebbero altrimenti essere reinvestiti a tassi oggi non noti”⁸⁶.

Per quanto riguarda il primo punto, nella prassi si fa ricorso al tasso di un titolo di stato e non a quello di una società privata poiché, quantomeno in linea teorica, è molto meno probabile il *default* di una nazione piuttosto che di una qualsiasi impresa. Ciò però, ha valenza solamente per un numero ristretto di paesi, vale a dire quelli dotati di maggior stabilità economica e politica. Pertanto, per considerare un tasso come privo di rischio, si fa riferimento ai titoli di stato “cui le più note società produttrici di informazione economica attribuiscono la più elevata classe di *rating*: per esempio AAA nel caso di Standard & Poor’s e Aaa nel caso di Moody’s”⁸⁷.

Ad oggi, nel contesto attuale di incertezza dovuto alla pandemia e alla guerra in Ucraina, gli stati europei e extraeuropei valutati con tripla A sono molto limitati, tra cui vi è la Germania⁸⁸.

In base a quanto evidenziato, al fine di una valutazione di un’impresa con sede in Europa, il tasso *risk-free* che si è soliti impiegare nel CAPM è il rendimento del titolo di stato tedesco, vale a dire il *Bund*.

Il **premio per il rischio**, invece, è dato dal differenziale tra il rendimento atteso dal mercato e il tasso privo di rischio ($r_m - r_f$). Borsa Italiana lo definisce come quel “rendimento extra rispetto al tasso di un’attività priva di rischio richiesto da un investitore avverso al rischio per essere incentivato ad acquistare il titolo rischioso”⁸⁹. Pertanto, questa componente del CAPM, oltre a far comprendere quanto gli investitori siano avversi al rischio, mostra anche la differenza di rendimento tra investimenti in titoli a rischio minimo (r_f) e investimenti in titoli con grado di rischio più elevato, come ad esempio investimenti in azioni.

Al fine di determinare il premio per il rischio è necessario quantificare il rendimento atteso dal mercato di riferimento (r_m). Prima di questo però, è utile fare un’importante precisazione, vale a dire che “la particolare configurazione di tasso *risk-free* utilizzata ai fini del calcolo del premio al rischio deve essere omogenea con quella utilizzata ai fini del calcolo del costo del capitale”⁹⁰.

⁸⁶ DAMODARAN A., FERRI F., *Valutazione delle aziende*, Apogeo, Milano, 2002, cit. p. 52.

⁸⁷ CAPIZZI V., cit. p. 160.

⁸⁸ In Europa gli Stati valutati AAA sono i seguenti: Germania, Paesi Bassi, i paesi nordici, Svizzera, Lussemburgo e Liechtenstein <https://www.teleborsa.it/Quotazioni/Rating>.

⁸⁹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/premio-al-rischio.html>.

⁹⁰ CAPIZZI V., cit. p. 168.

Questo sta a significare che il valutatore deve sottrarre al rendimento atteso dal mercato il rendimento (r_f) dello stesso titolo *risk-free* scelto in precedenza. In altre parole, egli non può utilizzare il tasso di un titolo di stato italiano se nella prima parte del CAPM ha optato per il *Bund* tedesco.

La scelta del tasso *risk-free* inoltre, condiziona anche la composizione del portafoglio di mercato dal quale si ottiene il rendimento di mercato (r_m). Infatti, a titolo di esempio, qualora l'esperto optasse per il *Bund* tedesco, egli non potrà considerare come portafoglio di mercato i titoli presenti nell'indice americano del *Dow Jones*, bensì dovrà scegliere l'indice tedesco o quantomeno un portafoglio composto da titoli europei. Ciò chiaramente al fine di avere un'adeguata comparabilità e coerenza tra le due diverse tipologie di rendimento (r_f e r_m).

La prima cosa da fare nel momento in cui si va a stimare le attese di rendimento del mercato è definire il portafoglio di mercato, che, in linea strettamente teorica, dovrebbe coincidere con "l'insieme di tutte le attività rischiose presenti sul mercato (non solo, perciò, titoli finanziari, ma anche immobili, beni preziosi, opere d'arte ecc.), ponderate per il rispettivo peso relativo sul totale delle attività medesime"⁹¹.

Tuttavia, determinare il r_m sulla base di un portafoglio che considera la totalità dei titoli presenti in tutti i mercati del mondo risulta essere un lavoro pressoché impossibile da realizzare, soprattutto in relazione all'enorme mole di informazioni e di dati che sarebbe necessario impiegare. Pertanto, nella pratica si è soliti scegliere come portafoglio di mercato l'indice borsistico che raggruppa i titoli azionari inerenti l'area geografica nella quale opera la società oggetto di valutazione. Di conseguenza, ipotizzando di valutare una società europea e di utilizzare come tasso *risk-free* il *Bund*, possibili portafogli di mercato coerenti a quanto detto precedentemente possono essere il DAX 40 o l'EURO STOXX 600, indici di borsa contenenti rispettivamente le quaranta società tedesche con maggior capitalizzazione in Germania e le seicento società maggiormente capitalizzate appartenenti all'Eurozona.

Definito il portafoglio di mercato, non resta che definire come si determina il rendimento atteso del mercato (r_m). Senza voler entrare troppo nei dettagli tecnici, le attese di rendimento del mercato corrispondono alla "media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di borsa"⁹², nel nostro esempio quindi non sono altro che la media dei

⁹¹ CAPIZZI V., cit. p. 169.

⁹² GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi, Milano, 2005, cit. p. 217.

rendimenti storici del DAX 40 o dell'EURO STOXX 600 in un intervallo di lungo periodo scelto da colui che compie la valutazione.

Alla luce di quanto detto sul tasso risk-free e sul rendimento atteso dal mercato, in sostanza, per quantificare il premio per il rischio, è necessario scegliere l'intervallo di tempo per poi andare a calcolare la media dei rendimenti del portafoglio di mercato e dei titoli privi di rischio durante quello stesso intervallo; la differenza tra i rendimenti medi delle due diverse componenti darà luogo al *risk-premium* da inserire nel CAPM per stimare il costo del capitale proprio (C_e) futuro⁹³.

Inoltre, per individuare un premio per il rischio ancor più preciso, sarebbe opportuno che il valutatore considerasse ulteriori aspetti, come ad esempio il premio per il rischio paese (strettamente correlato al rischio politico) e la struttura del mercato.

Il rischio paese è quel rischio a cui va incontro l'investitore che investe in titoli di stato o azionari relativi a quel particolare paese di riferimento. "È legato alla possibilità che circostanze di natura politica o economica si traducano in un mancato rimborso del credito o in una svalutazione dell'investimento effettuato nel paese"⁹⁴. In sostanza, se un soggetto investisse in un paese politicamente instabile la cui probabilità di *default* è elevata o quantomeno non prossima allo zero (come può essere l'Italia degli ultimi anni⁹⁵), sarebbe bene considerare all'interno del CAPM anche questa tipologia di rischio.

Il rischio paese è dato dallo *spread* che si ha tra il rendimento del titolo di stato del paese "rischioso" nel quale si investe e il rendimento del titolo di stato *risk-free*. Ipotizzando un investimento in Italia, il rischio paese non è altro che il differenziale tra il rendimento del BTP e il rendimento del *Bund*, entrambi con la stessa scadenza.

Se si prende in esame il *Capital Asset Pricing Model*, il premio per il rischio paese può essere considerato all'interno dello stesso in base a due diverse alternative:

1. "considerare il premio per il rischio paese come elemento aggiuntivo al tasso privo di rischio;
2. considerare il premio per il rischio paese come elemento aggiuntivo al premio per il rischio di mercato e quindi come rischio di tipo sistematico"⁹⁶.

⁹³ DAMODARAN A., FERRI F., cit. p. 54.

⁹⁴ <https://www.mglobale.it/glossario/rischio-paese-country-risk.kl>.

⁹⁵ A testimonianza di ciò basti vedere il rating dato da *S&P Global Ratings* pari a BBB dato ad aprile 2022. https://www.ilsole24ore.com/art/sp-conferma-rating-dell-italia-bbb-outlook-positivo-AEN9VrTB?refresh_ce=1.

⁹⁶ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. p. 150.

Alla luce di ciò, è possibile affermare che, tanto più alto è il rischio paese, tanto più alto sarà l'impatto sul CAPM e di conseguenza tanto più elevato sarà il costo del capitale proprio (C_e) stimato.

Per quanto riguarda invece la struttura del mercato, alcuni mercati sono caratterizzati dalla presenza di imprese più grandi rispetto ad altri, con un maggior grado di diversificazione dei propri investimenti, dotate quindi di maggior solidità e stabilità; pertanto, se il portafoglio di mercato è determinato sulla base di un paniere di titoli afferenti a mercati con queste caratteristiche, è facile intuire che il premio per il rischio diminuirà, e con esso il costo dell'equity stimato⁹⁷.

L'ultimo elemento del CAPM che merita alcune precisazioni è il **Beta**, vale a dire quel "coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato"⁹⁸.

Senza voler entrare troppo nel dettaglio per quanto riguarda i tecnicismi e i diversi metodi utilizzati per stimarlo, ci basti sapere che il coefficiente Beta di un titolo è dato dal rapporto tra la covarianza del rendimento di quel titolo (r_i) con il rendimento di mercato (r_m) e la varianza del rendimento di mercato⁹⁹. Ciò è mostrato dalla seguente relazione:

$$Beta = \frac{COV(r_i, r_m)}{VAR(r_m)}$$

Da questa formula è possibile comprendere ancora meglio che il coefficiente Beta riflette l'entità della variazione del rendimento del titolo in esame rispetto alla variazione del rendimento di mercato.

A seconda del valore assunto dal Beta dell'impresa analizzata, è possibile interpretare la sensibilità del titolo ai rischi sistematici e di conseguenza disporre di un'idea più precisa circa la rischiosità dell'azienda. Infatti, se si guarda alla formula del CAPM, è possibile notare come il Beta funga da moltiplicatore del premio per il rischio. Pertanto, a seconda del grado di rischiosità dell'azienda, è possibile avere le seguenti diverse casistiche:

⁹⁷ CAPIZZI V., cit. p. 171.

⁹⁸ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html>.

⁹⁹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html>.

- con $\text{Beta} = 1 \rightarrow$ il premio per il rischio non subisce l'effetto moltiplicatore, ciò significa che in linea teorica l'impresa oggetto di studio avrà un grado di rischio pari al rischio di mercato (r_m). Il titolo quindi, al variare del rendimento di mercato, varia in modo proporzionale;
- con $\text{Beta} > 1 \rightarrow$ il premio per il rischio è amplificato dall'effetto moltiplicatore del Beta, ciò significa che l'impresa sarà più rischiosa rispetto al rischio di mercato e pertanto molto sensibile al rischio sistematico. Il titolo quindi, al variare del rendimento di mercato, varia in maniera più che proporzionale;
- con $\text{Beta} < 1 \rightarrow$ il premio per il rischio diminuisce, perciò l'impresa sarà meno rischiosa rispetto al rischio di mercato e quindi molto meno sensibile al rischio sistematico. In questo caso il titolo, al variare del rendimento di mercato, varia meno che proporzionalmente;
- con $\text{Beta} = 0 \rightarrow$ il premio per il rischio di fatto è moltiplicato per zero e ciò fa sì che le attese di rendimento siano pari al tasso risk-free (è il caso dei titoli di stato)¹⁰⁰.

Ad ogni modo, il valore del coefficiente Beta dipende da una serie di fattori: la ciclicità del fatturato connessa al tipo di settore di appartenenza dell'impresa, la struttura finanziaria della stessa (cioè il rapporto debito/equity che la caratterizza) nonché il suo rischio operativo (inteso come il rapporto tra costi fissi e costi variabili). Tanto più sono "alti" questi fattori, tanto più il Beta crescerà e tanto più rischiosa sarà l'impresa.

Un ultimo aspetto legato al Beta che è bene tenere in considerazione è che tale coefficiente può essere calcolato sia nell'ambito delle società quotate che in quello delle società non quotate. Per quanto riguarda le prime, molte banche dati e siti che monitorano l'andamento dei mercati finanziari (come ad esempio *Yahoo finance*) calcolano e mantengono aggiornato in tempo reale il valore del Beta di tali società; operativamente pertanto, nel momento in cui si va a stimare il costo del capitale di una società quotata, all'interno della formula del CAPM sarà possibile inserire il Beta indicato da questo genere di fonti.

Se per le quotate il Beta è facile da ottenere, lo stesso non si può dire in riferimento alle società non quotate. Per queste società infatti, non esistendo un Beta espresso dal mercato, è necessario stimare quello che viene definito Beta *unlevered* di settore, vale a dire la media dei

¹⁰⁰ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. p. 148.

singoli Beta delle imprese quotate comparabili in termini di dimensione e area geografica appartenenti allo stesso settore dell'impresa di cui si sta compiendo la perizia.

In questo caso però, è necessario “tenere in considerazione che il Beta considerato riflette la rischiosità di un'azienda con un ben determinato rapporto di *leverage*, e quindi avere l'accortezza di depurare l'effetto indotto sul Beta dalla struttura finanziaria dell'azienda comparabile e applicare poi al beta così determinato [...] il rapporto di indebitamento dell'azienda oggetto di valutazione”¹⁰¹ non quotata.

Il metodo per il calcolo del Beta medio di settore non è esente da limiti. Questo presuppone l'utilizzo di un campione di imprese *comparables*, che può essere più o meno vasto a seconda del settore; molto spesso, infatti, accade di trovarsi di fronte a settori che presentano un numero ristretto di imprese comparabili quotate, rendendo così difficile l'ottenimento di un Beta coerente a causa del campione non sufficientemente ampio. Così facendo inoltre, c'è il rischio che i dati anomali dei Beta impattino in misura rilevante sulla media dei Beta.

Per evitare ciò, spesso il valutatore decide di estendere il numero di *comparables* da inserire nel campione, correndo però il rischio di considerare imprese che non sono del tutto afferenti al settore della società oggetto di valutazione.

Infine, nonostante il *Capital Asset Pricing Model* sia di gran lunga il metodo maggiormente impiegato, è giusto precisare che esistono altri modelli che possono essere utilizzati per la stima del costo del capitale proprio. Tra questi vale la pena citare il *Dividend Discount Model*.

Ad ogni modo, il CAPM, grazie alla propria schematicità e alla sua relativa semplicità di utilizzo, rimane ancora oggi il modello preferito dalla dottrina e dai professionisti che si occupano di valutazioni aziendali.

3.4 Ulteriori stime del valutatore: il periodo di previsione esplicita, il *terminal value* e il tasso di crescita

Oltre alla determinazione dei flussi di cassa prospettici e del tasso di attualizzazione nelle sue diverse declinazioni, il valutatore, al fine di conseguire ad una valutazione il più possibile oggettiva e coerente, è chiamato a compiere una serie di ulteriori stime. Tra queste, specialmente ai fini dell'applicazione dei metodi finanziari, reddituali e misti, vale la pena citare la stima del periodo di previsione esplicita dei flussi, la stima del valore che si suppone abbia

¹⁰¹ CAPIZZI V., cit. pp. 199-200.

l'impresa al termine di tale periodo (il cosiddetto *terminal value*) e la stima del tasso di crescita futuro cui è soggetta l'impresa durante l'intervallo di tempo cui fa riferimento la valutazione.

Il **periodo di previsione esplicita** corrisponde a quell'intervallo di tempo, generalmente pari a 3-5 anni, nel quale è possibile disporre di una stima puntuale dei flussi di cassa (FCFO e FCFE) e dei flussi reddituali prospettici. Da ciò è possibile comprendere che la stima di tale intervallo, al pari della stima del *terminal value*, riguarda sia i metodi finanziari che i metodi reddituali.

Il grande quesito che deve porsi l'esperto nel momento in cui decide di valutare un'impresa mediante una di queste due metodologie è il seguente: quanto deve durare il periodo di previsione esplicita?

Rispondere a questa domanda non è affatto semplice. Prima della crisi finanziaria del 2008, con un mercato decisamente meno volatile rispetto ad oggi, era relativamente semplice fare previsioni sui flussi; in quegli anni, infatti, non era utopia pensare a flussi prospettici stimati puntualmente per intervalli nell'ordine anche di 7-8 anni.

Al contrario, nel contesto odierno dominato dall'incertezza causata per larga misura dalla pandemia e dalla guerra in Ucraina, fare previsioni attendibili di medio-lungo termine sull'andamento economico-finanziario dell'impresa appare estremamente più complicato. È per questo motivo che negli ultimi anni si tende ad accorciare il periodo di previsione esplicita, facendolo coincidere ad una durata non superiore ai 3-5 anni.

Stimare puntualmente i flussi prospettici lungo un intervallo più ampio andrebbe verosimilmente a compromettere l'oggettività della valutazione poiché la probabilità di avere dati non veritieri crescerebbe in maniera non indifferente.

Inoltre, questa tendenza degli ultimi anni a limitare la durata dei flussi prospettici deriva, in particolare, da due aspetti:

- “dalla *crescente incertezza* che grava sulla stima dei flussi di reddito attesi, via via che questi si allontanano nel tempo;
- dalla *crescente decurtazione* che, per effetto del processo di attualizzazione, i flussi attesi subiscono via via che si allontanano nel tempo”¹⁰².

Inoltre, per rispondere al quesito iniziale circa la durata che deve avere il periodo di previsione esplicita, è necessario considerare alcune circostanze che possono incidere su tale durata. Qualora intervenissero gli eventi che verranno menzionati a breve, per il valutatore sarebbe

¹⁰² GUATRI L., BINI M., cit. p. 476.

difficile valutare un'impresa ipotizzando che questa abbia flussi costanti o perpetuamente in crescita. Pertanto, quando ciò accade, il valutatore dovrà considerare un determinato periodo di previsione esplicita.

Le situazioni che impongono al valutatore di utilizzare una stima puntuale dei flussi prospettici per un certo numero di anni sono le seguenti:

- previsioni pressoché sicure di una crescita non costante di fatturato dovuta all'andamento del mercato e del settore in cui opera l'impresa;
- sono previste fasi di discontinuità aziendale, che vanno ad alterare i margini e di conseguenza i flussi prospettici nel breve-medio termine (come ad esempio: riorganizzazioni societarie quali fusione, scissione, trasformazioni e conferimenti, realizzazione di importanti investimenti di struttura che consentono di avere flussi più elevati negli anni a seguire, modifiche del processo produttivo, ecc.);
- sono previsti esercizi con perdite più o meno rilevanti nei primi anni dalla data di valutazione con conseguente declino del *business*;
- progressiva perdita dei fattori di vantaggio competitivo dell'impresa¹⁰³.

Tutti questi aspetti rendono i margini, e di conseguenza i flussi prospettici, non stabili nel tempo, andando perciò ad influire sulla determinazione del periodo di previsione esplicita.

A titolo di esempio: ipotizzando $t=0$ l'anno in cui viene svolta la valutazione di un'impresa, si consideri che la stessa preveda di effettuare degli investimenti in $t=1$ e in $t=3$, i quali inizieranno a produrre nuovi flussi rispettivamente da $t=2$ e $t=4$. In questo arco di tempo (da $t=0$ a $t=4$) i flussi non saranno affatto costanti, pertanto, il periodo di previsione esplicita dovrà durare almeno 4 anni, durante i quali ci dovrà essere la stima puntuale dei flussi e questi dovranno essere inseriti nella formula di valutazione ai fini della loro attualizzazione. Solo dopo il quarto anno, qualora non ci sia la previsione che avvengano gli eventi appena menzionati, sarà giustificabile assumere l'ipotesi che l'impresa generi flussi costanti, i quali verranno riflessi nel *terminal value*.

Alla luce di quanto detto, è possibile affermare che la scelta di un periodo di previsione esplicita adeguato è un elemento cruciale ai fini della precisione della valutazione e al fine di ottenere una maggiore oggettività della stessa.

¹⁰³ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. p. 185.

In conclusione, al fine di avere una maggiore oggettività nell'applicazione dei metodi finanziari e del metodo reddituale analitico, nella prassi l'esperto è solito formulare delle previsioni sui flussi anno dopo anno (o servirsi di *business plan*) durante il periodo di previsione esplicita per poi valorizzare l'impresa negli anni successivi mediante la formula della rendita perpetua¹⁰⁴. Questo secondo aspetto afferente alla rendita perpetua altro non è che il *terminal value* dell'impresa.

Nella quasi totalità dei casi, un'azienda non si estingue al termine del periodo di previsione esplicita, ma possiede una durata superiore a tale intervallo. In linea teorica quindi, a fini valutativi, è possibile affermare che la stessa abbia una durata illimitata. Di conseguenza, il valutatore non deve fermarsi all'attualizzazione dei flussi prospettici inerenti il periodo di previsione esplicita, ma deve stimare anche la capacità futura dell'azienda di generare flussi, ovvero il valore terminale della stessa.

Guardando anche alla formula dei metodi finanziari e del metodo reddituale analitico esposte nel capitolo precedente, il *terminal value* corrisponde al flusso prospettico attualizzato generato dall'impresa in $t+1$, vale a dire il primo anno al termine del periodo di previsione esplicita (dove t è il periodo di previsione esplicita). Per fare un esempio: dato un periodo di previsione esplicita dei flussi pari a cinque anni, il *terminal value* sarà dato dal flusso costante generato il sesto anno successivo a quello in cui viene compiuta la valutazione.

Prima di procedere alla determinazione del valore terminale, il valutatore deve tenere a mente quanto stabilito dai già citati *International Valuation Standard*, in particolare dall'IVS 105.

Secondo questo principio di valutazione internazionale, il *terminal value* dovrebbe considerare una serie di aspetti, tra i quali:

- se l'impresa ha durata finita o infinita;
- se l'impresa sarà soggetta ad una crescita potenziale al termine del periodo di previsione esplicita;
- il grado di rischio atteso dell'impresa nel momento in cui è calcolato il *terminal value*¹⁰⁵.

Come già anticipato, solitamente il *terminal value* (Denominato W_n nel capitolo precedente) viene calcolato attraverso la formula della rendita perpetua. Nei rari casi in cui valga l'ipotesi

¹⁰⁴ "The typical solution, [...], is to develop an explicit year-by-year forecast for a period of time and then to value the remaining years by using a perpetuity formula. [...] the explicit forecast period must be long enough for the company to reach a steady state [...]. MCKINSEY & COMPANY, KOLLER T., GOEDHART M., WESSELS D., *Valuation: measuring and managing the value of companies*, sixth edition, John Wiley & Sons Inc, Hoboken – New Jersey, 2015, cit. p. 221.

¹⁰⁵ INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL., cit., p. 41.

steady-state, vale a dire in presenza di flussi, margini e patrimonio costanti, la formula è la seguente:

$$W_n = \frac{FCFO_{t+1}}{WACC}$$

Quando vale invece l'ipotesi *steady growth* (flussi, margini e patrimonio che crescono ad un tasso di crescita costante g), il valore terminale viene calcolato attraverso la formula di Gordon¹⁰⁶. La formula è la seguente:

$$W_n = \frac{FCFO_{t+1}}{WACC - g}$$

Infine bisogna precisare che il *terminal value*, se osservato all'interno della formula di valutazione, va attualizzato due volte; la prima in base al tasso della rendita perpetua, la seconda in quanto deve essere attualizzato anche per il numero di anni precedenti, ovvero quelli del periodo di previsione esplicita. Pertanto, in caso di utilizzo della metodologia finanziaria *asset side*, la formula definitiva sarà la seguente:

$$W_n = \frac{FCFO_{t+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1 + WACC)^N}$$

Nell'ottica *equity side* ovviamente sarà necessario impiegare i flussi a disposizione degli azionisti (FCFE) e il costo dell'*equity* (r_e) come tasso di attualizzazione, rispettivamente al posto dei FCFO e del WACC.

Spesso "nella pratica si osserva frequentemente che il flusso del periodo terminale è fatto pari al flusso dell'ultimo anno del periodo di previsione esplicita, montato di un anno al tasso g "¹⁰⁷. Ciò vale se i flussi previsionali sono coerenti e non troppo distanti dai flussi storici.

In alternativa, nel caso in cui i flussi previsionali non fossero omogenei rispetto a quelli storici, sarebbe più corretto far corrispondere al flusso di lungo periodo la media dei flussi prospettici del periodo di previsione esplicita.

¹⁰⁶ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>.

¹⁰⁷ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 150. Principio Italiano di Valutazione III.1.37 – commento.

Infine, l'ultima stima effettuata dal valutatore della quale vale la pena dare alcuni cenni, riguarda il potenziale di crescita dell'impresa oggetto di valutazione, in particolare il **tasso di crescita (g)**. Quest'ultimo ha un ruolo importante ai fini di una valutazione condotta mediante metodi finanziari e reddituali; infatti, una volta stimati puntualmente i flussi prospettici, nel caso in cui valga l'ipotesi *steady growth*, il tasso di crescita influenzerà il valore finale dell'impresa in quanto andrà ad impattare sul *terminal value*. La formula del metodo finanziario diventerà quindi la seguente¹⁰⁸:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \left(\frac{FCFO_{t+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1 + WACC)^N} \right) - PFN$$

Il potenziale di crescita risulta essere ancor più una variabile importante nella determinazione del valore delle *startup* o delle imprese appartenenti a un settore poco maturo. Per questo genere di imprese, poco strutturate e con flussi pressoché impossibili da stimare con una certa attendibilità, la crescita “rappresenta una notevole porzione del valore [...], praticamente quasi l'intero valore”¹⁰⁹ nelle *startup*.

La stima del tasso di crescita, essendo un argomento complesso che meriterebbe un giusto approfondimento e ai fini di non appesantire ulteriormente il capitolo, non è oggetto del presente lavoro. Ai nostri fini ci basti sapere che esistono diversi metodi di stima. Uno fra i più utilizzati, nonché il più semplice da mettere in pratica, riguarda la determinazione del tasso di crescita storico. Esso viene calcolato mediante l'osservazione dei dati di bilancio a consuntivo degli anni precedenti alla valutazione. “Generalmente si inizia guardando il tasso di crescita dell'impresa negli ultimi anni in termini di ricavi o utili”¹¹⁰.

Il tasso di crescita storico viene determinato mediante la media aritmetica o geometrica della crescita dei ricavi (o degli utili) che ha saputo generare l'impresa negli anni precedenti alla valutazione. Considerando la media aritmetica, la formula è la seguente:

$$\text{tasso di crescita storico } (g) = \frac{\sum_{t=-n}^{t=-1} g_t}{n}$$

¹⁰⁸ Al fine di evitare ripetizioni, si indica solamente la formula del metodo finanziario nella versione *asset side*. Per la versione *equity side* e per la formula del metodo finanziario analitico è sufficiente non considerare la PFN e cambiare la tipologia di flusso e la tipologia di tasso.

¹⁰⁹ DAMODARAN A., FERRI F., cit. pp. 122-123.

¹¹⁰ DAMODARAN A., FERRI F., cit. p. 124.

Considerando invece la media geometrica, in tema di crescita essa è definita *Compounded Average Growth Rate* (CAGR), ovvero tasso annuo di crescita composto¹¹¹. La formula è la seguente:

$$CAGR = \left(\frac{ricavi_0}{ricavi_{-n}} \right)^{(1/n)} - 1$$

In conclusione, essendo qualsiasi valutazione d'impresa un processo per lo più basato su stime, non è detto che queste siano sempre corrette e veritiere. "Trattandosi di stima non è ovviamente possibile affermare quando il valore possa dirsi inequivocabilmente esatto, pertanto occorre stabilire dei criteri di ragionevolezza di stima per evitare errori"¹¹².

Per i metodi finanziari e reddituali un possibile criterio è verificare quanto impatta il valore terminale sul valore finale. In questo caso, è molto probabile che la stima sia soggetta a errori nel momento in cui "il peso del valore del *terminal value* rispetto al totale di valore ottenuto supera l'80/85% [...] poiché la stessa dipende in larga misura dai flussi successivi al periodo di previsione esplicita che sono incerti, essendo lontani rispetto al momento della valutazione"¹¹³. Ciò potrebbe dipendere da un errore nella stima dei flussi prospettici espliciti, i quali sarebbero così sottostimati, oppure da un errore nella scelta della durata del periodo di previsione esplicita.

Alla luce di quanto trattato nel presente capitolo è possibile capire quanto sia importante stimare nella maniera corretta le varie componenti dei diversi metodi di valutazione; questo nell'ottica di giungere a un risultato che sia quanto più oggettivo e veritiero possibile, pur sapendo benissimo che è sostanzialmente impossibile pervenire al reale valore dell'impresa. Dal capitolo seguente si inizierà ad entrare nel merito della valutazione delle società calcistiche professionistiche, andando ad applicare concretamente quanto descritto in questi primi tre capitoli nell'ambito di questo particolare settore.

¹¹¹ "Il tasso annuo di crescita composto, [...], rappresenta la crescita percentuale media di una grandezza in un lasso di tempo. Dato per esempio il fatturato A di un'azione all'anno x e il fatturato B di un'azienda nell'anno y, il CAGR dei ricavi indica la crescita percentuale media annua dei ricavi". <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/cagr-259.htm>.

¹¹² BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. p. 188.

¹¹³ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. p. 188.

CAPITOLO 4. LE PECULIARITÀ DELLE SOCIETÀ CALCISTICHE PROFESSIONISTICHE DA TENERE IN CONSIDERAZIONE AI FINI DELLA LORO VALUTAZIONE

4.1 Introduzione

Nel presente capitolo verranno analizzate le principali voci di bilancio delle società calcistiche professionistiche che hanno rilevanza in ambito valutativo, nonché le peculiarità che caratterizzano questo particolare settore che ci portano alla scelta di una metodologia di valutazione piuttosto che un'altra.

Attraverso un'analisi delle principali voci di stato patrimoniale di queste società, che per alcuni aspetti si differenziano rispetto alle imprese appartenenti ai settori tradizionali, si avrà modo di vedere come l'approccio patrimoniale costituisca un valido modello di valutazione all'interno di questo *business*. Dall'altro lato invece, dopo aver analizzato la dimensione economica e le capacità reddituali e finanziarie di tali società, si giungerà alla conclusione che i metodi reddituali e quelli finanziari non rappresentano un adeguato approccio al fine di una valutazione coerente. Questo perché storicamente le società calcistiche professionistiche, escludendo rare eccezioni, generano costantemente delle perdite, spesso e volentieri nell'ordine di svariate decine di milioni di euro.

Inoltre, nei paragrafi seguenti si avrà modo di comprendere che la non idoneità dei metodi reddituali e finanziari deriva anche dal fatto che per il valutatore non è affatto semplice stimare puntualmente i flussi prospettici delle società in questione, sia essi di natura reddituale (utile/perdite future) sia essi di natura finanziaria (flussi di cassa operativi e flussi di cassa a disposizione per gli azionisti); questo anche perché le performance economico-finanziarie sono strettamente correlate al conseguimento o meno del risultato sportivo. Il raggiungimento di quest'ultimo, però, spesso dipende per buona parte da fattori non direttamente controllabili dai manager, basti pensare a una società che vede i propri top-players infortunarsi e quindi mancare la qualificazione alle coppe europee, che, come noto, costituiscono una fonte di ricavi non indifferente per i club che vi partecipano.

Oltre a ciò, accade con frequenza che le società antepongano l'obiettivo sportivo alla loro capacità di essere economicamente sostenibili, mettendo quindi in secondo piano la remunerazione dei soci.

4.2 Le principali voci di Stato Patrimoniale di una società calcistica da tenere in considerazione ai fini valutativi

Le società calcistiche, pur con le proprie particolarità, grazie alla Legge n. 586/96¹¹⁴ rappresentano a tutti gli effetti delle imprese che possono perseguire finalità di lucro (esclusivamente lucro oggettivo¹¹⁵ fino al 1996). Inoltre, con l'approvazione della Legge n. 91/81, che è anche l'unica norma che disciplina lo sport professionistico in Italia, viene stabilito in via definitiva che tali società possono avere la forma giuridica di una società di capitali (S.p.a o S.r.l.), con l'adozione di un proprio oggetto sociale¹¹⁶. Di conseguenza, dagli inizi degli anni Ottanta le società calcistiche professioniste italiane (Serie A, B e C) abbandonano la forma associativa, che fino a pochi anni prima contraddistingueva anche le società di una certa dimensione.

Questo passaggio alla forma di società di capitali segna anche l'adozione della normativa generale delle società ex art. 2423 e seguenti del Codice Civile in tema di redazione del bilancio d'esercizio. Ciò del resto è inevitabile poiché non esiste (e non è mai esistita) alcuna normativa speciale che disciplina la redazione del bilancio delle società sportive professionistiche.

Alla luce di ciò, essendo a tutti gli effetti società di capitali aderenti alla normativa civilistica, i club professionistici presentano le stesse voci di bilancio di un'impresa "tradizionale", con l'aggiunta di alcune voci distintive.

Il presente paragrafo si focalizzerà sulle principali voci patrimoniali, con particolare attenzione alle attività immateriali riguardanti i marchi e i Diritti alle prestazioni sportive dei calciatori (DPC), le quali rappresentano le voci tipiche di una società calcistica che la differenziano dalle altre imprese.

¹¹⁴ Con questa legge ci fu l'abrogazione del secondo comma della legge 91/81, la quale vietava in maniera esplicita alle società sportive la possibilità di perseguire finalità di lucro soggettivo..

¹¹⁵ In questo caso specifico, per lucro oggettivo si intende la legittimità di una società calcistica "di generare ricchezza attraverso l'esercizio di un'attività sportiva (lucro oggettivo), ma al contempo ribadisce l'inammissibilità di poterla distribuire tra i soci sotto qualsiasi forma (divieto di lucro soggettivo)". MANCIN M., *Il bilancio delle società sportive professionistiche: normativa civilistica, principi contabili nazionali e internazionali (IAS/IFRS)*, CEDAM, Padova, 2009, cit., p. 8.

¹¹⁶ Per maggiori dettagli sulla Legge n. 91/81 si faccia riferimento al testo di tale disposizione.

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1981/03/27/081U0091/sg>.

4.2.1 Le attività immateriali di una società calcistica professionistica: i Diritti alle Prestazioni sportive dei Calciatori (DPC)

Leggendo il bilancio di una qualsiasi società calcistica professionistica, nello Stato Patrimoniale si avrà senz'altro modo di notare la voce "Diritti pluriennali alle prestazioni sportive dei calciatori" (DPC secondo la dicitura abbreviata). Questa voce altro non rappresenta che la valorizzazione in bilancio al costo storico del parco giocatori di cui dispone il club.

Figura 4.1. Immobilizzazioni immateriali secondo le Raccomandazioni Contabili della FIGC

Art. 2424 del Codice Civile integrato con i Principi Contabili OIC	Schema di Stato Patrimoniale F.I.G.C.
ATTIVO	ATTIVO
B) Immobilizzazioni, con separata indicazione di quelle concesse in locazione finanziaria	B) Immobilizzazioni, con separata indicazione di quelle concesse in locazione finanziaria
I - Immobilizzazioni immateriali	I - Immobilizzazioni immateriali
1) costi di impianto e di ampliamento	1) costi di impianto e di ampliamento
2) costi di sviluppo	2) costi di sviluppo
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili
5) avviamento	5) avviamento
6) immobilizzazioni in corso e acconti	6) immobilizzazioni in corso e acconti
	7) diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori
7) altre	8) altre

Fonte: FIGC, *Il nuovo piano dei conti* <https://www.figc.it/media/155543/maurizio-ragno-il-nuovo-piano-dei-conti-della-figc.pdf>.

Come si può osservare dalla figura 4.1, tale voce, per le società che adottano i principi contabili nazionali, è collocata tra le immobilizzazioni immateriali. Ad essere precisi, le società, avvalendosi di quanto stabilito dal piano dei conti adottato dalla FIGC (Federazione Italiana Giuoco Calcio), indicano in bilancio questa nuova voce (che rappresenta appunto i DPC) in maniera addizionale rispetto alle voci indicate nello schema di stato patrimoniale civilistico. L'articolo 2423 ter del Codice Civile infatti, ai commi tre e quattro, permette di aggiungere delle

voci in bilancio “qualora il loro contenuto non sia compreso in alcuna di quelle previste dagli articoli 2424 e 2425” e “quando lo esige la natura dell’attività esercitata”¹¹⁷.

Pertanto, in base a quanto previsto da questa norma, i DPC sono indicati in bilancio alla voce B.I.7, che, come indicato dalle Raccomandazioni Contabili della FIGC, va a sostituire la voce “altre” (immobilizzazioni immateriali) dello schema civilistico, la quale viene indicata alla voce B.I.8.

Secondo la definizione data dall’OIC 24, le immobilizzazioni immateriali corrispondono a “attività normalmente caratterizzate dalla mancanza di tangibilità. Esse sono costituite da costi che non esauriscono la loro utilità in un solo periodo ma manifestano i benefici economici lungo un arco temporale di più esercizi. [...]. I benefici economici futuri derivanti da un’immobilizzazione immateriale includono i ricavi originati dalla vendita di prodotti o servizi, i risparmi di costo o altri benefici derivanti dall’utilizzo dell’attività immateriale da parte della società”¹¹⁸.

Le immobilizzazioni immateriali, tra le altre cose, comprendono i beni immateriali (brevetti, licenze, marchi) e gli oneri pluriennali (costi di sviluppo e costi di ampliamento).

Nel corso degli anni si è spesso discusso circa la classificazione in bilancio dei diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, in particolare il dibattito riguardava la scelta se considerarli a tutti gli effetti beni immateriali o piuttosto oneri pluriennali.

Alla fine, come indicato anche dalle Raccomandazioni Contabili della FIGC, si è optato per la classificazione dei DPC come beni immateriali. Questo perché i DPC rispondono a pieno ai requisiti dei beni immateriali stabiliti dall’OIC 24, che sono i seguenti:

1. Devono essere identificabili e individuabili;
2. devono incorporare diritti tutelati dall’ordinamento giuridico;
3. l’impresa deve poter sfruttare, in via esclusiva, i benefici futuri derivanti dal loro impiego per un determinato arco temporale;
4. devono essere sottoposti a valutazioni autonome e indipendenti rispetto al complesso dei beni dell’impresa¹¹⁹.

¹¹⁷ Art. 2423 ter Codice Civile, co. 3-4, *Struttura dello stato patrimoniale e del conto economico*. <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-ix/art2423ter.html>.

¹¹⁸ Principio Contabile OIC 24, par 4, p. 3. <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-24-Immobilizzazioni-immateriali.pdf>.

¹¹⁹ MANCIN M., cit. p. 142.

Quanto all'individuabilità, i DPC sono identificati con i giocatori e con le proprie prestazioni sportive. I DPC inoltre, come dice il termine stesso, costituiscono i diritti delle società di poter godere delle prestazioni sportive degli atleti, le quali sono regolate in base ai contratti sottoscritti dai giocatori con i rispettivi club.

Quanto al terzo aspetto invece, le società sfruttano i benefici derivanti dall'impiego dei giocatori (sia in termini economici legati alla vendita del *merchandising*, sia in termini sportivi legati alle prestazioni offerte sul campo) durante tutto l'arco del contratto, a meno che i club non decidano di vendere i giocatori, ovvero trasferire i DPC ad altre squadre.

Infine, per quanto riguarda il quarto punto, i DPC sono soggetti a valutazioni autonome poiché è la società stessa che stabilisce il valore di un atleta nel momento in cui questo si appresta ad essere ceduto ad un'altra società, inoltre questo viene chiaramente ceduto separatamente dal complesso aziendale.

In base a quanto evidenziato, i Diritti alle prestazioni sportive dei calciatori rispettano totalmente i requisiti appena elencati, di conseguenza è possibile affermare senza grandi esitazioni che i DPC sono equiparabili ai beni immateriali e pertanto ciò giustifica la loro classificazione tra le immobilizzazioni immateriali.

Un'ulteriore conferma di quanto appena affermato la si ha dal principio contabile internazionale IAS 38, che per certi aspetti appare molto simile all'OIC 24. Lo IAS 38 descrive gli *Intangibles Assets* e anch'esso fa riferimento all'individuabilità, al controllo (ovvero alla capacità dell'impresa di poter controllare e disporre dei benefici futuri generati dall'*intangible*), al fatto che deve derivare da diritti contrattuali e alla separabilità (ovvero che può essere alienato separatamente dal resto dell'entità aziendale)¹²⁰.

Come si è avuto modo di comprendere nel presente paragrafo, ogni giocatore per la società di appartenenza rappresenta un *asset*, e in quanto tale, dovrà essere iscritto nell'attivo dello stato patrimoniale. Pertanto, un altro tema importante riguarda i **criteri di valutazione** di tali *assets* ai fini dell'iscrizione in bilancio.

Secondo quanto affermano il primo comma dell'art. 2426 del Codice Civile e l'OIC 24, le immobilizzazioni, comprese quelle immateriali, vanno iscritte al costo di acquisto o di produzione¹²¹, il quale comprende anche gli oneri accessori, che nello specifico caso

¹²⁰ IASB, IAS 38, *Intangible Assets*, par 11-12-13-17.

<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/ias-38-intangible-assets.pdf>.

¹²¹ "Le immobilizzazioni sono iscritte al costo di acquisto o di produzione. Nel costo di acquisto si computano anche i costi accessori". Art. 2426 Codice Civile, co. 1, *Criteri di valutazione*.

dell'acquisto di un giocatore sono rappresentati dalle somme corrisposte ai procuratori e da altri costi di minore entità (spese legali e notarili).

L'equiparazione dei DPC alle immobilizzazioni immateriali fa sì che anch'essi siano valutati al costo storico. In particolare, per le società calcistiche che redigono il bilancio secondo i principi contabili nazionali, il costo di acquisto è dato dal prezzo concordato con la controparte per l'acquisto di un giocatore, aumentato degli eventuali indennizzi riconosciuti ai procuratori o alle società specializzate che curano l'intermediazione ai vari trasferimenti¹²².

Inoltre, come tutte le immobilizzazioni la cui utilizzazione è limitata nel tempo¹²³, anche i DPC sono soggetti ad ammortamento e questo avviene in base alla loro vita utile, vale a dire in base alla durata del contratto sottoscritto dal giocatore. Il criterio di ammortamento utilizzato dalla stragrande maggioranza delle società, così come suggerito anche dalle Raccomandazioni contabili, è il criterio a quote costanti sulla base degli anni di contratto del giocatore¹²⁴. In linea teorica sarebbero ammessi anche altri metodi di ammortamento, come ad esempio l'ammortamento a quote decrescenti in ragione dell'età media della rosa, ma questi non hanno riscosso grandi successi, né nella pratica, né nella letteratura di riferimento.

Si tenga inoltre presente che la vita utile dei DPC, e dunque il processo di ammortamento, può essere allungata (in caso di rinnovo del contratto non ancora scaduto) o decurtata (in caso di ritiro dell'atleta o di grave infortunio).

A titolo di esempio: si ipotizzi che la società A acquisti un giocatore dalla società B per un corrispettivo di 50 milioni di euro. La società A inoltre, al fine del buon esito della trattativa, riconosce 10 milioni di euro al procuratore del giocatore acquistato. Si ipotizzi inoltre che la durata del contratto sottoscritto dal giocatore sia di cinque anni. In base a questi dati il costo di acquisto che la società A sostiene e che quindi dovrà iscrivere a bilancio è pari a 60 milioni di euro (50 milioni + 10 milioni). La quota di ammortamento annua sarà invece pari a 12 milioni di euro, ovvero il rapporto tra il costo storico e la durata del contratto (60 milioni : 5).

I Diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, come si ha modo di osservare dalla tabella 4.1, rappresentano l'*asset* di maggior rilievo all'interno dello stato patrimoniale delle società calcistiche professionistiche, tanto più in Italia, dove il numero degli stadi di proprietà è ancora limitato rispetto agli altri paesi europei. In alcuni casi i DPC costituiscono addirittura il 60% del

¹²² MANCIN M., cit. p. 166.

¹²³ Nel caso dei DPC, le società hanno diritto a impiegare i giocatori fino al termine del contratto che li lega ad esse, che non può avere durata superiore ai cinque anni, pur ammettendo il successivo prolungamento del contratto.

¹²⁴ MANCIN M., cit. p. 214.

totale attivo e questo aspetto, ai fini valutativi, non può che avere un impatto rilevante nella scelta del metodo di valutazione da adottare.

A dimostrazione di ciò, la seguente tabella riflette l'incidenza percentuale dei DPC sul totale delle attività in bilancio delle società che hanno preso parte al campionato di Serie A nella stagione 2020/2021. I dati fanno riferimento all'ultimo bilancio disponibile, ovvero quello chiuso il 30/06/2021 (Per Atalanta e Genoa l'ultimo bilancio è quello chiuso al 31/12/2020).

Tabella 4.1. Incidenza DPC sul totale delle attività di stato patrimoniale

Nome club	DPC in bilancio	Totale Attività	Incidenza % DPC/totale attività
Juventus	431.551.996	907.811.109	47,5%
Inter	309.186.045	953.305.193	32,4%
Milan	159.953.000	405.740.000	39,4%
Roma	188.207.000	375.299.000	50,1%
Lazio	93.383.648	334.647.973	27,9%
Napoli	126.093.178	417.778.546	30,2%
Atalanta*	135.619.749	325.998.076	41,6%
Fiorentina	120.429.616	296.421.939	40,6%
Bologna	78.028.020	121.478.074	64,2%
Verona	42.233.945	122.074.902	34,6%
Torino	51.147.000	148.209.000	34,5%
Udinese	184.654.940	389.704.135	47,4%
Sassuolo	71.470.539	222.277.901	32,2%
Sampdoria	Dati non disponibili	Dati non disponibili	Dati non disponibili
Genoa*	119.343.562	281.556.948	42,4%
Spezia	6.866.086	27.425.577	25,0%
Cagliari	46.550.579	133.110.911	35,0%
Benevento	14.272.047	23.934.958	59,6%
Crotone	Dati non disponibili	Dati non disponibili	Dati non disponibili
Parma	100.936.400	174.919.635	57,7%
Totale	2.279.927.350	5.661.693.877	40,3%
Media			41,2%

Fonte dati: siti web delle varie società, AIDA – Analisi informatizzata delle aziende.

Come si può vedere, l'incidenza percentuale dei DPC iscritti nei bilanci dei club di Serie A sul totale attivo è pari al 40,3%, con un valore medio che si attesta al 41,2%. Inoltre, è possibile osservare che in parecchie società (Roma, Bologna, Benevento e Parma) i Diritti alle prestazioni sportive dei calciatori pesano per più della metà sul totale delle attività presenti in bilancio. Se questi dati già così appaiono sorprendenti, è ragionevole ipotizzare un'incidenza percentuale ancora più elevata negli esercizi precedenti a quello chiuso in data 30/06/2021, che si ricorda essere stato pesantemente influenzato dall'impatto Covid-19.

Infatti, le società nell'ultimo biennio hanno visto ridurre drasticamente i propri ricavi e di conseguenza le proprie capacità di spesa. Si è riscontrato quindi un calo generale degli investimenti finalizzati all'acquisto dei giocatori e ciò verosimilmente si è tradotto in minori iscrizioni in bilancio dei DPC, con la conseguente riduzione del valore contabile dei DPC già iscritti per effetto degli ammortamenti¹²⁵.

Un'altra possibile ragione che ha ridotto l'incidenza percentuale dei DPC nelle ultime due stagioni può essere ricondotta alla Legge n. 126 del 13 ottobre 2020, la quale è stata introdotta in piena pandemia per cercare di limitare i danni economici causati dalla pandemia. Tale legge, al fine di contrastare l'erosione del patrimonio netto dovuto alle ingenti perdite, prevede la possibilità di rivalutare le immobilizzazioni immateriali. Questa opportunità è stata sfruttata da Napoli, Inter e Udinese, le quali hanno provveduto a rivalutare il marchio nell'ordine di diverse decine, e in alcuni casi centinaia, di milioni di euro¹²⁶.

La rivalutazione del marchio ha contribuito quindi ad aumentare il valore delle attività totali nel bilancio delle società che hanno fatto ricorso a questa possibilità offerta dal legislatore; di conseguenza, ciò ha portato a una riduzione dell'incidenza dei DPC sul totale attivo, che quindi sarebbe stata ancora più elevata se non ci fosse stato questo intervento normativo.

¹²⁵ Nella finestra di calciomercato conclusasi l'1/9/2021, la spesa totale "nei primi cinque campionati del continente è stata di circa 3 miliardi di euro. Si tratta di 250 milioni di euro in meno rispetto allo stesso periodo 2020, e quasi la metà di quanto speso nel complesso nell'anno record 2019 (circa 5,5 miliardi). Bisogna comunque sottolineare che a essere diminuite drasticamente sono le spese per i cartellini [...]. BUSCAGLIA G., *Crolla il calciomercato: -50% spese in due stagioni*, 2021, Calcio & Finanza, <https://www.calcioefinanza.it/2021/09/01/crolla-il-calciomercato-50-spesa-due-stagioni/>.

¹²⁶ "Il Napoli ha così provveduto, tramite il giudizio di un professionista esperto e indipendente, a rivalutare il marchio [...]: una rivalutazione che ha avuto come effetto l'incremento del costo storico delle immobilizzazioni immateriali per 69,572 milioni di euro". SACCHI M., *Il Napoli rivaluta il marchio per 75 milioni*, 2022, Calcio & Finanza, <https://www.calcioefinanza.it/2022/01/09/napoli-rivalutazione-marchio-bilancio/>.

Alla luce di questa analisi sui DPC, è possibile comprendere quanto sia rilevante tale voce all'interno di questo particolare settore. Pertanto, ai fini della determinazione del valore di una società calcistica professionistica, è possibile affermare che il valutatore non può esimersi dal considerare i metodi patrimoniali come possibili metodologie di valutazione.

I metodi reddituali e finanziari, non considerando minimamente la dimensione patrimoniale, non sembrano essere gli approcci più adatti per la valutazione delle società di calcio.

Come si avrà modo di vedere nei successivi paragrafi, questa tesi inerente la non appropriatezza dei metodi finanziari e reddituali verrà rafforzata con ulteriori dimostrazioni.

Infine, un ultimo concetto che è necessario precisare è che ai fini valutativi gli *assets* afferenti ai DPC non sono valutati in base al valore contabile, bensì devono essere rettificati al valore di mercato.

Il problema però sta nel fatto che per i DPC non esistono quotazioni di mercato ufficiali, come accade invece in altri settori o nei listini delle borse¹²⁷. La mancanza di un mercato attivo rappresenta inoltre la principale causa del fatto che le società calcistiche che adottano i principi contabili internazionali non possano valutare in bilancio i DPC al *fair value*.

Secondo lo IAS 38 infatti, le attività immateriali devono essere valutate inizialmente al costo storico (in modo analogo a quanto previsto dall'OIC 24 e dal Codice Civile), ma è ammessa anche la possibilità di effettuare la valutazione al *fair value*, attraverso una rideterminazione del valore¹²⁸. Tuttavia, per poter applicare la valutazione al *fair value*, è necessario che vengano rispettate alcune condizioni:

1. Deve esserci la presenza di un mercato attivo in modo tale che il *fair value* sia determinato in modo attendibile;
2. applicazione del *fair value* ad un'intera classe di immobilizzazioni (nel nostro caso a tutti i DPC);
3. le rideterminazioni di valore devono avvenire con una certa frequenza¹²⁹.

Se per le ultime due condizioni non sembra esserci alcun problema, lo stesso non si può dire per quanto riguarda l'esistenza di un mercato attivo. Infatti, per avere un mercato attivo è

¹²⁷ MANCIN M., cit. p. 277.

¹²⁸ IASB, IAS 38, par 75.

¹²⁹ MANCIN M., cit. pp. 261-262.

necessario che gli elementi negoziati sul mercato siano omogenei; inoltre, i prezzi di negoziazione devono essere accessibili al pubblico¹³⁰.

Queste due condizioni non sono rispettate in quanto i DPC sono tutto tranne che omogenei poiché i giocatori hanno caratteristiche (età, abilità tecniche, ruolo, esperienza) uniche; inoltre, i prezzi di negoziazione non sono sempre accessibili al pubblico, ma spesso sono dati riservati, comunicati esclusivamente alle parti in causa e alla Lega.

Per queste ragioni è impossibile affermare l'esistenza di un mercato attivo, pertanto anche le società quotate (in Italia Juventus, Lazio e Roma), pur avendo la facoltà di valutare i DPC al *fair value*, sono tenute ad applicare il criterio del costo storico.

Nonostante queste interpretazioni dello IAS 38, al giorno d'oggi molti siti, basandosi su una serie di algoritmi che considerano tutti i possibili attributi e le possibili caratteristiche dei calciatori, determinano il loro valore di mercato, e di conseguenza il valore dell'intero parco giocatori di ogni club¹³¹. Questi siti sono sempre più precisi e affidabili, infatti, accade sempre più spesso che il valore effettivo delle transazioni di giocatori da una società all'altra non si discosta troppo dai valori indicati da tali siti.

Ai fini valutativi, essendo la valutazione aziendale un processo basato su stime, nessuno vieta di valorizzare i Diritti alle prestazioni sportive dei calciatori sulla base dei valori di mercato offerti da siti come transfermarkt.com. Questo perché la valutazione aziendale, non essendo regolata da una normativa vera e propria, è una disciplina elastica e non vincolata dai rigorosi principi di prudenza che regolano altresì la predisposizione del bilancio.

4.2.2 Le attività immateriali di una società calcistica professionistica: il marchio e la sua valutazione

Un'ulteriore attività immateriale che gioca un ruolo determinante ai fini della valutazione di una società calcistica professionistica è rappresentata dal marchio.

Secondo l'articolo 7 del Decreto Legislativo n. 30/2005, modificato poi dal Decreto Legislativo n. 15/2019, i marchi d'impresa sono definiti come "tutti i segni, in particolare le parole, compresi i nomi di persone, i disegni, le lettere, le cifre, i suoni, [...], purché siano atti: a) a distinguere i prodotti o i servizi di un'impresa da quelli di altre imprese e b) ad essere

¹³⁰ MANCIN M., cit. p. 267.

¹³¹ Uno dei siti più famosi che offre le quotazioni di mercato dei giocatori è transfermarkt.com. <https://www.transfermarkt.com>.

rappresentati nel registro in modo tale da consentire alle autorità competenti ed al pubblico di determinare con chiarezza e precisione l'oggetto della protezione conferita al titolare"¹³². Secondo questa definizione, il marchio rappresenta il logo, un simbolo o un qualsiasi altro elemento tangibile che permette alle persone di identificare e riconoscere un'impresa. Il marchio di fatto non costituisce altro che la rappresentazione grafica dell'azienda.

Negli ultimi anni, però, il termine "marchio" è andato via via a sostituirsi con il concetto di "brand". Quest'ultimo porta con sé un significato ben più ampio rispetto al marchio, che è anche ciò che interessa maggiormente ai fini della valutazione aziendale, tanto più per una società calcistica professionistica.

Il *brand*, andando oltre agli aspetti meramente legati alla tangibilità inerenti la definizione di marchio, considera anche elementi astratti come i valori trasmessi dall'impresa e le emozioni che un prodotto o un servizio sono in grado di suscitare all'utilizzatore finale. Il brand infatti, costituisce "la promessa di garantire ai consumatori specifici benefici associati a un prodotto"¹³³.

Nel nostro caso i consumatori del prodotto calcistico sono rappresentati dai tifosi dei vari club; la peculiarità che distingue questo particolare genere di consumatori rispetto a quelli che fanno riferimento ai settori tradizionali deriva dal fatto che i tifosi sono fortemente legati al club e al *brand*, manifestando un senso di appartenenza tale da far sviluppare in loro un alto grado di propensione al consumo (in termini di *merchandising*, di biglietti per assistere alle partite e di abbonamenti alle *pay-tv* e alle piattaforme di *streaming*).

In questo settore infatti, il cliente non si rivolge praticamente mai al prodotto di una società concorrente in quanto è estremamente raro che un tifoso cambi squadra. Alla luce di ciò è possibile affermare che i consumatori-tifosi rimangono fidelizzati a vita al club per cui fanno il tifo, andando a identificarsi a pieno con i valori comunicati e trasmessi dal *brand*.

Nel settore del calcio professionistico pertanto, con un grado di fidelizzazione così marcato da parte dei tifosi, il *brand* assume un significato ancora più importante, sia per quanto riguarda la gestione del *brand* stesso da parte del management, sia nell'ottica di stimarne il valore.

Le società calcistiche, avendo compreso ormai da tempo l'importanza di acquisire e mantenere fidelizzato un numero sempre maggiore di tifosi, investono molte risorse per la gestione e lo sviluppo del proprio *brand*.

¹³² D. Lgs. n.30/2005 e D. Lgs. n. 15/2019. <https://www.gazzettaufficiale.it>.

¹³³ LEVENS M., CASARIN F., ROSIN U., *Marketing Definito, Applicato, Spiegato*, Pearson, Milano Torino, 2014, cit. p. 121.

Il loro obiettivo è quello di creare valore in termini di maggior fatturato, in modo tale da poter disporre di nuove risorse da poter investire nel parco giocatori e nel potenziamento strutturale del club; infatti, è bene ricordare che il *core business* di una società di calcio professionistica rimane legato alla dimensione sportiva. Ciò non toglie però che il conseguimento del risultato sportivo possa andare di pari passo con la ricerca dell'equilibrio economico-finanziario nel lungo termine.

I club pertanto, ai fini di ottenere un volume di ricavi maggiore che consenta loro di avere più probabilità di ottenere i risultati desiderati, al giorno d'oggi non possono permettersi di non dedicare attenzione alla gestione del proprio *brand*. Essi infatti, attraverso investimenti sempre maggiori nel marketing e in attività promozionali, cercano di costruire e consolidare la propria *brand equity*¹³⁴ e la propria *brand awareness*.

Le società, attraverso politiche di comunicazione e azioni mirate, tendono quindi a creare un'immagine distintiva del proprio *brand*. Giusto per fare un esempio, l'Atalanta Bergamasca Calcio, società che negli ultimi anni ha saputo distinguersi nel panorama nazionale e internazionale sia per le proprie attitudini manageriali che per la capacità di conseguire risultati sportivi di primissimo livello, nel 2010 ha dato vita al "Progetto Neonati Atalantini"¹³⁵. Tramite questo progetto la società si impegna a regalare la maglietta atalantina a tutti i neonati della provincia di Bergamo, con la finalità da un lato di rafforzare il legame con il *brand* e con il territorio da parte di tutti i tifosi e dall'altro quella di accrescere la propria *fanbase*.

Grazie anche al contributo di questa iniziativa, una società storicamente medio-piccola come l'Atalanta ha saputo aumentare la propria *brand awareness*, oltre che la riconoscibilità del marchio e il numero di tifosi. Infatti, dal 2010 al 2020 "sono più di 36mila i nuovi nati di Bergamo e provincia che hanno avuto in dono la maglietta della Dea"¹³⁶. Ciò significa che nei prossimi anni la società potrà contare su 36mila nuovi potenziali tifosi/consumatori/giocatori

¹³⁴ "La brand equity, o valore della marca, esprime la forza di una marca sul mercato. Può essere definita sia da un punto di vista finanziario, e in tal caso si pone l'accento sul valore del brand in quanto asset del patrimonio aziendale (come brevetti e marchi); oppure da un punto di vista più orientato al marketing, e in tal caso può essere definita come il patrimonio d'immagine che una marca è riuscita a costruirsi nel tempo, frutto dell'aggregazione di atteggiamenti e comportamenti dei consumatori, dei canali distributivi e dei diversi influencer del processo d'acquisto che rafforzano i profitti futuri e il cash flow di lungo periodo (Srivastava e Shocker, 1991).

<https://www.glossariomarketing.it/significato/brand-equity/>.

¹³⁵ <https://www.atalanta.it/neonati-atalantini/>.

¹³⁶ GENNARI F., 2020, *Progetto "Neonati Atalantini", dal 2010 a oggi sono oltre 36mila le magliette donate*, Prima Bergamo. <https://primabergamo.it/atalanta/progetto-neonati-atalantini-36mila-magliette-donate/>.

da poter tesserare nel settore giovanile e ciò andrà sicuramente a innalzare il valore del *brand* Atalanta nel corso degli anni.

Fatte queste premesse, entriamo ora più nel dettaglio in merito ai marchi delle società calcistiche. I *brand* di tali società non sono considerati alla stregua dei marchi tradizionali, i quali sono associati direttamente ai prodotti o ai servizi offerti dall'impresa, bensì fanno parte della particolare categoria dei "marchi notori, altresì detti *Popularity properties*. Quest'ultimi derivano il loro nome dal fatto che sono caratterizzati da grande diffusione e popolarità"¹³⁷ sia a livello nazionale che a livello internazionale, inoltre dispongono di una normativa *ad hoc* in termini di registrazione del marchio.

Un altro aspetto distintivo del marchio di una società calcistica professionistica è rappresentato dal fatto che esso non riguarda solamente la dinamica sportiva legata all'evento-partita; esso infatti è strettamente legato anche ai prodotti commercializzati dalle società attraverso la gestione del *merchandising* e del *licensing*, oltre che, come detto in precedenza, ai valori e al senso di appartenenza comunicati ai propri tifosi dai club.

Dal punto di vista strettamente contabile, ai sensi dell'art. 2424 del Codice Civile, i marchi sono classificati all'interno delle immobilizzazioni immateriali, alla voce B.I.4 - Concessioni, licenze, marchi e diritti simili¹³⁸. Tale voce "può comprendere: [...] i costi per l'acquisto, la produzione interna e per i diritti di licenza d'uso dei marchi¹³⁹. Pertanto, qualora si verifichi una di queste tre fattispecie, il marchio dovrà essere iscritto all'interno di questa voce in base al criterio del costo, con relativo processo di ammortamento¹⁴⁰.

Di contro, il già menzionato IAS 38 stabilisce che alcune tipologie di immobilizzazioni immateriali, (tra cui appunto i marchi, i brevetti e le testate giornalistiche), se prodotte internamente, non possono essere iscritte nell'attivo dello stato patrimoniale. Perché questo sia possibile, è necessario acquistare il marchio da un'altra società, cosa questa alquanto complicata per le società calcistiche data l'unicità dei valori che ogni singolo *brand* trasmette ai

¹³⁷ CORTESI G., *Marchio commerciale e società di calcio: idiosincrasia e mal celata passione*, Rivista di Diritto ed Economia dello Sport, vol. II, fasc. 3, 2006, cit. p. 58.

¹³⁸ Art. 2424 Codice Civile, co. 1, *Contenuto dello stato patrimoniale*.

¹³⁹ Principio Contabile OIC 24, par 28, p. 6. <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-24-Immobilizzazioni-immateriali.pdf>.

¹⁴⁰ I marchi, in quanto beni immateriali e al pari dei DPC, sono iscritti in bilancio quando: a) sono identificabili b) la società detiene il potere di disporre dei benefici economici futuri generati dal marchio stesso c) quando il costo è stimabile in modo attendibile. Principio Contabile OIC 24, par 50, p. 11. <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-24-Immobilizzazioni-immateriali.pdf>.

propri tifosi. Ciò dunque vale, in linea del tutto teorica, per le società che adottano i principi contabili internazionali, tra cui Juventus, Roma e Lazio in quanto quotate.

Tuttavia, nel corso degli anni questa regola è stata più volte aggirata mediante operazioni artificiose¹⁴¹ che hanno permesso alle società l'iscrizione dei marchi in bilancio ai fini di una maggior patrimonializzazione.

Infatti, come si può osservare dai bilanci delle società professionistiche italiane (specialmente quelle che militano nel campionato di Serie A), è possibile notare che molte di esse, alla voce B.I.4 dell'attivo, presentano dei valori molto elevati e ciò non può che essere dovuto all'iscrizione dei marchi.

L'F.C. Internazionale Milano ad esempio, nell'ultimo bilancio chiuso al 30/06/2021, alla voce B.I.4 presenta un valore pari a circa 290 milioni di euro¹⁴². La maggior parte di questi (circa 200 milioni), come indicato in nota integrativa, afferiscono al marchio e alla sua rivalutazione ai sensi della già citata Legge 126/2020¹⁴³. Stessa cosa vale per il per la Società Sportiva Calcio Napoli S.p.A, la quale presenta un valore di 75 milioni di euro, anch'essi riferibili per buona parte al marchio e alla sua rivalutazione¹⁴⁴.

Se si analizza il bilancio delle altre società di Serie A, è possibile notare (o direttamente alla voce B.I.4 o in nota integrativa) come in molte di esse il marchio costituisca un *asset* assai importante in termini di valore iscritto a bilancio; ciò vale a maggior ragione se si osserva il bilancio delle società italiane, che, ad eccezione di rari casi, non presentano l'*asset* riguardante lo stadio di proprietà.

Preso atto del fatto che il *brand* assume oggi un ruolo fondamentale per le società calcistiche, è utile ora definire le diverse impostazioni che è possibile seguire al fine di una stima del suo

¹⁴¹ Per operazioni artificiose si intende operazioni di cessione del marchio con il conseguente riacquisto in leasing (il cosiddetto *Sale and lease back*) oppure il conferimento del marchio a società satellite.

¹⁴² Dato derivante dal bilancio consolidato al 30/06/2021.

https://www.inter.it/media/downloads/2022/2022_04_11_16_37_04Consolidato%20Inter%20IV%20CEE%2030.06.2021.pdf.

¹⁴³ “La voce Concessioni, licenze, marchi e diritti simili comprende principalmente il valore del marchio “Inter”, brand “centenario” di grande tradizione [...] nel presente bilancio il Gruppo si è avvalso della facoltà di cui all’art. 110 del DL 104/2020, convertito nella Legge n. 126 del 13/10/2020 e, supportato da perito indipendente, ha proceduto a rivalutare il marchio “Inter” e la Libreria Storica, iscritti tra le immobilizzazioni immateriali”. Nota integrativa del bilancio consolidato al 30/06/2021.

https://www.inter.it/media/downloads/2022/2022_04_11_16_37_15Consolidato%20Inter%20Nota%20integrativa%2030.06.2021.pdf.

¹⁴⁴ Dato derivante dal bilancio consolidato al 30/06/2021.

https://www.sscnapoli.it/shared/userfiles/file/SSCN%20-%20Bilancio%20al%2030_06_2021.pdf.

valore, le quali si distaccano completamente dai criteri di valutazione imposti dagli OIC e dagli IAS.

Ai fini della valutazione d'azienda "si adottano criteri e metodi dai quali scaturisce un *valore unico* e altri dai quali scaturisce un valore frazionato in più componenti (*valore scomposto*: per esempio, valori analitici delle attività materiali, valore degli intangibili, passività, *goodwill* o *badwill*)"¹⁴⁵. I metodi patrimoniali ad esempio, che si fondano sulla rettifica delle singole voci di bilancio a valore di mercato, fanno emergere un valore scomposto; come si è visto nel capitolo due, questo rappresenta anche un limite di queste metodologie.

Essendo il *brand* per forza di cose valutato separatamente mediante metodi *ad hoc*, il valore che ne deriva sarà sicuramente parte di un valore scomposto.

I possibili criteri per la determinazione del valore economico del marchio sono i seguenti:

1. **Criterio del costo** (1.1 metodo del costo storico, 1.2 metodo del costo residuale, 1.3 metodo del costo di riproduzione);
2. **Criterio dei risultati differenziali** (2.1 Metodo di attualizzazione dei risultati differenziali, 2.2 Metodo del costo della perdita);
3. **Criterio comparativo** (3.1 metodo delle transazioni comparabili, 3.2 metodo dei *royalty rates* (r/r), 3.3 metodo dei multipli impliciti nei *deals*, 3.4 metodo dei multipli empirici)¹⁴⁶.

Tra tutti i possibili metodi, quelli per cui vale la pena fare alcune precisazioni in più, in quanto utilizzati più frequentemente nella pratica professionale, sono: il metodo del costo di riproduzione, il metodo di attualizzazione dei risultati differenziali e il metodo dei *royalty rates*. Il **metodo dei costi di riproduzione** si basa sulla stima dei costi che l'impresa dovrebbe sostenere oggi nel caso in cui dovesse ricostituire il marchio *ex novo*. In altre parole, tale metodo consiste nel determinare il costo degli investimenti (in termini di costi pubblicitari, costi di registrazione e di design) necessari al momento della valutazione ai fini della creazione del marchio, che verosimilmente saranno diversi rispetto ai costi sostenuti a suo tempo.

Ai fini di una maggior precisione, se possibile, il costo di riproduzione è bene che sia rettificato in base al grado di obsolescenza del marchio. Per fare ciò è possibile utilizzare un "coefficiente proporzionale tra vita residua e vita totale del bene, per cui il valore finale risulta:

¹⁴⁵ GUATRI L., BINI M., cit. p. 153.

¹⁴⁶ GUATRI L., BINI M., cit. p. 161.

$$V = C_r \times \frac{V_r}{V_t}$$

dove:

Cr = costo di riproduzione

Vr = vita residua del bene

Vt = vita totale del bene”¹⁴⁷.

Per quanto riguarda invece il **metodo di attualizzazione dei risultati differenziali** esso si basa sull’ipotesi che il marchio genera vantaggi e benefici tangibili superiori rispetto a quelli ottenibili da aziende concorrenti “non brandizzate” oppure caratterizzate da un marchio debole rispetto a quello oggetto di valutazione. In sostanza il valore del marchio è dato dalla differenza tra il reddito prodotto dall’azienda con marchio forte e il reddito generato dall’azienda concorrente con marchio debole.

Il differenziale fra i due redditi va determinato considerando sia i ricavi che i costi. “Dai maggiori ricavi (legati, per esempio, a un *premium price* reso possibile da una marca qualificata) vanno sottratti [...] i maggiori costi connessi alla qualità del prodotto, alla pubblicità, alla distribuzione ecc. Il vantaggio netto differenziale così calcolato va poi attualizzato con riferimento alla sua prevedibile durata (n anni) e con un appropriato tasso”¹⁴⁸.

Infine, con il **metodo dei royalty rates (r/r)** il valore del marchio viene determinato in base alle *royalties*¹⁴⁹ potenziali che l’impresa titolare del marchio potrebbe ottenere in seguito alla concessione a terzi della licenza d’uso del marchio stesso. Solitamente le *royalties* sono commisurate in base ad un determinata percentuale del fatturato; inoltre, devono essere attualizzate poiché di norma il titolare del marchio le percepisce lungo un intervallo di tempo di medio-lungo periodo. Pertanto, la formula risulta essere la seguente:

$$V = \sum_1^n r \times S_i \times v^i$$

¹⁴⁷ GUATRI L., BINI M., cit. pp. 165-166.

¹⁴⁸ GUATRI L., BINI M., cit. p. 170.

¹⁴⁹ “Compenso riconosciuto al proprietario di un bene, al creatore o all’autore di un’opera dell’ingegno, al possessore di un brevetto o di un copyright, come corrispettivo della concessione di utilizzare commercialmente il bene, l’opera, il brevetto; è di solito commisurato in percentuale al fatturato o al numero degli esemplari messi in commercio”.

https://www.treccani.it/enciclopedia/royalty_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.

“dove:

r = tasso di royalty, scelto per via di comparazione con casi omogenei dedotti dal mercato

S_i = vendite attese su un orizzonte temporale corrispondente alla vita residua dell'intangibile specifico

v^i = coefficiente di attualizzazione¹⁵⁰.

Definite quelle che sono le principali metodologie di valutazione del marchio, nel prossimo paragrafo si avrà modo di vedere una variante del metodo dei tassi di *royalty* utilizzato da *Brand Finance* nella valutazione dei principali *brand* calcistici.

4.2.3 La valutazione dei *brand* calcistici secondo *Brand Finance*

La società di consulenza *Brand Finance*¹⁵¹ ogni anno elabora un report molto dettagliato che ha per oggetto una classifica nella quale sono indicati i 50 *brand* calcistici dal valore più elevato. Come si può osservare dalla figura 4.2, il marchio dei top club europei presenta un valore altissimo, andando in sette casi (Real Madrid, Manchester City, Barcellona, Liverpool, Manchester United, Bayern Monaco e PSG) a superare anche il miliardo di euro. I valori dei primi dieci club della classifica inoltre, come è possibile vedere dalla figura, sono tutti in aumento rispetto all'anno precedente, con una crescita superiore al 15 % per sei società su dieci.

Nelle prime dieci posizioni troviamo ben sei club militanti in *Premier League*, che, come noto, rappresenta il campionato di gran lunga più performante, sia in termini di fatturato che in termini di spettacolarità del prodotto offerto. Le società italiane si posizionano rispettivamente in 11^a posizione (Juventus FC, 705 milioni di euro), 14^a posizione (FC Internazionale Milano, 495 milioni di euro), 17^a posizione (AC Milan, 269 milioni di euro), 27^a posizione (SSC Napoli, 182 milioni di euro), 29^a posizione (AS Roma, 181 milioni di euro), 42^a posizione (Atalanta, 123 milioni di euro) e 50^a posizione (Fiorentina, 95 milioni di euro)¹⁵².

¹⁵⁰ GUATRI L., BINI M., cit. p. 177.

¹⁵¹ Brand Finance è la società di consulenza per la valutazione del marchio leader a livello mondiale. <https://brandfinance.com>.

¹⁵² Fonte dati: Brand Finance Football 50 2022, The annual report of the most valuable and strongest football brands. <https://brandirectory.com/download-report/brand-finance-football-50-2022-preview.pdf>.

Nonostante la mancata presenza di società italiane all'interno della top ten, i *brand* di Serie A presenti in classifica hanno fatto registrare una crescita molto elevata rispetto al 2021. Infatti, tra i primi dieci *brand* con il maggior tasso di crescita quattro sono italiani (AC Milan, Atalanta, AS Roma e SSC Napoli), tra cui Milan (+76%) e Atalanta (+52%) rispettivamente al primo e al terzo posto.

Figura 4.2. I dieci brand calcistici dal valore più elevato nel 2022



Fonte: Brand Finance Football 50 2022, The annual report of the most valuable and strongest football brands.

Come indicato nel Report, l'approccio valutativo utilizzato da *Brand Finance* ai fini dell'ottenimento di questi risultati è il **metodo "Royalty Relief"**¹⁵³, una variante molto simile del già citato metodo dei *royalty rates*.

Anche con questa metodologia si giunge a definire il valore del marchio mediante la determinazione delle *royalties* potenziali che la società titolare del *brand* dovrebbe

¹⁵³ "As a result, Brand finance always incorporates a review of what users of brands actually pay for the use of brands in the form of brand royalty agreements, which are found in more or less every sector in the world. This is sometimes known as the "Royalty Relief" methodology". Brand Finance Football 50 2022, The annual report of the most valuable and strongest football brands, cit. p. 53. <https://brandirectory.com/download-report/brand-finance-football-50-2022-preview.pdf>.

corrispondere ad un'impresa terza qualora non dovesse disporre del diritto d'uso del marchio stesso.

La differenza rispetto al metodo dei tassi di *royalty* sta nel fatto che con il *Royalty Relief* solitamente si ipotizza una durata infinita del marchio, pertanto, analogamente ai metodi di valutazione d'azienda *discounted cash flow*, la formula sarà scomposta in due parti: a) le *royalties* annuali riferite ai ricavi stimati in un periodo di previsione esplicita e b) un *terminal value* delle *royalties*¹⁵⁴. La formula pertanto sarà la seguente:

$$V = \sum_{1}^{n} (r \times S_i \times v^i) + \left(\frac{r \times S_n}{i} \right) \times v^n$$

Dove, rispetto alla formula precedente:

S_n = vendite attese nel periodo successivo all'ultimo anno di periodo di previsione esplicita

v^n = coefficiente di attualizzazione al termine del periodo di previsione esplicita.

Brand Finance nel corso degli anni ha sviluppato una procedura molto accurata per la determinazione del tasso di *royalty*. Tale procedura può essere riassunta nei seguenti punti:

1. Definizione di un intervallo di *royalty* per il settore di riferimento in base ad indagini di mercato e a confronti con gli altri settori (ad esempio un intervallo dallo 0% al 10% del fatturato);
2. calcolo delle *royalties* percepite da un club grazie alla cessione dei diritti d'uso del proprio marchio;
3. determinazione della "*Brand Strength*" (forza del marchio) sulla base di una serie di parametri, tra i quali: il numero di tifosi, il numero di tifosi potenziali, la fiducia degli investitori, la gestione del *merchandising*, la visibilità del marchio attraverso i social media ecc. A ogni marchio viene assegnato un punteggio BSI (*Brand Strength Index*) da 0 a 100 e in base al punteggio viene assegnato un rating fino ad AAA+, in modo simile a quanto stabilito dalle agenzie di rating;
4. Applicazione del punteggio BSI all'intervallo di *royalty*. (Ad esempio: se ad un *brand* viene assegnato un punteggio di 90 su 100 e l'intervallo di *royalty* del settore è 0-10%,

¹⁵⁴ GUATRI L., BINI M., cit. p. 180.

il tasso di royalty per la valutazione di quel determinato marchio sarà pari al 9% dei ricavi);

5. stima dei ricavi negli anni futuri;
6. determinazione dei ricavi specificamente afferibili al *brand* attraverso l'applicazione del tasso di royalty (nel nostro esempio 9%) e attualizzazione¹⁵⁵.

Essendo *Brand Finance* una società leader mondiale nella valutazione dei marchi e alla luce della rigorosità del metodo da loro proposto, a parere di chi scrive tale metodologia appare appropriata e coerente ai fini della valorizzazione dei *brand* calcistici. Pertanto, come si avrà modo di vedere nel capitolo seguente, ai fini della determinazione del valore dell'Atalanta Bergamasca Calcio S.p.A., il marchio sarà valutato in base al valore identificato da *Brand Finance*.

In conclusione, in base alle analisi condotte negli ultimi due paragrafi, è possibile affermare che per le società calcistiche, soprattutto quelle appartenenti ai top campionati europei, il marchio ha un ruolo fondamentale, sia per il suo impatto nell'attivo dello stato patrimoniale, sia ai fini valutativi.

Da ciò è possibile concludere ancora una volta che i metodi reddituali e finanziari non sembrano essere i più appropriati ai fini della determinazione del valore di un club calcistico professionistico in quanto le formule di valutazione che caratterizzano tali approcci non conferiscono il giusto valore alle componenti patrimoniali, marchio in primis. Come si è visto dal report di *Brand Finance* però, quest'ultimo spesso assume valori molto elevati, che non possono per nessuna ragione essere trascurati nel momento in cui si va a valutare una società calcistica professionistica.

¹⁵⁵ Brand Finance Football 50 2022, The annual report of the most valuable and strongest football brands, cit. p. 53. <https://brandirectory.com/download-report/brand-finance-football-50-2022-preview.pdf>.

4.3 Analisi della redditività delle società calcistiche professionistiche di Serie A

Come già anticipato, i metodi reddituali e finanziari, basando il loro funzionamento sull'attualizzazione di flussi prospettici e tralasciando allo stesso tempo la valutazione delle componenti patrimoniali, non sono propriamente adatti ai fini della quantificazione del valore delle società calcistiche professionistiche. La stragrande maggioranza di queste infatti, specialmente in Italia, presenta da sempre grandi difficoltà a generare utili.

Di conseguenza il metodo reddituale, che attualizza i flussi reddituali prospettici, non potrà essere applicato in quanto l'attualizzazione di risultati sistematicamente negativi (perdite prospettiche) darà luogo ad *enterprise value* altrettanto negativi, cosa questa tutt'altro che verosimile.

Come ulteriore dimostrazione dell'inadeguatezza di tali metodologie, la tabella 4.2 riflette la capacità reddituale in termini di risultato d'esercizio e di risultato operativo delle società partecipanti alla Serie A nelle stagioni 2020/2021 e 2018/2019, ovvero l'ultimo esercizio non intaccato dagli effetti della pandemia, i quali sono stati devastanti nel settore del calcio professionistico (basti confrontare le perdite aggregate post pandemia, quasi un miliardo di euro, con le perdite aggregate pre pandemia, 329 milioni di euro).

Come è possibile osservare dalla tabella 4.2, dai bilanci della stagione 2020/2021 emerge che ben 17 società su 19 (i dati del Crotone non sono disponibili) generano perdite ingenti, ovvero la totalità delle società di Serie A ad esclusione di Atalanta e Verona.

Se si guarda ai bilanci della stagione 2018/2019, i quali rappresentano una situazione più veritiera in quanto non influenzati da eventi straordinari come la pandemia, è possibile riscontrare un leggero miglioramento poiché i club in perdita risultavano essere 12 su 19, comunque pari al 63%.

Nonostante il contesto ante pandemia sia leggermente migliore, questi dati dimostrano che la maggior parte dei club professionistici italiani non è in grado di conseguire una redditività soddisfacente; per la precisione, tra tutte le società calcistiche professionistiche italiane (20 in Serie A, 20 Serie B e 60 Serie C), solamente il 29%¹⁵⁶ di queste è stato in grado di generare utili nell'esercizio 2020/2021, pertanto ciò va a rafforzare la tesi secondo la quale non appare corretto valutare le società calcistiche mediante l'applicazione dei metodi reddituali.

¹⁵⁶ Fonte dato: FIGC, Report Calcio 2021. <https://www.figc.it/it/federazione/federazione-trasparente/reportcalcio/>.

Tabella 4.2. Redditività dei club di Serie A nelle stagioni 2020/2021 e 2018/2019

Nome club	Risultato d'esercizio 2020/2021	Risultato d'esercizio 2018/2019	Risultato operativo 2020/2021	Risultato operativo 2018/2019
Juventus	-209.214.000	-39.896.000	-200.963.000	-18.958.000
Inter	-214.412.630	-74.406.716	-253.067.557	-132.868.510
Milan	-97.942.559	-155.868.694	-97.703.170	-146.643.813
Roma	-177.695.954	-20.398.607	-160.001.983	-129.207.009
Lazio	-25.655.177	1.113.544	-38.339.967	-11.188.012
Napoli	-58.941.765	29.163.834	-78.545.828	47.845.297
Atalanta	52.667.342	24.397.400	75.444.651	35.674.354
Fiorentina	-10.372.623	-27.682.556	-10.334.543	-33.515.256
Bologna	-30.902.032	-21.725.846	-28.944.681	-19.960.339
Verona	1.102.784	218.571	4.470.983	2.032.996
Torino	-19.069.954	-12.361.807	-24.576.025	-15.092.415
Udinese	-36.855.687	1.181.894	-54.965.256	6.410.580
Sassuolo	-1.745.898	8.144.872	415.153	13.804.323
Sampdoria	-14.703.708	12.052.939	-14.313.203	21.693.479
Genoa	-33.434.838	-4.850.313	-28.002.697	5.853.444
Spezia	-16.961.144	-2.138.325	-16.343.894	-2.703.627
Cagliari	-18.527.771	-9.473.761	-27.024.583	-6.626.720
Benevento	-30.401.463	-13.958.643	-29.537.635	-13.414.221
Crotone	Dati non disponibili	Dati non disponibili	Dati non disponibili	Dati non disponibili
Parma	-21.960.123	-23.142.644	Dati non disponibili	Dati non disponibili
Totale	-954.654.577	-329.630.858	-982.333.235	-396.863.449

Fonte: AIDA – Analisi informatizzata delle aziende.

Inoltre, osservando la tabella, è possibile notare come la marginalità sia negativa già a livello di gestione caratteristica. Infatti, il reddito operativo generato nella stagione 2020/2021 dai club di Serie A è negativo in 15 casi su 18, 11 su 18 nella stagione precedente al covid.

Una redditività operativa negativa per la maggioranza dei club rende difficile anche l'applicazione dei metodi *discounted cash flow*.

Si ricorda infatti che tali metodi basano il loro funzionamento sull'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici, sia essi operativi sia essi a disposizione degli azionisti. Come indicato nel capitolo tre, il punto di partenza per la stima dei flussi di cassa prospettici determinati mediante il rendiconto finanziario è dato dal margine operativo lordo, vale a dire il risultato operativo senza la deduzione degli ammortamenti.

Con una gestione operativa pesantemente negativa come quella indicata nella tabella 4.2, è molto probabile che anche il MOL abbia segno negativo, pur con la precisazione che le quote di ammortamento per le società calcistiche sono parecchio sostanziose in quanto vanno a stornare valori di costo molto elevati, ovvero i costi di acquisto dei Diritti alle prestazioni sportive iscritti a bilancio, che abbiamo visto essere in media pari al 40% del totale attivo.

Come già evidenziato in riferimento ai metodi reddituali, con MOL negativi si otterranno flussi di cassa prospettici negativi, che quindi, in seguito all'applicazione della formula dei metodi finanziari, si tradurranno in un *enterprise value* o *equity value* negativi.

Pertanto, alla luce di un settore che presenta sistematicamente redditività operative negative, è possibile affermare che anche l'approccio finanziario risulta essere inadeguato ai fini della stima del valore delle società calcistiche professionistiche, esattamente come avviene per i metodi reddituali.

La tesi secondo cui i metodi reddituali e finanziari siano inappropriati viene leggermente meno per la valutazione dei club appartenenti a leghe caratterizzate da maggiori redditività e da una gestione più efficiente delle risorse, come la *Premier League* e la *Bundesliga*. In questi campionati, data la presenza massiccia di società in grado di generare utili, l'utilizzo di tali metodologie potrebbe essere giustificata. Resta il fatto che l'approccio finanziario e quello reddituale non considerano minimamente la valutazione del *brand* e degli altri elementi che compongono il patrimonio di una società calcistica.

Come si è visto nei paragrafi precedenti, essendo questo aspetto tutt'altro che secondario, i metodi patrimoniali rimangono quindi i più coerenti anche ai fini della valutazione delle società calcistiche costantemente in utile.

4.4 Conclusioni

In base a quanto evidenziato nel presente capitolo riguardo al ruolo fondamentale assunto dal *brand* e dai Diritti alle prestazioni sportive dei calciatori all'interno delle società calcistiche professionistiche, è possibile giungere alla conclusione che in questo settore i metodi patrimoniali rappresentano una valida metodologia di valutazione.

Ciò vale a maggior ragione per le società che possiedono uno stadio e un centro sportivo di proprietà. Per questi club infatti, ai fini della determinazione del valore economico finale, è bene considerare anche questi *assets*, cosa che non avviene applicando i metodi reddituali e finanziari.

Dal paragrafo 4.3 inoltre, in seguito ad un'analisi della redditività delle società di Serie A, è emerso che queste non sono sufficientemente performanti dal punto di vista reddituale da giustificare l'utilizzo dei metodi reddituali e finanziari.

Oltre a ciò, la non idoneità dei metodi reddituali e finanziari deriva anche dalle possibili difficoltà che potrebbe incontrare il valutatore nella stima puntuale dei ricavi e dei flussi futuri. La capacità reddituale di una società calcistica, così come il proprio livello di fatturato, dipende fortemente da una variabile estremamente aleatoria, ovvero il conseguimento o meno del risultato sportivo. Per le società di una certa dimensione, la mancata qualificazione alla Champions League si traduce in mancati ricavi per 50-60 milioni di euro minimi (20-30 milioni per la mancata qualificazione all'Europa League).

La variabile legata al mancato raggiungimento del risultato sportivo potrebbe comportare errori nella stima dei ricavi prospettici, causando quindi una distorsione del valore dei flussi inseriti nella formula di valutazione rispetto ai flussi realmente generati. Se ciò dovesse accadere, il valore della società sarà inevitabilmente distante dal suo valore oggettivo.

Nell'ultimo capitolo, dopo aver passato in rassegna alcune metodologie di valutazione specifiche per le società di calcio, si avrà modo di vedere alcuni casi pratici di valutazione riferiti a questo particolare settore.

CAPITOLO 5. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DI UNA SOCIETÀ CALCISTICA PROFESSIONISTICA: CASO ATALANTA

5.1 Introduzione

Dopo aver analizzato le principali metodologie di valutazione aziendale e le peculiarità che caratterizzano le società di calcio professionistiche, in questo capitolo finale si avrà modo di mettere in pratica quanto evidenziato in precedenza. Si procederà infatti alla stima del valore economico di un importante club di Serie A, ovvero l'Atalanta Bergamasca Calcio S.p.A.

La determinazione del capitale economico verrà effettuata attraverso le due metodologie che meglio si adattano ai fini della valutazione di una società calcistica, ossia il metodo patrimoniale complesso e il metodo dei multipli di borsa.

Prima di passare alla valutazione vera e propria si rende però necessario considerare anche alcune modalità di valutazione alternative rispetto a quelle tradizionali sviluppate da importanti società di consulenza, quali ad esempio KPMG e la già citata *Brand Finance*, oltre che al metodo proposto dalla nota rivista americana *Forbes*.

Inoltre, al fine di avere una panoramica più completa sui diversi approcci valutativi e di poter comprendere a pieno il caso Atalanta, un paragrafo del presente capitolo sarà dedicato alla metodologia dei multipli di borsa. In esso saranno indicati, oltre alla procedura da adottare ai fini del corretto funzionamento della stessa, i principali multipli di mercato impiegati nella pratica nonché i punti di forza e i limiti di tale approccio.

5.2 Metodi alternativi ai fini della valutazione delle società calcistiche: il metodo *Forbes*, il metodo KPMG e il metodo *Brand Finance*.

Oltre alle metodologie tradizionali, è possibile individuare alcuni metodi di valutazione alternativi sviluppati appositamente per le società sportive professionistiche, calcistiche in particolare.

Come si è avuto modo di comprendere dai capitoli precedenti, non è possibile utilizzare i metodi reddituali e i metodi *discounted cash flow* in quanto la stragrande maggioranza delle società calcistiche presenta evidenti difficoltà a generare utili. Di conseguenza, con flussi di reddito e di cassa (FCFO e FCFE) prospettici negativi, oltre che aleatori per effetto del raggiungimento o

meno del risultato sportivo, l'impiego di questi metodi non porterebbe ad alcun risultato coerente con quello che è il reale valore della società oggetto di valutazione.

Un aspetto in comune di questi modelli di valutazione alternativi è che essi cercano di superare questa criticità mediante l'utilizzo di algoritmi capaci di prendere in considerazione non solo l'aspetto patrimoniale legato per lo più ai DPC e al *brand*, ma anche la dimensione economico-finanziaria delle società calcistiche.

Le motivazioni che hanno spinto *Forbes* e KPMG a sviluppare questi algoritmi valutativi *ad hoc* per le società calcistiche possono essere così riassunte:

- a) inapplicabilità dei metodi reddituali e finanziari a causa della mancanza generale di equilibrio economico-finanziario all'interno del settore;
- b) settore caratterizzato da una certa aleatorietà del volume di ricavi in quanto eccessivamente influenzati da elementi come il conseguimento del risultato sportivo, la partecipazione o meno alle coppe europee, il numero di partite giocate in casa e le politiche decise dal management in tema di acquisti e cessioni dei calciatori (la componente straordinaria delle plusvalenze ha un peso rilevante sui proventi totali dei club);
- c) la conseguente difficoltà nella stima dei ricavi e dei flussi di cassa previsionali;
- d) l'assoluta centralità ai fini valutativi della sfera patrimoniale dei club, facendo riferimento in particolare a DPC, *brand* e stadio di proprietà. La perizia di una società calcistica non può prescindere infatti dalla stima del valore di questi elementi.

Poiché gli approcci alternativi in esame considerano entrambe le prospettive (quella patrimoniale e quella economico-finanziaria), è possibile affermare che questi rientrano a tutti gli effetti all'interno della categoria dei metodi di valutazione misti di cui si è detto nel capitolo due.

I metodi alternativi che verranno esaminati nei seguenti paragrafi sono: il metodo *Forbes*, il metodo KPMG e il metodo sviluppato da Brand Finance.

5.2.1 Il metodo *Forbes*

Dal 2004 la celebre rivista statunitense *Forbes* redige annualmente una classifica che riflette le top 20 società calcistiche mondiali dal più alto valore economico. Come accennato in precedenza, la determinazione del valore avviene sulla base di un algoritmo, il quale mette in relazione il valore del *brand* dei club con la loro dimensione economica relativa alle diverse fonti di ricavo che caratterizzano tale settore.

Secondo questo modello, il valore economico delle società di calcio viene determinato in funzione delle seguenti quattro componenti:

1. i ricavi da stadio, derivanti dalla vendita di biglietti e abbonamenti (“*match day*”);
2. i ricavi derivanti dalla vendita dei diritti televisivi (“*broadcasting*”);
3. i ricavi commerciali, derivanti da accordi di sponsorizzazione e dalla vendita dei prodotti del *merchandising* (“*commercial*”);
4. il valore del *brand*.

Nello stilare questa classifica, oltre a queste variabili *Forbes* considera anche altri due *drivers* capaci di generare valore: il valore dello stadio di proprietà (qualora le società lo possiedano fra i propri *assets*) e i prezzi delle transazioni più recenti aventi per oggetto la cessione delle quote di una società calcistica¹⁵⁷.

Dalla tabella 5.1 è possibile osservare la classifica dei 20 *Enterprise Values* calcistici più elevati al mondo secondo l'impostazione proposta da *Forbes*.

Come si può vedere, nonostante le prime due posizioni siano occupate da Real Madrid e Barcellona, la classifica è dominata dalle squadre inglesi (ben 11 società su 20). Ciò è giustificato dal fatto che, a differenza di molte società europee (soprattutto italiane), quasi tutte le società inglesi possiedono un proprio stadio. Inoltre, in Premier League i proventi derivanti dalla vendita dei diritti televisivi sono enormemente più elevati rispetto agli altri campionati¹⁵⁸. Ciò

¹⁵⁷ “Teams values are enterprise values (equity plus net debts) and includes the economics of the team’s stadium [...], based on comparable transactions”. OZANIAN M., TEITELBAUM J., *The World’s Most Valuable Soccer Teams 2022: Real Madrid, Worth \$5.1 Billions, Is Back On Top, 2022*, Forbes, <https://www.forbes.com/sites/mikeozanian/2022/05/26/the-worlds-most-valuable-soccer-teams-2022-real-madrid-worth-51-billion-back-on-top/?sh=dc97c9c286be>.

¹⁵⁸ In riferimento ai ricavi da diritti televisivi della Premier League, “gli accordi internazionali per il ciclo 2022-2025 avranno un valore complessivo di 5,3 miliardi di sterline [...] mentre i diritti nazionali porteranno 5,1 miliardi di sterline, per un totale di 10,5 miliardi di sterline (12,5 miliardi di euro) considerando anche i contratti commerciali. [...] Passando a un confronto con il mercato

pertanto, ai fini dell'applicazione del metodo *Forbes*, si traduce in un maggior *Enterprise Value* in quanto questi due aspetti rappresentano due parametri importanti nella quantificazione del valore mediante questa metodologia.

Tabella 5.1. L'*Enterprise Value* delle prime 20 società calcistiche al mondo nel 2022 secondo la rivista *Forbes*

Posizione	Squadra	Enterprise Value (EV)	Crescita rispetto a 2021
1	Real Madrid	5.1 miliardi \$	+ 7%
2	Barcellona	5.1 miliardi \$	+ 5%
3	Manchester United	4.6 miliardi \$	+ 10%
4	Liverpool	4.45 miliardi \$	+ 9%
5	Bayern Monaco	4.275 miliardi \$	+ 1%
6	Manchester City	4.25 miliardi \$	+ 6%
7	PSG	3.2 miliardi \$	+ 28%
8	Chelsea	3.1 miliardi \$	- 3%
9	Juventus	2.45 miliardi \$	+ 26%
10	Tottenham	2.35 miliardi \$	+ 2%
11	Arsenal	2.05 miliardi \$	- 27%
12	Borussia Dortmund	1.8 miliardi \$	- 5 %
13	Atletico Madrid	1.5 miliardi \$	+ 50%
14	Milan	1.15 miliardi \$	+ 115%
15	Inter	1.0 miliardo \$	+ 35%
16	Everton	940 milioni \$	+ 43%
17	Leicester City	925 milioni \$	+ 103 %
18	West Ham	900 milioni \$	+ 77%
19	Leeds United	800 milioni \$	Non in classifica nel 2021
20	Aston Villa	750 milioni \$	Non in classifica nel 2021

Fonte: Forbes.com

televisivo della Serie A, il paragone è impietoso. Gli accordi nazionali porteranno al massimo campionato italiano 927,5 milioni di euro in media a stagione fino al 2024, per un totale di 2.782,5 milioni di euro in tre anni". REDAZIONE CALCIO & FINANZA, *Premier da record: I diritti tv esteri superano i nazionali*, 2022, Calcio & Finanza. <https://www.calciofinanza.it/2022/02/10/premier-league-ricavi-diritti-tv-totali/>.

Quanto al processo valutativo, *Forbes* non espone in modo dettagliato i criteri di valutazione utilizzati per la stima delle diverse componenti appena menzionate. La rivista, negli articoli disponibili al pubblico, fa riferimento solamente al fatto che i dati derivano da report pubblici, da fonti interne alle società oggetto di valutazione e da un report della società di consulenza *Deloitte* avente ad oggetto un'analisi della composizione dei fatturati delle principali società calcistiche europee¹⁵⁹.

Sulla base di quanto detto è possibile concludere che a primo impatto il metodo *Forbes* può essere considerato una valida alternativa in quanto, nella determinazione dell'*Enterprise Value*, prende in considerazione sia la dimensione patrimoniale (*Brand* e stadio) sia quella reddituale (le diverse fonti di ricavo dei club), cosa questa che non avviene in riferimento ai metodi strettamente patrimoniali, reddituali o finanziari.

Dall'altro lato però, l'osservatore esterno non dispone di informazioni sufficienti sui criteri di valutazione impiegati per stimare il valore delle varie componenti né sul processo valutativo in sé. Pertanto, a parer di chi scrive, la mancata comunicazione al pubblico di tali aspetti rappresenta un limite non di poco conto in quanto, così facendo, l'analista esterno è obbligato a prendere per buono ciò che gli viene proposto senza possibilità di comprendere a pieno le procedure che stanno alla base dei risultati esposti nella classifica.

Inoltre, un altro limite sostanziale sta nel fatto che questa metodologia non considera il valore di mercato del parco giocatori, parametro questo che abbiamo visto essere imprescindibile ai fini della valutazione di una società calcistica professionistica.

5.2.2 Il metodo KPMG

La seconda metodologia di valutazione alternativa oggetto della presente analisi è quella proposta dalla società di consulenza KPMG. Questo modello è simile per certi versi a quello sviluppato da *Forbes*, ma più dettagliato e spiegato con maggior accuratezza.

¹⁵⁹ "Sources include team annual reports and documents, team executives, credit rating agency reports, sports bankers and the Deloitte Football Money League report". OZANIAN M., TEITELBAUM J., <https://www.forbes.com/sites/mikeozanian/2022/05/26/the-worlds-most-valuable-soccer-teams-2022-real-madrid-worth-51-billion-back-on-top/?sh=dc97c9c286be>.

La grande differenza rispetto al modello analizzato in precedenza sta nel fatto che KPMG, ai fini della stima del valore, adotta inizialmente un metodo basato sui multipli di borsa, nello specifico il multiplo dei ricavi noto come *EV/Sales*¹⁶⁰.

Il valore di un club viene dunque calcolato moltiplicando i suoi ricavi per il valore del multiplo *EV/Sales* derivante dalle società quotate comparabili. A titolo di esempio: se la società A genera ricavi per 100 milioni di euro e il valore medio del multiplo delle società quotate comparabili è pari a 2,5, l'Enterprise Value di A sarà pari a 250 milioni di euro (100 milioni x 2,5).

Come si può intuire però, il multiplo di mercato riferito ai ricavi non è esente da limiti in quanto l'eccessivo focus sul fatturato può tradursi in *Enterprise Values* elevati anche per quelle società che non sono in grado di controllare i costi e che pertanto presentano difficoltà ad essere economicamente sostenibili. Inoltre, tale multiplo di borsa non riflette pienamente il valore delle componenti patrimoniali della società oggetto di valutazione.

Pertanto, per far fronte a questi deficit KPMG, analogamente a quanto previsto dal metodo *Forbes*, ha elaborato un algoritmo che stima il valore delle società calcistiche mediante l'utilizzo di cinque variabili chiave, ognuna con un peso diverso¹⁶¹. Tale algoritmo ha comunque come punto di partenza il risultato ottenuto dall'applicazione del multiplo *Ev/Sales*.

Le cinque variabili scelte da KPMG sono le seguenti:

1. La **redditività** ("*Profitability*") → il parametro rappresentativo della redditività di una società calcistica scelto da KPMG è il rapporto tra il costo del personale e i ricavi negli ultimi due esercizi. Un rapporto elevato (in molti club è superiore al 60% dei ricavi) è sinonimo di minor capacità di generare utili. In questo primo parametro vengono considerati, sebbene con un peso minore, l'EBIT e i profitti generati escludendo i proventi derivanti dalle plusvalenze da compravendita dei giocatori;
2. I **ricavi da diritti televisivi** ("*Broadcasting Rights*") → l'algoritmo, oltre a considerare il valore assoluto dei ricavi da diritti televisivi per le stagioni successive in base agli

¹⁶⁰ "For the purposes of this study we adopted the Revenue Multiple approach, a method that measures the value of a company relative to the revenues that it generates". *The European Elite 2021 - Football Club's Valuation: Dribbling around Covid-19*, cit. p. 26.

<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2021/05/KPMG-The-European-Elite-2021.pdf>.

¹⁶¹ "In order to reflect club-specific characteristics that influence clubs' EV, our proprietary formula takes into account five parameters-each with their own specific-so that the applied revenue multiplier varies from club to club". *The European Elite 2021 - Football Club's Valuation: Dribbling around Covid-19*, cit. p. 26.

accordi con le varie emittenti, prende in esame anche la modalità di distribuzione ai club degli stessi;

3. lo **stadio di proprietà** (“Stadium ownership”) → questa variabile è considerata nell’algoritmo in quanto la possibilità di disporre di un proprio impianto conferisce ai club maggiori opportunità di generare ricavi, oltre al fatto che questo rappresenta un *asset* fondamentale insieme ai DPC;
4. la **popolarità** (“Popularity”) → KPMG ritiene che vi sia una correlazione tra l’*engagement* dei tifosi (rappresentato dal numero di followers sui social media come Facebook, Instagram, Twitter, TikTok, YouTube, ecc.) e i successi sportivi ottenuti dai club. Per questo motivo nell’algoritmo viene preso in considerazione anche il numero di followers sui social media, in quanto questo rappresenta un buon indicatore della popolarità;
5. il **potenziale sportivo** (“Sporting potential”), inteso come il valore dei giocatori che compongono la rosa del club → questo parametro viene considerato all’interno dell’algoritmo in quanto tali *assets*, come evidenziato in precedenza, influiscono fortemente sull’*Enterprise Value* finale¹⁶².

Questi cinque parametri hanno la funzione di “sterilizzare” le differenze di redditività e di fatturato (nelle diverse fonti di ricavo) che possono sussistere tra le società quotate comparabili che danno forma al campione dal quale viene calcolato il multiplo; le cinque variabili pertanto, vanno quindi ad aumentare il grado di oggettività dell’*Enterprise Value* calcolato attraverso l’utilizzo esclusivo del multiplo EV/Sales.

Mediante l’applicazione della metodologia appena descritta, KPMG è in grado di definire un determinato *range* rappresentativo del valore minimo (*Bottom*) e del valore massimo (*Top*) delle principali società calcistiche europee.

La società di consulenza inoltre, stila annualmente la classifica dei 32 club con il valore più elevato al mondo e, in aggiunta a quanto descritto da *Forbes*, opera un confronto tra l’*Enterprise Value* ottenuto in base alla propria modalità di valutazione e l’*Enterprise Value on stock exchange* (ottenuto sommando la capitalizzazione di borsa all’indebitamento netto).

¹⁶² *The European Elite 2021 - Football Club’s Valuation: Dribbling around Covid-19*, cit. p. 27.
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2021/05/KPMG-The-European-Elite-2021.pdf>.

Figura 5.1. L'Enterprise Value delle prime 25 società calcistiche al mondo nel 2021 secondo KPMG



Fonte: The European Elite 2021 – Football Clubs’ Valuation: Dribbling around Covid-19 <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2021/05/KPMG-The-European-Elite-2021.pdf>.

Come si può osservare dalla figura 5.1, la classifica presenta diverse similitudini con la classifica redatta da *Forbes*: anche qui le prime tre posizioni sono occupate da Real Madrid, Barcellona e Manchester United, inoltre nelle prime dieci posizioni, seppur vi siano leggere differenze per quanto riguarda le rispettive posizioni, stazionano le stesse società evidenziate dalla rivista statunitense.

Se si esaminano i risultati ottenuti nelle due classifiche, è possibile notare che questi appaiono profondamente diversi in termini di valore assoluto (Ad esempio: EV Real Madrid *Forbes* = 5,1 miliardi di dollari, EV Real Madrid KPMG = compreso tra 2,81 miliardi di euro e 3 miliardi di euro). Ciò è dovuto senz'altro all'impiego di metodologie e criteri di valutazione differenti, ma soprattutto all'impatto Covid-19¹⁶³ e al fatto che i valori sono espressi in due valute diverse (in dollari *Forbes* e in euro KPMG).

Nella figura 5.1 è inoltre indicato l'*Enterprise Value* di borsa di alcune società calcistiche quotate (Manchester United, Juventus, Borussia Dortmund, Lione, Roma e Ajax). Come si può notare, il valore di queste squadre determinato da KPMG si discosta in misura molto lieve rispetto alla quotazione di borsa. Infatti, ad eccezione del Borussia Dortmund (dove il valore borsistico non è neanche pari alla metà dell'EV di KPMG), l'EV di borsa è prossimo al valore indicato nei due estremi che determinano il *range* definito da KPMG; in due casi, Juventus (EV di borsa = 1,446 miliardi di euro a fronte di un intervallo compreso tra 1,421 e 1,539 miliardi di euro) e Manchester United (EV = 2,708 miliardi di euro a fronte di un intervallo compreso tra 2,555 e 2,768 miliardi di euro), l'EV *on stock exchange* addirittura rientra in tale intervallo.

Questa affinità tra *Enterprise Value* economico e *Enterprise Value* borsistico dimostra quindi l'attendibilità e la coerenza della metodologia di valutazione proposta da KPMG, nonostante sia comunque opportuno ricordare che il valore delle azioni scambiate in borsa sarà verosimilmente diverso rispetto al valore economico assunto da una qualsiasi impresa nel momento in cui questa è soggetta a cessione. In quest'ultimo caso, infatti, non bisogna dimenticare che il prezzo finale dipende anche dalle contrattazioni avvenute tra le parti.

In conclusione, è possibile affermare che il metodo KPMG rappresenta una valida alternativa rispetto alle metodologie di valutazione tradizionali, in primo luogo per il fatto che la valutazione finale tiene conto anche dell'algoritmo basato sulle cinque variabili chiave menzionate in precedenza, non rimanendo quindi ancorata al valore ottenuto mediante la mera applicazione del multiplo di borsa EV/Sales.

In secondo luogo, l'attendibilità del metodo KPMG deriva dal fatto che questo, in misura maggiore rispetto al metodo *Forbes*, considera sia la dinamica patrimoniale sia quella reddituale. L'*Enterprise Value*, infatti, dipende sia dalle componenti patrimoniali attinenti il valore dei DPC e dello stadio di proprietà, sia dalle componenti reddituali attinenti le diverse

¹⁶³ "For the first time in our annual reports, the aggregate Enterprise Value of the 32 most prominent European football clubs has dropped by 15% year on year (- EUR 6.1 billion)". *The European Elite 2021 - Football Club's Valuation: Dribbling around Covid-19*, cit. p. 4.

tipologie di ricavi (*matchday, broadcasting e merchandising*) e il rapporto tra costo del personale e ricavi.

Di contro, le fonti messe a disposizione da KPMG non indicano il peso assunto da ciascuna variabile chiave all'interno dell'algoritmo né, un po' come quanto avviene nel metodo *Forbes*, come queste vengono messe in relazione tra di loro ai fini del calcolo dell'intervallo di valore finale. Queste informazioni sono infatti mantenute all'interno della società.

Ciò non toglie però che tale metodologia appare più completa e più dettagliata rispetto a quella proposta dalla rivista statunitense in quanto KPMG considera all'interno dell'algoritmo anche il valore di mercato dei DPC e dello stadio di proprietà, cosa che invece non avviene nel metodo *Forbes*. Inoltre, a differenza di quest'ultima, l'EV finale calcolato da KPMG dipende anche dal risultato ottenuto dall'applicazione del multiplo di borsa EV/Sales.

Alla luce di ciò, a parer di chi scrive il metodo KPMG appare migliore e più oggettivo rispetto al metodo *Forbes*.

5.2.3 Il metodo *Brand Finance*

L'ultima metodologia di valutazione alternativa presa in esame è quella proposta da *Brand Finance*, che, oltre alla valutazione del marchio, nel già citato report compie anch'essa una stima del capitale economico delle principali società calcistiche europee. Nel fare ciò, la società di consulenza leader mondiale nella valutazione dei *brand* si avvale anch'essa del metodo dei multipli di mercato.

Così come KPMG, *Brand Finance* utilizza il multiplo EV/Sales, il quale viene calcolato in base ai dati di 16 società calcistiche europee comparabili quotate in borsa. Una volta determinato il valore del multiplo, questo viene rettificato sulla base dei seguenti 7 fattori capaci di influenzare l'Enterprise Value dei club:

1. La percezione del campionato in cui gioca la società oggetto di valutazione ("*League Perception*");
2. il possesso o meno di un proprio stadio ("*Stadium Ownership*");
3. il valore di mercato del parco giocatori ("*Squad Value*");
4. la forza del marchio ("*Brand Strenght*");
5. il fatto che il club abbia o meno una *fanbase* globale ("*Global Reach – Fanbase*");
6. la storia del club ("*Club Heritage*");

7. la redditività operativa del club ("*Operating Margin*")¹⁶⁴.

È possibile notare che la maggior parte di questi fattori sono i medesimi indicati negli algoritmi del metodo *Forbes* e del metodo KPMG. Tuttavia, vale la pena fare alcune precisazioni sulle due variabili non tenute in considerazione da tali approcci, ovvero la *Global Fanbase* e la *Club Heritage*.

Quanto alla *Global Fanbase*, come si è detto nel capitolo precedente, i tifosi delle società calcistiche costituiscono una particolare tipologia di cliente-consumatore in quanto tendenzialmente questi sono legati al club a vita. Non è un mistero infatti che negli ultimi anni le principali società calcistiche europee hanno realizzato ingenti investimenti in marketing allo scopo di intercettare un numero di tifosi sempre maggiore, specialmente nei mercati calcistici emergenti come Stati Uniti, India, Cina e Giappone.

Attraverso iniziative come l'organizzazione di partite amichevoli e tour estivi in questi paesi, i principali club europei sfruttano la loro popolarità per ampliare la propria *fanbase* globale in modo tale da garantirsi maggiori entrate, sia di natura commerciale, sia derivanti da contratti di sponsorizzazioni, sia in termini di proventi derivanti dalla vendita dei diritti televisivi nei mercati esteri.

Secondo *Brand Finance* l'aumento dei ricavi nel medio-lungo periodo grazie alla propria *fanbase* costituisce un *driver* importante nella creazione di valore, pertanto ai fini della valutazione bisognerà tenere in considerazione anche questa variabile.

Inoltre, *Brand Finance* ritiene che anche la **storia del club** (*Club Heritage*) sia un fattore in grado di impattare sull'*Enterprise Value* di una società calcistica. Questo perché le aziende sponsorizzatrici sono maggiormente interessate a legarsi a club con una ricca tradizione di successi, pertanto in linea di massima sono disposte a corrispondere somme più elevate, andando quindi ad aumentare i ricavi derivanti da sponsorizzazioni¹⁶⁵.

In linea generale, è possibile affermare che questa metodologia di valutazione è molto simile al metodo KPMG in quanto anch'essa è improntata sul multiplo di mercato EV/Sales e su un certo numero di parametri aggiuntivi. La differenza sta nel fatto che qui tale multiplo viene rettificato

¹⁶⁴ Brand Finance Football 50 2022, The annual report of the most valuable and strongest football brands, cit. pp. 55-56. <https://brandirectory.com/download-report/brand-finance-football-50-2022-preview.pdf>.

¹⁶⁵ "Sponsors are not only interested in tapping into the global reach of football clubs but are also conscious of being associated with a club with rich heritage, and a successful history behind its name". Brand Finance Football 50 2022, The annual report of the most valuable and strongest football brands, cit. p. 56.

in base alle diverse variabili, mentre nel metodo KPMG l'Enterprise Value derivante dall'applicazione del multiplo è parte integrante dell'algoritmo che determina il *range* di valore della società calcistica oggetto di valutazione.

5.3 I multipli di borsa

Come si è potuto intuire dai paragrafi precedenti, il metodo dei multipli di borsa è largamente utilizzato ai fini della valutazione delle società calcistiche professionistiche. Una dimostrazione di ciò deriva dal fatto che questo viene adottato da importanti società di consulenza (KPMG e *Brand Finance*) come punto di partenza per la quantificazione dell'Enterprise Value delle società appartenenti a questo particolare settore.

Le caratteristiche generali e le modalità di funzionamento di tale metodologia sono già state trattate nel capitolo due. In questa sede verranno descritti i principali multipli di borsa impiegati nella pratica e, tra questi, si avrà modo di verificare quali sono quelli che si adattano maggiormente ai fini della valutazione di una società di calcio.

“Così come accade per i fondamentali modelli di valutazione assoluta, per i quali si distinguono criteri *asset side* ed *equity side*, anche i multipli di valutazione possono essere ricondotti a due grandi famiglie: i multipli *asset side* (multipli dell'attivo) e i multipli *equity side* (multipli del capitale). I primi pongono a numeratore il valore di mercato dell'intero attivo dell'impresa, cioè l'*Enterprise Value*, EV, e a denominatore differenti configurazioni di utili o margini operativi prima degli oneri finanziari (*levered*). I secondi (multipli *equity side*) pongono a numeratore il prezzo del titolo azionario (o la capitalizzazione di borsa) e a denominatore differenti configurazioni di reddito netto”¹⁶⁶.

Inoltre, come si è avuto modo di vedere in riferimento al metodo KPMG e al metodo *Brand Finance*, qualsiasi multiplo può essere modificato da un algoritmo contenente le specifiche variabili chiave proprie del settore in cui opera l'azienda oggetto di valutazione.

I principali multipli *asset side* sono i seguenti:

- **EV/EBITDA** → Questo multiplo misura il valore di un'azienda in relazione al suo EBITDA ed è largamente impiegato nelle valutazioni di imprese industriali. È bene utilizzare questo moltiplicatore nel caso in cui l'impresa oggetto di valutazione presenta

¹⁶⁶ GUATRI L., BINI M., cit. p. 699.

in bilancio ammortamenti molto più elevati rispetto a quelli relativi alle aziende quotate comparabili. Infatti, considerando il MOL al posto dell'Ebit, si riesce a sterilizzare l'effetto sulla marginalità generato dalle diverse politiche di ammortamento rispetto alle *comparables*.

L'EV/EBITDA è uno dei multipli più utilizzati in assoluto in quanto viene calcolato senza considerare i costi non monetari (svalutazioni, ammortamenti e accantonamenti). Di contro però, non considerando gli ammortamenti e quindi di riflesso gli investimenti posti in essere dall'azienda, questo multiplo può generare un risultato non del tutto oggettivo.

- **EV/EBIT** → Anch'esso viene utilizzato specialmente nel settore industriale in quanto in questo settore ai fini della valutazione è importante considerare i costi operativi. “Tale multiplo è particolarmente adatto quando la politica di investimento in capitali fissi e di ammortamento è simile tra l'impresa analizzata e le imprese del campione”¹⁶⁷.
- **EV/SALES** → Questo multiplo, anch'esso molto impiegato nella pratica professionale, stima il valore dell'azienda sulla base dell'ammontare di ricavi da essa generato. È utilizzato prevalentemente dalle imprese commerciali, che di norma presentano ammortamenti limitati dovuti ad una struttura più snella senza grandi investimenti in capitale fisso dedicato alla produzione. Oltre alle imprese commerciali, tale multiplo è particolarmente adatto ai fini della valutazione delle società in perdita, che magari hanno difficoltà ad ottenere Ebitda e Ebit positivi. Non è un caso infatti che le *startup* spesso vengono valutate mediante questo moltiplicatore.
- **EV/CIN** → A differenza degli altri, questo multiplo è caratterizzato dalla presenza di una grandezza di natura patrimoniale al denominatore, e non economica. “Risulta essere un multiplo appropriato quando il valore dell'impresa è fortemente influenzato dagli *asset* inclusi nel capitale investito netto. Si pensi al caso delle imprese immobiliari in cui il valore dell'immobile è la principale fonte di generazione di valore. Anche nel caso delle holding di partecipazione può essere validamente impiegato nella loro valutazione”¹⁶⁸.

¹⁶⁷ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. p. 226.

¹⁶⁸ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. pp. 226-227.

Per quanto riguarda invece i multipli *equity side*, i più utilizzati nella pratica sono i seguenti:

- **PRICE/EARNINGS** (prezzo unitario del titolo quotato / utile per azione) → Questo multiplo è molto diffuso in quanto le due componenti sono facilmente disponibili per il valutatore. Lo stesso viene utilizzato frequentemente per la valutazione di aziende mature o imprese finanziarie. “Nel primo caso, un’impresa in crescita tenderebbe ad avere maggiore volatilità negli utili e quindi tale grandezza potrebbe non fornire una stima abbastanza robusta nella valutazione”¹⁶⁹. Nel caso di imprese finanziarie (banche, imprese assicurative e altre società di intermediazione) invece, poiché è difficile separare la dimensione operativa da quella finanziaria (basti pensare all’enorme volume di interessi attivi e passivi caratterizzanti il bilancio di una banca), è più opportuno compiere una valutazione in ottica equity.
- **PRICE/EARNINGS ADJUSTED** → Tale multiplo costituisce una variante del precedente. Infatti, nelle aziende comparabili i cui utili sono pesantemente influenzati da rilevanti componenti straordinarie quali le plusvalenze e le minusvalenze, il multiplo P/E può essere rettificato in base a tali componenti non caratteristiche. Pertanto, il multiplo diventa $P/(E - \text{plusvalenze})$ o $P/(E + \text{minusvalenze})$.
Inoltre, nel caso in cui gli ammortamenti delle quotate comparabili siano molto più impattanti rispetto a quelli della società oggetto di valutazione, è possibile aggiustare il moltiplicatore anche in relazione a questa componente o in base agli oneri finanziari. Il multiplo diventerà quindi $P/(E + \text{ammortamenti})$.
In sostanza, l’obiettivo del Price/Earnings adjusted è quello di sterilizzare l’utile dalle componenti straordinarie che hanno contribuito alla sua formazione.
- **PRICE/BOOK VALUE** (Prezzo/Patrimonio Netto contabile per azione) → Il multiplo in questione misura il valore di un’azienda in base al valore contabile del capitale proprio per azione. Esso “confronta il Market Value dell’Equity e il suo Book Value. Se un’impresa crea valore, il Market Value è superiore al Book Value; conseguentemente $P/BV > 1$ devono essere considerati positivamente. Poiché ogni settore è caratterizzato da una propria struttura finanziaria, la congruità del multiplo deve essere giudicata confrontandolo con i *comparables* del settore”¹⁷⁰. Infatti, nella scelta del campione di imprese quotate simili, il valutatore dovrà considerare aziende che presentano un

¹⁶⁹ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. p. 227.

¹⁷⁰ <https://studiofazzini.it/ricerche/multipli-equity-side/>.

coefficiente di indebitamento non troppo distante da quello della società oggetto di valutazione.

In generale questo multiplo è utilizzato di frequente ai fini della valutazione delle banche e di altre imprese finanziarie poiché in questo settore il capitale proprio riveste un ruolo determinante, pertanto la stima del valore economico viene realizzata in relazione al cosiddetto valore di libro del patrimonio netto.

Come si è visto nei paragrafi precedenti, i multipli di borsa non di rado vengono utilizzati anche ai fini della valutazione delle società calcistiche professionistiche.

Ad oggi, infatti, nei vari listini di borsa mondiali è possibile individuare ben 24 società di calcio quotate, pertanto è possibile affermare che il campione delle *comparables* in base al quale calcolare il multiplo appare sufficientemente vasto da poter garantire una certa attendibilità. Inoltre, tra queste 24 società, è possibile cogliere delle somiglianze ancor più stringenti rispetto al parametro relativo al mero settore di appartenenza; alcune infatti possiedono uno stadio di proprietà e altre no, alcune partecipano con frequenza alle coppe europee (quindi ciò significa maggiori ricavi) e altre no, alcune sono considerate “grandi club” (in relazione al fatturato e ai titoli vinti) e altre invece “medio-piccole”.

Ciò dimostra che il metodo dei multipli ben si adatta alla valutazione di una società appartenente al settore calcistico, sia essa di grandi dimensioni e con determinate caratteristiche, sia essa di medio-piccole dimensioni e con altre caratteristiche.

In riferimento a queste particolari società, il multiplo che meglio riflette le loro dinamiche di mercato è sicuramente rappresentato dall'EV/SALES. Di conseguenza, nella maggior parte dei casi di valutazione in questo settore mediante multipli di mercato si tende a preferire tale moltiplicatore, il quale determina l'EV del club in relazione ai ricavi da esso generati.

Si predilige il multiplo EV/SALES essenzialmente per tre ragioni:

1. I ricavi, oltre ad essere un dato accessibile a tutti, rappresentano un dato facile da analizzare e da comparare;
2. Il calcolo del valore di tale multiplo, a differenza di quelli che si basano sugli utili o sui risultati intermedi (come ebitda o ebit), può essere effettuato senza problemi per tutte le società calcistiche, anche per quelle in perdita. Infatti, come si è avuto modo di comprendere in precedenza, in questo settore la maggior parte dei club non è in grado di realizzare utili, né molte volte è in grado di conseguire una redditività operativa positiva. In un contesto simile sarebbe dunque inappropriato fare ricorso ai multipli che

mettono a denominatore gli utili o altri margini intermedi come il PRICE/EARNINGS, l'EV/EBIT o l'EV/EBITDA.

3. I ricavi aggregati sono una grandezza non così volatile quanto gli utili, nonostante dipenda anche da alcune componenti straordinarie ed aleatorie quali il raggiungimento o meno del risultato sportivo e la realizzazione di proventi legati alle plusvalenze derivanti dal *players trading*, le quali spesso e volentieri sono fittizie¹⁷¹.

Un altro multiplo *asset side* che in linea teorica potrebbe essere considerato idoneo ai fini della valutazione delle società calcistiche è dato dall'EV/CIN. Questo perché, come ribadito più volte in precedenza, la componente patrimoniale dei club ha un peso rilevante ai fini della generazione di valore in sé.

Essendo il capitale investito netto una grandezza di natura patrimoniale, questo andrebbe a misurare il valore aziendale in relazione a quanto effettivamente investito dall'azienda, soprattutto in riferimento alle tre voci che dominano l'attivo dello stato patrimoniale di una società calcistica, ovvero DPC, marchio e stadio di proprietà, tenendo però a mente che queste voci sono iscritte a bilancio a valori contabili e non di mercato.

Tuttavia, nonostante tale multiplo possa costituire una valida alternativa all'EV/SALES, nella pratica viene preferito quest'ultimo per le ragioni viste in precedenza.

Per quanto riguarda invece l'ottica *equity side*, nessuno vieta la valutazione di una società di calcio mediante il multiplo PRICE/EARNINGS (o PRICE/EARNING ADJUSTED), ma questa strada risulta essere di difficile percorribilità in quanto la maggior parte di esse non genera utili. Infatti, essendo le società profittevoli una minima parte rispetto a quelle in perdita, ciò andrebbe a restringere il campione delle *comparables* quotate, rendendo molto meno oggettiva e coerente la valutazione finale.

Nel caso in cui si riesca ad avere un campione sufficientemente ampio di aziende quotate in utile, il multiplo di borsa *equity side* più idoneo è dato dal PRICE/(EARNINGS – PLUSVALENZE). In questo settore, infatti, le plusvalenze derivanti dalla compravendita dei giocatori assumono un ruolo molto importante¹⁷², pertanto a parer di chi scrive è necessario aggiustare gli utili in

¹⁷¹ *The European Elite 2021 - Football Club's Valuation: Dribbling around Covid-19*, cit. p. 26.

¹⁷² A dimostrazione di ciò: "continua il trend di incremento dell'incidenza delle plusvalenze derivanti dalla cessione dei calciatori, permettendo a tale voce di attestarsi quale seconda principale fonte di ricavo" per i club di Serie A (il 24% dei ricavi aggregati delle società di Serie A è costituito dalle plusvalenze). FIGC, Report Calcio 2021, cit. p. 28.

<https://www.figc.it/it/federazione/federazione-trasparente/reportcalcio/>.

modo tale da sterilizzarli da questa componente straordinaria, che assume un peso diverso da club a club in relazione al loro diverso *business model* e alle proprie esigenze interne.

La metodologia dei multipli di borsa “ha registrato negli ultimi decenni una grande diffusione, che fa di questo strumento [...] una conoscenza indispensabile per tutti gli operatori. Il successo dei multipli è stato determinato da una serie di fattori: dallo sviluppo delle operazioni di acquisizione e fusione e del *private equity* alla lievitazione dei prezzi di borsa (che hanno notevolmente accresciuto il livello dei multipli); dal peso crescente degli intangibili, al prevalere nelle valutazioni assolute di risultati futuri sempre più lontani nel tempo (espressi nel valore terminale); dal vantaggio informativo che a essi viene riconosciuto, all’enorme sviluppo della funzionalità primaria dei mercati di Borsa¹⁷³.

Inoltre, il grande successo riscontrato da questo modello di valutazione deriva anche dalla facilità di applicazione rispetto ai metodi tradizionali. Infatti, il calcolo del multiplo stesso e del valore economico che ne consegue è molto agevole se rapportato per esempio alle difficoltà che si incontrano in riferimento ai metodi reddituali e *discounted cash flow* nel momento in cui si va a stimare il costo del capitale o i flussi di cassa (o reddituali) prospettici.

Ciò nonostante, il metodo dei multipli di mercato non è esente da criticità, specialmente qualora l’impresa oggetto di valutazione sia di piccole o medie dimensioni. In questo caso infatti, l’azienda potrebbe presentare caratteristiche del tutto differenti rispetto alle *comparables* quotate maggiormente strutturate e organizzate.

I principali limiti del metodo dei multipli di borsa sono da ricondurre ai seguenti aspetti:

- “la razionalità dei prezzi rilevati (e dunque dei moltiplicatori costruiti sui medesimi);
- la confrontabilità del campione di aziende di riferimento;
- le modalità di determinazione dei moltiplicatori [...];
- il posizionamento dell’azienda considerata rispetto al campione prescelto”¹⁷⁴.

Tra questi, l’aspetto a cui prestare maggiore attenzione è legato alla comparabilità, e in particolare alla scelta delle aziende considerate simili a quella oggetto di valutazione.

“Nella maggior parte dei casi gli analisti cercano di selezionare imprese per quanto possibile con profili simili in termini di crescita, livello di indebitamento, rischio operativo, regimi contabili e fiscali. Tuttavia, al fine di ottenere un numero sufficiente di imprese comparabili, tali differenze vengono spesso ignorate. In assenza di un numero sufficiente di comparabili la teoria

¹⁷³ GUATRI L., BINI M., cit. p. 631.

¹⁷⁴ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 152. Principio Italiano di Valutazione III.1.38.

suggerirebbe di rettificare in qualche modo il valore del multiplo di un'impresa *comparable* affinché possa essere validamente considerato e rispecchiare meglio le caratteristiche dell'impresa da valutare"¹⁷⁵.

Altre variabili utilizzate nella pratica per decidere se un'impresa quotata rientra o meno fra le *comparables* sono: il settore di appartenenza, la dimensione, il fatturato e il *business model* rispetto all'azienda oggetto di valutazione.

Nel paragrafo successivo si avrà modo di mettere in pratica quanto descritto attraverso l'analisi di un caso pratico che avrà per oggetto la valutazione di una società calcistica non quotata (Atalanta Bergamasca Calcio) prima mediante il metodo patrimoniale complesso, poi attraverso il metodo dei multipli di borsa.

5.4 Caso pratico: la valutazione dell'Atalanta Bergamasca Calcio S.p.A.

Nel presente paragrafo si cercherà di stimare il valore economico dell'Atalanta, una società calcistica che milita nel massimo campionato professionistico italiano che negli ultimi anni ha saputo distinguersi nel panorama nazionale e internazionale sia dal punto di vista sportivo che da quello manageriale.

Data ormai per assodata l'ipotesi che i metodi reddituali e quelli finanziari non costituiscono una valida metodologia di valutazione del capitale economico delle società calcistiche professionistiche e la contemporanea rilevanza (peso) assunta in queste aziende dagli elementi di natura patrimoniale, la stima del valore del club bergamasco in primo luogo sarà effettuata facendo ricorso al metodo patrimoniale complesso.

In secondo luogo, la determinazione del valore economico sarà realizzata mediante l'applicazione del metodo dei multipli di borsa, il quale, come detto nel paragrafo precedente, è utilizzato molto frequentemente nella pratica professionale ai fini della valutazione delle società calcistiche in quanto è possibile individuare un campione sufficientemente vasto di società quotate *comparables* con caratteristiche molto simili al club valutato. Ciò permette quindi di superare, almeno in parte, i limiti che contraddistinguono il metodo dei multipli di borsa.

Per completezza, è bene precisare che in linea teorica la stima del capitale economico dell'Atalanta potrebbe essere realizzata anche mediante l'applicazione dei metodi reddituali e

¹⁷⁵ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. pp. 230-231.

discounted cash flow. Questo perché il club rappresenta un modello virtuoso di società sana e molto attenta a rispettare le condizioni di equilibrio economico e finanziario; infatti, come si può vedere anche dalla tabella 4.2 del capitolo precedente, la società negli ultimi anni ha saputo generare utili con costanza, cosa questa sconosciuta per la maggior parte dei club italiani.

Come già ribadito più volte, i metodi reddituali e finanziari richiedono la stima degli utili e dei flussi di cassa prospettici e questi devono essere positivi. L'Atalanta, essendo negli ultimi anni una società costantemente in utile e presentando inoltre una buona redditività operativa, rispetta queste condizioni e pertanto potrebbe essere valutata anche secondo tali approcci.

Ciò non toglie però, come dimostrato in precedenza, che in questo settore la stima dei flussi prospettici e del costo del capitale sia molto complessa, oltre al fatto che i metodi reddituali e finanziari non prendono in considerazione il valore del parco giocatori e del *brand*, cosa questa che abbiamo visto essere imprescindibile ai fini della quantificazione del valore di una società calcistica.

5.4.1 La determinazione del valore economico dell'Atalanta Bergamasca Calcio S.p.A. secondo il metodo patrimoniale complesso

Come descritto nel capitolo dedicato alle diverse metodologie di valutazione, mediante l'applicazione del metodo patrimoniale complesso, il valore economico di un'azienda è dato dal valore che assumono le voci (attive e passive) dello stato patrimoniale in seguito alla loro rettifica a valori correnti di mercato. In sostanza, dopo aver preso in considerazione i valori contabili di bilancio di tali voci, si procede alla loro rettifica in aumento o in diminuzione a seconda del loro valore di mercato, il quale viene determinato in base a diversi criteri a seconda della voce rettificata.

Inoltre, al valore del patrimonio netto rettificato, è necessario sommare (dove possibile) il valore di mercato degli *intangibles* non iscritti a bilancio, il quale valore nel nostro caso rientra all'interno del valore del *brand* calcolato direttamente da *Brand Finance*. Come si è visto nel capitolo precedente infatti, la società leader mondiale nella valutazione dei marchi quantifica il valore di mercato del *brand* anche in relazione a quelli che sono gli intangibili tipici di una società calcistica (come ad esempio il marchio quando esso non è iscritto a bilancio, il numero di followers sui social media, il numero di tifosi e la popolarità).

Pertanto, si precisa che nell'analisi che seguirà il valore degli *intangibles* non iscritti a bilancio sarà compreso all'interno del valore di mercato assunto dal *brand*, il quale sarà pari a quanto calcolato dalla società *Brand Finance*.

In formula, il valore economico dell'Atalanta sarà dunque pari a

$$W_{Atalanta} = K + I$$

Dove:

K → patrimonio netto rettificato a valori correnti di mercato;

I → valore di mercato degli *intangibles* non iscritti a bilancio (compresi all'interno del valore del *brand*).

Ai fini della determinazione del valore economico dell'Atalanta mediante il metodo patrimoniale complesso, il punto di partenza non può che essere la stima del valore di mercato dei Diritti alle Prestazioni sportive dei Calciatori. Infatti, "l'elemento cardine [...] sul quale ancorare la valutazione è [...] rappresentato dal parco giocatori"¹⁷⁶.

A dimostrazione di ciò, dalla tabella 4.1 del capitolo precedente è possibile osservare che il valore contabile dei DPC dell'Atalanta pesa per il 41,6% sul totale delle attività del club iscritte a bilancio (135 milioni a fronte di attività totali pari a 325 milioni).

Nonostante l'assenza di un mercato attivo che permetta di stimare con esattezza il valore di mercato di ogni singolo giocatore, è possibile fare affidamento alle quotazioni indicate dal famoso sito *transfermarkt.com*. Questo database contiene i valori di mercato dei giocatori delle squadre appartenenti a tutti i principali campionati mondiali.

I valori sono calcolati attraverso algoritmi che prendono come parametri gli attributi di ogni singolo calciatore in termini di età, performance sportive (come gol, assist e moltissime altre statistiche relative al rendimento dell'atleta), presenze in nazionale, potenziale di crescita, prezzo di acquisto, titoli vinti, ecc.



























Come detto nel capitolo precedente, tale sito è molto attendibile in quanto viene utilizzato spesso anche dalle stesse società nel momento in cui queste stabiliscono il prezzo di vendita di un loro atleta.

Il valore di mercato di tutti i componenti della rosa atalantina assegnato da *Transfermarkt* è indicato nella figura 5.2. Se si somma il valore di tutti i giocatori si ottiene un valore di mercato totale pari a 345,90 milioni di euro.

¹⁷⁶ BALDUCCI D., cit. p. 655.





























A tale valore vanno aggiunte anche le quotazioni di mercato dei giocatori della primavera e dell'under 19, rispettivamente pari a 1,28 milioni di euro e 1,18 milioni di euro¹⁷⁷. Pertanto, tra giocatori della prima squadra e giocatori delle squadre giovanili, l'intero parco giocatori dell'Atalanta presenta un valore di mercato di 348,36 milioni di euro, pari a circa due volte e mezzo il valore contabile dei DPC iscritti nell'ultimo bilancio approvato (141.49 milioni).

Figura 5.2. Valore di mercato del parco giocatori dell'Atalanta in data giugno 2022

# ↑	Giocatori ↓	Nasc./Età ↑	Naz	Valore di mercato ↑
1	 Juan Musso Portiere	06/mag/1994 (28)		18,00 mln € ↓
57	 Marco Sportiello Portiere	10/mag/1992 (30)		1,50 mln € ▬
31	 Francesco Rossi Portiere	27/apr/1991 (31)		100 mila € ▬
28	 Merih Demiral Difensore centrale	05/mar/1998 (24)		25,00 mln € ↓
19	 Berat Djimsiti Difensore centrale	19/feb/1993 (29)		17,00 mln € ↓
42	 Giorgio Scalvini Difensore centrale	11/dic/2003 (18)		10,00 mln € ↑
2	 Rafael Tolói Difensore centrale	10/ott/1990 (31)		8,00 mln € ↓
6	 José Luis Palomino Difensore centrale	05/gen/1990 (32)		7,50 mln € ↓
13	 Giuseppe Pezzella Terzino sinistro	29/nov/1997 (24)		5,00 mln € ↓
3	 Joakim Maehle Terzino destro	20/mag/1997 (25)		14,00 mln € ↓
33	 Hans Hateboer Terzino destro	09/gen/1994 (28)		13,00 mln € ↓
77	 Davide Zappacosta Terzino destro	11/giu/1992 (30)		9,00 mln € ↓
7	 Teun Koopmeiners Mediano	28/feb/1998 (24)		25,00 mln € ▬

¹⁷⁷Fonte dati: Transfermarkt

<https://www.transfermarkt.it/schnellsuche/ergebnis/schnellsuche?query=atalanta>.

15	 Marten de Roon Mediano		29/mar/1991 (31)		17,00 mln € ↓
11	 Remo Freuler Centrale		15/apr/1992 (30)		20,00 mln € ↓
18	 Ruslan Malinovskyi Trequartista		04/mag/1993 (29)		28,00 mln € ↓
88	 Mario Pasalic Trequartista		09/feb/1995 (27)		28,00 mln € ▬
32	 Matteo Pessina Trequartista		21/apr/1997 (25)		16,00 mln € ↓
59	 Aleksey Miranchuk Trequartista		17/ott/1995 (26)		10,00 mln € ↓
10	 Jérémy Boga Ala sinistra		03/gen/1997 (25)		19,00 mln € ↓
20	 Valentin Mihaila Ala sinistra		02/feb/2000 (22)		5,50 mln € ↓
-	 Bryan Cebzas  Ala sinistra		20/mar/1997 (25)		300 mila € ▬
72	 Josip Ilcic Seconda punta		29/gen/1988 (34)		1,00 mln € ↓
91	 Duván Zapata Punta centrale		01/apr/1991 (31)		28,00 mln € ↓
9	 Luis Muriel Punta centrale		16/apr/1991 (31)		20,00 mln € ↓

Fonte: Transfermarkt <https://www.transfermarkt.it/atalanta-bergamo/startseite/verein/800>.

Determinato il valore di mercato di quello che è il principale *asset* del club, si procede ora alla rettifica delle altre voci dello stato patrimoniale. Per semplicità, le voci il cui valore contabile non supera il milione di euro non vengono considerate in quanto sostanzialmente influenti ai fini della valutazione finale.

Nella tabella 5.2 sono indicate le voci dell'**attivo**, i loro rispettivi valori di mercato in seguito alle rettifiche e i criteri di valutazione utilizzati ai fini della determinazione di questi ultimi.

Del marchio e dei Diritti alle prestazioni sportive dei calciatori si è già ampiamente detto in questo paragrafo e nel capitolo precedente. Si ricordi solamente che il valore di mercato del *brand* Atalanta comprende anche il valore degli *intangibles* non iscritti a bilancio.

Le altre voci dell'attivo meritano invece alcune precisazioni:

Costi del vivaio → Questi rappresentano gli investimenti e i costi sostenuti per lo sviluppo del settore giovanile. In dottrina è stato dimostrato che i costi del vivaio possono essere

capitalizzati in quanto considerati a tutti gli effetti come se fossero costi di ricerca e sviluppo. “Come è noto non soltanto ai destinatari del bilancio consolidato ma anche al pubblico, i costi del vivaio rappresentano da sempre un importante investimento nella storia di Atalanta e gli obiettivi e i ritorni prospettici derivanti dalla gestione del progetto rappresentano a loro volta un rilevante ritorno in termini sia economico-finanziari sia di diponibilità di nuovi talenti da impiegare nella prima squadra”¹⁷⁸. Come criterio di valutazione si è deciso di utilizzare la media dei flussi generati dai corrispettivi ottenuti a fronte della cessione o del prestito dei giocatori cresciuti nel vivaio. Come arco temporale si è deciso di prendere in considerazione la media degli ultimi sei anni, vale a dire da quando l’Atalanta ha assunto una dimensione internazionale attraverso la partecipazione costante alle coppe europee.

Dopo aver rielaborato i dati forniti da Transfermarkt relativi ai vari corrispettivi, si riscontra che i proventi totali derivanti dalla cessione/prestito degli atleti cresciuti nel settore giovanile negli ultimi sei anni ammontano a 176,4 milioni di euro, con una media annua pari a 29,4 milioni di euro.

Crediti verso clienti a breve → sono i crediti che scadono entro il 31/12/2022 e in bilancio sono già indicati al netto del fondo svalutazione crediti, pertanto il valore di presunto realizzo è pari al valore contabile iscritto in bilancio.

Crediti verso enti settore specifico → Tale voce riguarda per lo più i crediti vantati dall’Atalanta nei confronti delle altre società italiane ed estere derivanti dalla cessione onerosa dei Diritti alle prestazioni sportive dei propri calciatori. Qui sono inoltre contenuti i crediti verso la Lega Calcio, la Federazione e altri enti pubblici o privati che operano in questo settore. Il loro valore di mercato corrisponde anch’esso al valore di presunto realizzo, il quale è determinato sulla base dei prezzi di trasferimento dei propri giocatori concordati con la controparte. Si nota che per questa tipologia di crediti la società non effettua alcun accantonamento al fondo svalutazione crediti, pertanto l’incasso degli stessi appare sicuro.

Ad essere precisi, ai fini della determinazione del valore di mercato dei crediti verso enti settore specifico bisognerebbe attualizzare quelli che scadono oltre il 31/12/2022 (che sono circa la metà) in quanto questi sono iscritti a bilancio secondo il criterio del costo ammortizzato. Le scadenze di tali crediti a lungo non sono però indicate in bilancio, pertanto l’attualizzazione non è resa possibile. Ad ogni modo ai fini della valutazione finale, ciò non avrebbe un impatto così rilevante.

¹⁷⁸ Nota Integrativa al bilancio consolidato chiuso al 31/12/2021, cit. p. 12.

Tabella 5.2. Rettifiche a valore di mercato delle voci dell'attivo di Stato Patrimoniale dell'Atalanta

Voci dell'Attivo	Valore contabile	Valore di mercato in seguito a rettifiche	Criterio di valutazione del valore di mercato
Concessioni, licenze, marchi e diritti simili (B.I.4)	18.752	123.000.000	Metodo di valutazione del <i>brand</i> utilizzato da Brand Finance
Capitalizzazione costi del vivaio (B.I.7)	4.693.257	29.400.000	Media dei flussi generati dalla cessione dei giocatori cresciuti nel vivaio negli ultimi 6 anni
Diritti alle prestazioni sportive dei calciatori (B.I.8)	141.428.322	348.360.000	Transfermarkt
Terreni e fabbricati (B.II.1)	46.416.103	50.000.000	Metodo del mercato – Principio di comparazione (PIV)
Crediti verso clienti a breve (C.II.1)	15.937.065	15.937.065	Valore di presunto realizzo
Crediti verso enti settore specifico (C.II.5-quater)	85.635.144	85.635.144	Valore di presunto realizzo
Disponibilità liquide	57.139.921	57.139.921	Valore nominale
Altre voci < 1 milione	8.771.358	8.771.358	Non rettifiche in quanto poco influenti
Totale Attivo	361.368.406	718.243.488	

Fonte: Bilancio Atalanta Bergamasca Calcio S.p.A. <https://www.atalanta.it/licenze-uefa/>.

Terreni e Fabbricati → La voce “Terreni e Fabbricati”, che contabilmente ha un valore di 46,4 milioni di euro, si riferisce al Centro Sportivo Bortolotti Atalanta Center. Quest’ultimo è una struttura all’avanguardia, tra le più moderne ed attrezzate nel panorama nazionale.

Il centro sportivo è dotato di molti servizi, fra le altre cose: 7 campi da gioco, ristorante, uffici, spogliatoi, palestre, polo medico. Si estende su 120.000 mq tra campi da gioco e strutture, di cui 2500 mq di uffici e spogliatoi nonché 1100 mq dedicati al settore giovanile¹⁷⁹.

La stima del valore di mercato del centro sportivo è tutt'altro che agevole. I PIV stabiliscono che "ai fini delle valutazioni immobiliari sono applicabili le tre metodiche del costo, di mercato e del reddito"¹⁸⁰.

Il metodo di stima del valore di mercato più adatto per una struttura immobiliare di questo tipo è il metodo del costo, il quale "si basa sulla stima dei costi di ricostruzione (o di sostituzione) dell'immobile ed è utilizzata nella valutazione di *specialized property* [...] che raramente vengono comprate o vendute separatamente dal business al quale sono funzionali"¹⁸¹. Un centro sportivo così strutturato è a tutti gli effetti una *specialized property* pertanto, in linea teorica, a parer di chi scrive si dovrebbe utilizzare tale metodo. Nella presente analisi però, non avendo a disposizione informazioni sufficienti, non verrà applicata tale metodologia.

Per avere un'idea, anche se non del tutto precisa, del valore di mercato del centro sportivo Bortolotti, è possibile utilizzare la metodica del mercato. Quest'ultima "si basa sul principio che il mercato fisserà il prezzo di un immobile allo stesso modo in cui ha determinato il prezzo di immobili simili, cioè appartenenti allo stesso segmento di mercato (principio di comparazione); questa metodica si basa sulla comparazione diretta dell'immobile da valutare con gli immobili simili compravenduti con un prezzo noto"¹⁸².

A tal fine prendiamo come *comparable* appartenente allo stesso segmento di mercato il Viola Park, ovvero il nuovo centro sportivo della Fiorentina che sarà inaugurato entro la fine del 2022. Dalle informazioni che si hanno a disposizione il Viola Park si estende per 30 ettari e il costo finale del progetto sarà pari a circa 85 milioni di euro. Inoltre, i servizi offerti sono del tutto comparabili a quelli offerti dal centro sportivo dell'Atalanta e ciò giustifica la scelta di adottare tale struttura come *comparable*.

Considerando che il Viola Park si estenderà su una superficie quasi doppia rispetto a quella del centro sportivo Bortolotti, un plausibile valore di mercato di quest'ultimo potrebbe attestarsi sui 40-50 milioni di euro.

¹⁷⁹ Per maggiori informazioni si faccia riferimento a <https://www.atalanta.it/sede/>.

¹⁸⁰ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 219. Principio Italiano di Valutazione III.7.3.

¹⁸¹ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 225. Principio Italiano di Valutazione III.7.10.

¹⁸² ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. pp. 219-220. Principio Italiano di Valutazione III.7.4.

Inoltre, come è noto, i principi contabili nazionali¹⁸³ valorizzano le immobilizzazioni al costo, che normalmente è una valutazione più prudentiale rispetto alla valutazione a *fair value*.

Alla luce di ciò è verosimile ipotizzare che il valore di mercato dei terreni e dei fabbricati sia più elevato rispetto al loro valore contabile (46,4 milioni), ma non eccessivamente poiché altrimenti andrebbe ad avvicinarsi troppo al costo del più vasto e più nuovo Viola Park.

Sulla base di queste ipotesi, non avendo ulteriori informazioni a disposizione è ragionevole affermare che il valore di mercato di tale voce sia attorno ai 50 milioni di euro, pur con tutti i limiti del caso.

Disponibilità liquide → Fanno riferimento ai depositi bancari e postali (circa 57 milioni di euro) e alla cassa (60 mila euro). Il loro valore di mercato è pari semplicemente al valore nominale in quanto rappresentativo del valore di realizzo.

Per quanto riguarda il **passivo**, la tabella 5.3 mostra i valori contabili delle principali voci e il loro valore di mercato in seguito alle rettifiche. In genere, il valore di mercato delle voci del passivo viene determinato in base al criterio del valore di presunta estinzione.

I Principi Italiani di Valutazione affermano che “se una passività ha una attività corrispondente, il valore della passività dovrebbe essere uguale al valore dell’attività. Se l’attività corrispondente è quotata in un mercato attivo, il valore della passività va posto uguale al prezzo di mercato dell’attività corrispondente. Se un mercato attivo non esiste, il valore della passività dovrebbe essere comunque determinato sulla base di dati di mercato ritenuti significativi, come quotazioni di attività corrispondenti osservate su un mercato non attivo”¹⁸⁴.

Debiti verso enti settore specifico → Sulla base di quanto stabilito dai PIV, tali passività (inerenti per lo più ai debiti verso gli altri club italiani e internazionali per l’acquisto dei giocatori) si riferiscono indubbiamente ad una particolare attività corrispondente, i DPC. Pertanto, il valore di mercato dei DPC oggetto della transazione, essendo pari al prezzo di trasferimento dei giocatori definito dalle parti, sarà lo stesso del valore di mercato dei debiti verso enti settore specifico.

Per questo motivo tale valore non viene rettificato, pur tenendo a mente anche qui (come per i crediti verso enti settore specifico) che bisognerebbe attualizzare i debiti a lungo per ottenere

¹⁸³ Nella Nota Integrativa del Bilancio dell’Atalanta chiuso il 31/12/2021 viene indicato che “il presente bilancio consolidato è stato redatto secondo i criteri previsti dalla normativa civilistica vigente e, in particolare, dagli articoli 2423 e seguenti del Codice Civile”.

¹⁸⁴ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., cit. p. 278. Principio Italiano di Valutazione III.9.1.

l'esatto valore di mercato, cosa questa difficile da attuare visto che in bilancio non vengono indicate le scadenze.

Per quanto riguarda i debiti a breve (**debiti verso banche, acconti, debiti tributari, debiti verso fornitori e altri debiti a breve**), essendo la loro scadenza entro l'esercizio ed essendo l'Atalanta una società molto sana dal punto di vista economico/finanziario, è possibile affermare con ragionevole certezza che il valore di estinzione degli stessi corrisponde al loro valore contabile. Infatti, a fronte di utili costanti negli anni (35 milioni nel bilancio 2021, 51 milioni nel bilancio 2020 influenzato dalla pandemia, 29 milioni nel 2019, 24 milioni nel 2018) e di una buona capacità di generare flussi di cassa (5,1 milioni nel 2021 e 40,7 milioni nel 2019¹⁸⁵), è difficile immaginare che la società non sia in grado di estinguere i propri impegni di breve termine.

Debiti verso banche a lungo → come indicato nella Nota Integrativa del bilancio in esame, i debiti finanziari (di cui 20,7 milioni a lungo) si riferiscono alle restanti quote dei finanziamenti e dei mutui ancora da rimborsare.

Il loro valore di presunta estinzione dipende per buona parte dalle condizioni contrattuali dei finanziamenti in essere (se essi sono a tasso fisso o variabile e dal tipo di piano di ammortamento adottato). In caso di tasso variabile il valore di mercato delle rate future muterà a sua volta in quanto il valore di presunta estinzione sarà inevitabilmente diverso.

Nel contesto attuale ad esempio, viste le recenti manovre di politica monetaria restrittiva da parte della Banca Centrale Europea, in caso di mutui a tasso variabile questi avranno un valore di presunta estinzione più elevato per effetto dell'aumento dei tassi.

Una situazione di questo tipo richiederebbe quindi di rettificare in aumento il valore contabile dei debiti finanziari a lungo.

Tuttavia, nel bilancio 2021 dell'Atalanta non sono presenti molte informazioni sulla tipologia dei finanziamenti, né tanto meno sulle loro condizioni contrattuali, pertanto in questo caso il valore dei debiti finanziari a lungo non verrà rettificato.

Ad ogni modo, il loro valore contabile è alquanto contenuto (poco più di 20 milioni di euro) perciò la mancata rettifica a valori di mercato non ha un grande impatto ai fini della valutazione finale.

¹⁸⁵ Fonte dati: Bilancio consolidato 2021, Rendiconto finanziario – gruppo Atalanta.

Tabella 5.3. Rettifiche a valore di mercato delle voci del passivo di Stato Patrimoniale dell'Atalanta

Voci del passivo	Valore contabile	Valore di mercato in seguito a rettifiche	Criterio di valutazione del valore di mercato
Fondi per imposte differite (B.2)	23.196.870	23.196.870	/
Debiti verso banche a breve (D.4)	1.019.266	1.019.266	Valore di presunta estinzione
Debiti verso banche a lungo (D.4)	20.754.284	20.754.284	
Acconti a breve (D.6)	2.569.058	2.569.058	Valore di presunta estinzione
Debiti verso fornitori (D.7)	8.403.937	8.403.937	Valore di presunta estinzione
Debiti tributari a breve (D.12)	8.098.527	8.098.527	Valore di presunta estinzione
Debiti verso enti settore specifico (D.15)	87.442.028	87.442.028	Valore di mercato delle attività corrispondenti (DPC)
Altri debiti a breve (D.16)	19.382.956	19.382.956	Valore di presunta estinzione
Risconti passivi (E)	21.375.134	21.375.134	/
Altre voci < 1 milione	3.908.285	3.908.285	Non rettificate in quanto poco influenti
Totale Passivo	196.150.345	196.150.345	

Fonte: Bilancio Atalanta Bergamasca Calcio S.p.A. <https://www.atalanta.it/licenze-uefa/>.

In riferimento al **fondo per imposte differite** e ai **risconti passivi**, non essendoci un vero e proprio criterio di valutazione che permette di identificare il valore di mercato di tali voci, non vengono effettuate rettifiche. Si mantiene pertanto il valore contabile.

In riferimento ai risconti passivi, nel bilancio 2021 questi ammontano a circa 21 milioni di euro e sono riferiti per lo più alla quota di proventi da diritti televisivi della stagione 2021-2022, che si svolge per la maggior parte nell'esercizio successivo rispetto a quello in esame (per 14

milioni), ai ricavi da sponsorizzazioni (per 3,8 milioni) e alla quota dei proventi derivanti dal trasferimento temporaneo dei propri giocatori per la stagione 2021-2022 (per 3,2 milioni).

Questi proventi ai quali si riferiscono i risconti passivi, visto l'effettivo manifestarsi degli eventi che hanno dato luogo al diritto di poter percepire tali somme, verranno sicuramente incassati nell'esercizio 2022. Di conseguenza, non vi è alcuna ragione di credere che il valore di presunto realizzo possa differire rispetto a quanto previsto nei rispettivi contratti.

Alla luce di ciò, l'ipotesi di non effettuare alcuna rettifica sembra essere coerente con quanto detto.

Da questa analisi è possibile notare come in questo caso il valore di mercato del passivo sia uguale al valore contabile. Ciò è giustificato da tre ragioni principali:

- La mancata disponibilità di informazioni sufficienti per effettuare le rettifiche (come accade per i debiti finanziari a lungo);
- Il fatto che l'Atalanta sia una società estremamente sana dal punto di vista economico-finanziario che non rischia minimamente il fallimento, il che rende molto poco probabile la mancata estinzione dei debiti a breve e il conseguente cambiamento del loro valore di presunta estinzione rispetto a quanto indicato in bilancio;
- Solitamente le passività che cambiano più facilmente il loro valore di mercato nel corso del tempo sono i *bond* e gli altri titoli obbligazionari, forme di finanziamento queste non utilizzate da parte dell'Atalanta.

In seguito alle rettifiche delle principali voci di stato patrimoniale, il valore economico dell'Atalanta Bergamasca Calcio S.p.A. (che corrisponde al valore del patrimonio netto rettificato) mediante l'applicazione del metodo patrimoniale complesso è pari a:

$$W_{Atalanta} = 718.243.488 - 196.150.345 = 522.093.143 \text{ euro}$$

Nonostante siano state assunte alcune ipotesi che hanno semplificato la rettifica di alcune voci, tale risultato non si discosta molto rispetto alla recente valutazione di 450 milioni di euro¹⁸⁶

¹⁸⁶ *Bain Capital* ha recentemente perfezionato l'acquisto della società *Dea Srl*, la holding finanziaria detentriche dell'86,44% del capitale di Atalanta Bergamasca Calcio S.p.A. Il valore della transazione ammonta a 390 milioni di euro. "Calcoli alla mano, questo significa che il 100% del club bergamasco vale circa 450 milioni di euro".

Cit. *Atalanta, i Percassi puntano le quote di minoranza*, 2022, Calcio & Finanza, <https://www.calcioefinanza.it/2022/05/16/percassi-quote-minoranza-atalanta/>.

effettuata a inizio 2022 per favorire il trasferimento delle quote di maggioranza al fondo di investimento americano *Bain Capital*.

La differenza tra le due valutazioni è nell'ordine di 70 milioni di euro, che con ogni probabilità sono da imputare alla mancata rettifica di alcune voci del passivo, che, come detto, in linea teorica avrebbero aumentato il valore di mercato delle passività.

Nonostante questo, ciò dimostra ancora una volta come il metodo patrimoniale complesso ben si adatta alla valutazione di società altamente patrimonializzate come appunto le società calcistiche professionistiche.

5.4.2 La determinazione del valore economico dell'Atalanta Bergamasca Calcio S.p.A. mediante il metodo dei multipli di borsa.

Come si è avuto modo di comprendere dai paragrafi precedenti, i *business advisor* (come appunto le società di consulenza KPMG e *Brand Finance*) molto spesso effettuano la valutazione di una società calcistica professionistica non quotata mediante il metodo dei multipli di borsa. In sostanza, il valore economico dei club viene determinato sulla base di un confronto con i valori di borsa (*Market cap*, prezzo delle azioni, EV, ecc.) assunto dalle società quotate comparabili in relazione ad una specifica grandezza di bilancio che sia rappresentativa delle peculiarità e delle dinamiche di mercato proprie di una società calcistica.

In questo paragrafo conclusivo si avrà modo di stimare il valore del capitale economico dell'Atalanta attraverso l'applicazione dei multipli di mercato.

Nel fare ciò si seguiranno i seguenti quattro step:

1. *Selezione di uno o più multipli per la perizia* → si tenga presente che è opportuno scegliere quelli più adatti in base al settore di riferimento (nel nostro caso le società calcistiche);
2. *Selezione delle imprese quotate comparabili rispetto alla società valutata* → Oltre a quanto detto nel paragrafo 5.3 dedicato ai multipli di borsa, "il principale criterio di selezione delle imprese simili dovrebbe basarsi sull'appartenenza allo stesso settore dell'impresa da valutare. A livello di settore dovrebbe poi essere preferibile selezionare le imprese facenti parte dello stesso contesto nazionale (confronto infra-settoriale nazionale) piuttosto che imprese appartenenti ad un altro paese [...] per minimizzare i

rischi di non comparabilità a causa di diversi regimi fiscali e contabili”¹⁸⁷. Si tenga presente che, per avere un risultato coerente, è necessario scegliere almeno 4-5 *comparables*.

3. *Calcolo dei multipli* → La determinazione del valore dei multipli deve essere effettuata per ogni singola società quotata comparabile. Una volta fatto ciò, si calcola il multiplo medio, non considerando eventuali valori anomali (vale a dire i valori che risultano eccessivamente più elevati o bassi rispetto alla media).
4. *Calcolo del valore economico dell'impresa oggetto di valutazione* → per determinare l'*Enterprise Value* o l'*Equity Value* si moltiplica il valore del multiplo medio per la grandezza di bilancio di riferimento (la stessa che sta al denominatore del multiplo). “Nel caso si pervenga all'EV è necessario decurtare il valore della PFN per ottenere infine il valore dell'*equity*”¹⁸⁸.

Per quanto riguarda il primo step (**selezione dei multipli**), come si è avuto modo di vedere nel paragrafo 5.3, il multiplo di mercato maggiormente adatto ai fini della valutazione di una società calcistica corrisponde all'EV/SALES (dato dal rapporto tra l'*Enterprise Value* e il fatturato). Questo innanzitutto perché in genere le società di calcio sono in perdita e quindi è inutile impiegare multipli che al denominatore hanno grandezze diverse come l'utile, l'ebit, o l'ebitda; secondariamente, si sceglie di utilizzare tale moltiplicatore poiché il dato attinente ai ricavi è accessibile a tutti, oltre che essere una grandezza facile da comparare e meno volatile rispetto per esempio all'utile.

Ai fini del calcolo del multiplo EV/SALES, l'*Enterprise Value* che verrà preso in considerazione è quello determinato dalla nota piattaforma *Yahoo Finance*.

Quanto alla **selezione delle società quotate comparabili** all'Atalanta, si ritiene che la scelta debba avvenire in base ai seguenti criteri:

- Primo fra tutti il *settore di appartenenza* → il campione dal quale selezionare le *comparables* non può che essere formato esclusivamente da società calcistiche quotate in borsa. Come già anticipato, considerando anche i campionati extra-europei, le società calcistiche quotate in borsa sono ben 24. La numerosità del campione delle possibili società comparabili è quindi pari a 24.

¹⁸⁷ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. pp. 228.

¹⁸⁸ BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., cit. pp. 228.

- Il secondo criterio di selezione riguarda il *contesto geografico* e i *mercati* (nel nostro caso i campionati) *in cui operano le società* → Si consideri pertanto solamente le società appartenenti ai campionati europei. In questo modo il campione si restringe ulteriormente, e sarà formato da 15 società comparabili. Dal 28 marzo 2022 esiste infatti un nuovo indice borsistico che comprende le 15 società calcistiche europee quotate nei vari listini. Tale indice prende il nome di “*SE European Football Index*” e comprende le seguenti società: Juventus, Roma, Lazio, Borussia Dortmund, Ajax, Manchester United, Galatasaray, Besiktas, Fenerbahce, Trabzonspor, Lione, Celtic Glasgow, Benfica, Brondby e Sporting Lisbona¹⁸⁹.

Se come area geografica si considera esclusivamente l'Italia e le squadre di Serie A, il campione delle *comparables* si restringe ulteriormente e sarà composto solamente da 3 società simili (Juventus, Roma e Lazio).

- Il terzo criterio di selezione riguarda la *tipologia di campionato* da cui provengono le quotate simili. → Secondo questo criterio, si ritiene che le *comparables* debbano appartenere a campionati con caratteristiche simili a quello in cui milita l'Atalanta, ossia la Serie A.

Tra i vari campionati di provenienza, Premier League, campionato scozzese, campionato turco e campionato danese presentano peculiarità troppo diverse rispetto alla Serie A in termini di introiti, competitività, valuta monetaria e dinamiche di mercato. Per tale ragione nella scelta delle *comparables* non verranno considerate Manchester United (*Premier League*), Brondby (campionato danese), Celtic Glasgow (*Scottish Premiership*), Besiktas, Galatasaray, Fenerbahce, Trabzonspor (Super Lig turca).

- Il quarto e ultimo criterio riguarda invece il *volume di fatturato generato dai club* → secondo questo criterio non vengono considerate le società con i ricavi molto maggiori (Manchester United) e molto minori (Sporting Lisbona e Brondby) rispetto all'Atalanta.

In base all'applicazione di questi quattro criteri, emerge che le società calcistiche quotate comparabili sono sette:

1. Juventus (in base al contesto geografico);
2. Roma (in base al contesto geografico e al volume di ricavi simile);

¹⁸⁹ FRISONE M., 2022, *Calcio europeo, i 15 club quotati in Borsa comunicano poco sulla sostenibilità*, Il Sole 24 Ore, <https://www.ilsole24ore.com/art/calcio-europeo-15-club-quotati-borsa-comunicano-poco-sostenibilita-AE7ltgLB#U401086474357aaD>.

3. Lazio (in base al contesto geografico e al volume di ricavi simile);
4. Borussia Dortmund (in base al criterio della tipologia di campionato simile);
5. Lione (in base alla tipologia di campionato simile e al volume di ricavi simile);
6. Ajax (in base al volume di ricavi simile);
7. Benfica (in base al volume di ricavi simile).

Selezionate le *comparables* si passa ora al terzo step, ossia al **calcolo dei singoli multipli** e dell'**EV/SALES medio**. Ai fini del calcolo del multiplo si tiene considerazione l'*Enterprise Value* di borsa assegnato dalla nota piattaforma *Yahoo Finance* e il volume dei ricavi generato dalle singole società comparabili in base ai loro bilanci.

La tabella 5.4 mostra il valore dell'EV di borsa determinato da *Yahoo Finance* e i ricavi generati dalle *comparables* nella stagione 2020/2021. In base a questi dati si è poi calcolato il multiplo EV/SALES per ogni società.

Tabella 5.4. EV/SALES delle società quotate comparabili all'Atalanta

Società comparabili quotate	EV di borsa (fonte: Yahoo Finance)	Sales	EV/SALES
JUVENTUS FC	904.820.000	480.711.754	1,88
AS ROMA	576.790.000	190.412.000	3,03
SS LAZIO	105.450.000	148.450.835	0,71
BORUSSIA DORTMUND	391.690.000	334.200.000	1,17
OLYMPIQUE LIONE	464.590.000	177.400.000	2,62
AFC AJAX	294.160.000	125.200.000	2,35
SL BENFICA	217.260.000	129.350.000	1,68
MEDIA			1,92

Fonte: Bilanci delle diverse società e Yahoo Finance <https://finance.yahoo.com>.

Determinato il valore dei multipli di ogni singola società *comparable*, si procede ora al calcolo dell'EV/SALES medio, il quale verrà poi utilizzato ai fini della quantificazione del valore economico del club bergamasco.

$$\frac{EV}{SALES}^{medio} = \frac{1,88 + 3,03 + 0,71 + 1,17 + 2,62 + 2,35 + 1,68}{7} = 1,92$$

Calcolato l'EV/SALES medio, siamo ora in grado di determinare il valore economico dell'Atalanta:

$$W_{Atalanta} = \frac{EV}{SALES} \text{ medio} \times Ricavi \text{ totali}_{Atalanta}$$

$$W_{Atalanta} = 1,92 \times 242.670.019 = 465.926.436 \text{ euro}$$

Mediante l'applicazione del metodo dei multipli di borsa, il valore del capitale economico dell'Atalanta Bergamasca Calcio risulta essere pari a quasi 466 milioni di euro, un valore sostanzialmente in linea con la recente valutazione ufficiale di 450 milioni effettuata ai fini del trasferimento delle quote di maggioranza della società di cui si è detto in precedenza.

È possibile notare che i due valori sono molto simili in quanto vi è una differenza minima di soli 16 milioni di euro, il che permette di affermare senza grosse esitazioni che la valutazione mediante multipli oggetto del presente paragrafo sia sufficientemente attendibile e oggettiva.

Il conseguimento di un risultato finale oggettivo e attendibile è stato reso possibile anche grazie ad una scelta accurata e ponderata dei criteri di individuazione delle società quotate *comparables*, le quali, come dimostrano i dati, si sono rivelate di fatto simili alla società oggetto di valutazione.

5.5 Conclusioni

Sulla base delle due valutazioni effettuate nel paragrafo precedente è possibile concludere che le due metodologie proposte (metodo patrimoniale complesso e metodo dei multipli di borsa attraverso il multiplo EV/SALES) sono alquanto appropriate ai fini della valutazione di una società calcistica professionistica.

Una dimostrazione di ciò la si ha dal fatto che i due valori finali si avvicinano di molto alla recente perizia ufficiale commissionata dalla famiglia Percassi (titolare delle quote di maggioranza fino al passaggio di proprietà) alla società di consulenza *Deloitte*.

La valutazione effettuata da *Deloitte* (risultante pari a 450 milioni di euro) è un metro di paragone autorevole che ci permette di affermare con buona certezza la veridicità dei risultati ottenuti mediante la valutazione proposta nel presente capitolo (circa 522 milioni di euro con il metodo patrimoniale complesso e circa 466 milioni di euro con il metodo dei multipli di borsa).

Detto ciò, non si dimentichi che la valutazione d'azienda non è una scienza esatta in quanto la stessa è frutto di ipotesi, interpretazioni e stime, le quali possono differire a seconda del soggetto che compie la perizia. Pertanto è necessario metter in conto che non sempre si giunge alla determinazione di un valore "fair" e veritiero.

Come afferma Aswath Damodaran, uno dei più grandi esperti mondiali di *business valuation*, "*Valuation is not a science but it is a craft. There is no perfect way of doing things, there is only a better way of doing things*".

CONCLUSIONI

Come si può comprendere dal titolo della tesi, l'obiettivo della stessa è quello di individuare il metodo di valutazione più appropriato ai fini della determinazione del valore economico delle società calcistiche professionistiche.

Per dare una risposta a tale quesito, il presente elaborato può essere suddiviso in due parti. Una prima parte (i primi tre capitoli) dove viene delineato un quadro generale sulla valutazione d'azienda e nella quale vengono descritte nel dettaglio le diverse metodologie di valutazione del capitale economico di un'impresa soggetta a cessione con i relativi punti di forza e di debolezza.

Nella seconda parte invece, si entra maggiormente nel dettaglio della valutazione delle società calcistiche professionistiche. In questa seconda sezione infatti, vengono analizzate le principali voci di bilancio tipiche delle società calcistiche, soprattutto in relazione alla dinamica patrimoniale, che, come si è avuto modo di comprendere, risulta essere fondamentale ai fini della valutazione di queste società.

Questa analisi delle principali voci patrimoniali che differenziano le società di calcio dalle imprese tradizionali (imprese industriali, commerciali, di servizi, finanziarie, ecc.) e delle loro capacità reddituali ha aiutato ad individuare le metodologie di valutazione che meglio si adattano ai fini della stima del loro valore economico.

La prima conclusione a cui si è giunti in seguito all'analisi di bilancio delle società calcistiche è che in questo settore i metodi patrimoniali rappresentano un'ottima metodologia di valutazione. Tale approccio permette di valorizzare le componenti patrimoniali afferenti ai Diritti alle Prestazioni sportive dei Calciatori (DPC), al marchio e ai complessi immobiliari (stadi di proprietà, terreni, centri sportivi). Si è dimostrato infatti che queste voci hanno un impatto rilevante all'interno dei bilanci dei club, di conseguenza la valutazione delle società calcistiche non può prescindere dal considerare il valore di mercato di queste componenti di natura patrimoniale.

Il metodo patrimoniale complesso, che comprende anche la valutazione degli *intangibles* non presenti in bilancio, tiene conto di questi aspetti. Pertanto, si ritiene che sia perfettamente idoneo ai fini della stima del valore economico delle società calcistiche, a maggior ragione nel caso in cui queste non siano in grado di generare utili.

Inoltre, si è avuto modo di concludere che la tesi che avvalorava l'adeguatezza dell'approccio patrimoniale deriva anche da un secondo aspetto, vale a dire quello inerente l'inapplicabilità

dei metodi reddituali e finanziari. Infatti, la maggior parte delle società calcistiche professionistiche (escludendo i club di Premier League) non è in grado di conseguire né utili né una redditività operativa sufficiente che vada a giustificare l'utilizzo di tali metodi di valutazione.

Poiché i metodi reddituali e finanziari basano il loro funzionamento sulla stima dei flussi prospettici (reddituali, FCFO e FCFE), non avrebbe alcun senso applicare tali metodologie ad aziende i cui flussi reddituali e di cassa futuri sono costantemente negativi; il valore che ne deriva sarebbe anch'esso negativo, cosa questa tutt'altro che verosimile.

In linea teorica, l'impiego dei metodi reddituali e finanziari potrebbe essere ammesso per le società economicamente e finanziariamente sane come l'Atalanta, ma risulta comunque sempre molto complesso stimare il *terminal value* e il costo del capitale al quale attualizzare i flussi.

Oltre a ciò, la non idoneità dei metodi reddituali e finanziari deriva anche dalle possibili difficoltà che potrebbe incontrare il valutatore nella stima puntuale dei ricavi e dei flussi futuri. Si è visto infatti che i proventi totali di una società calcistica, e di conseguenza la sua capacità reddituale, dipendono fortemente da una variabile estremamente aleatoria, ovvero il conseguimento o meno del risultato sportivo.

La variabile legata al mancato raggiungimento del risultato sportivo potrebbe comportare errori nella stima dei ricavi prospettici, causando quindi una distorsione del valore dei flussi inseriti nella formula di valutazione rispetto ai flussi realmente generati. Se ciò dovesse accadere, il valore della società sarà inevitabilmente distante dal suo valore oggettivo.

Un'ulteriore conclusione che è possibile trarre dal presente lavoro è che il metodo dei multipli di borsa (specialmente con il multiplo EV/SALES) costituisce anch'esso una buona alternativa per la determinazione del valore di una società calcistica in quanto è possibile individuare senza grandi problemi un campione di società quotate che sono comparabili a tutti gli effetti alla società oggetto di valutazione.

Uno dei grandi limiti del metodo dei multipli di borsa sta nel fatto che spesso è difficile selezionare imprese effettivamente comparabili. Infatti, nel caso in cui vengano scelte aziende non del tutto simili a quella valutata, il valore derivante dall'applicazione del multiplo non sempre è coerente ed oggettivo. Tale criticità, se si vuole valutare un club calcistico, viene meno in quanto è più semplice trovare società *comparables*.

Un ulteriore elemento che dimostra che il metodo dei multipli di borsa sia perfettamente idoneo alla valutazione di una società calcistica è dato dal fatto che questo viene utilizzato anche da grandi società di consulenza come KPMG e *Brand Finance* ai fini della determinazione dell'*Enterprise Value* dei principali club europei.

Sulla base di queste considerazioni, il presente lavoro si conclude con una stima del valore economico di un club di Serie A (l'Atalanta Bergamasca Calcio S.p.A.) prima mediante l'utilizzo del metodo patrimoniale complesso e dopo attraverso l'impiego del metodo dei multipli di borsa.

L'applicazione di queste due metodologie ha generato risultati molto simili tra di loro, perfettamente coerenti con la recente valutazione ufficiale del club che è stata effettuata da *Deloitte* in occasione della cessione delle quote di maggioranza da parte della famiglia Percassi al fondo di investimento statunitense *Bain Capital*.

Alla luce di ciò, è possibile ribadire ancora una volta come il metodo patrimoniale complesso e il metodo dei multipli di borsa rappresentino a tutti gli effetti due valide metodologie di valutazione ai fini della stima del valore economico di una società calcistica professionistica.

BIBLIOGRAFIA

- ASSOCIAZIONE ITALIANA DEGLI ANALISTI FINANZIARI, *Best Practices nei metodi di valutazione di impresa e di stima del costo del capitale*, in “Rivista AIAF: periodico dell’Associazione Italiana degli Analisti Finanziari”, n. 41, dicembre 2001/gennaio 2002.
- BALDUCCI D., *La valutazione dell’azienda*, Edizioni Fag, Assago Milano, 2006.
- BELTRAME F., BERTINETTI G., SCLIP A., *Analisi e valutazione finanziaria d’impresa*, Giappichelli, Torino, 2021.
- BUONGIORNO M., *La valutazione delle aziende dopo l’introduzione dei PIV*, Euroconference, Verona, 2016.
- CAPIZZI V., *Costo del capitale e operazioni di investment banking: strumenti e metodi di analisi finanziaria*, Egea, Milano, 2003.
- CORTESI G., *Marchio commerciale e società di calcio: idiosincrasia e mal celata passione*, Rivista di Diritto ed Economia dello Sport, vol. II, fasc. 3, 2006.
- DAMODARAN A., FERRI F., *Valutazione delle aziende*, Apogeo, Milano, 2002.
- GENNARI F., 2020, *Progetto “Neonati Atalantini”, dal 2010 a oggi sono oltre 36mila le magliette donate*, Prima Bergamo.
- GUATRI L, BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.
- GUATRI L., BINI M., *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende. 1: Principi e linee guida professionali*, Università Bocconi Editore, Milano, 2002.
- GUATRI L., *La valutazione delle aziende: teoria e pratica dei paesi avanzati a confronto*, Egea, Milano, 1994.
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL., *International Valuation Standards.*, Page Bros, Norwich, 2019.
- LEVENS M., CASARIN F., ROSIN U., *Marketing Definito, Applicato, Spiegato*, Pearson, Milano Torino, 2014.
- MANCIN M. (a cura di), *Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali: Risvolti contabili, civilistici e fiscali*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016, cit., p. 27.*straordinarie e aggregazioni aziendali: Risvolti contabili, civilistici e fiscali*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016.
- MANCIN M., *Il bilancio delle società sportive professionistiche: normativa civilistica, principi contabili nazionali e internazionali (IAS/IFRS)*, CEDAM, Padova, 2009.

- MASSARI M., ZANETTI L., *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill Education, Milano, 2008.
- MCKINSEY & COMPANY, KOLLER T., GOEDHART M., WESSELS D., *Valuation: measuring and managing the value of companies*, sixth edition, John Wiley & Sons Inc, Hoboken – New Jersey, 2015.
- ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE., *PIV Principi Italiani di Valutazione 2015*, Egea, Milano, 2015.

SITOGRAFIA

- <https://corporatefinanceinstitute.com>
- <https://www.borsaitaliana.it>
- <https://www.ilsole24ore.com>
- <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2016-12-OIC-10-Rendiconto-finanziario.pdf>
- <https://www.teleborsa.it/Quotazioni/Rating>.
- <https://www.mglobale.it>.
- <https://www.gazzettaufficiale.it>.
- <https://www.figc.it/media/155543/maurizio-ragno-il-nuovo-piano-dei-conti-della-figc.pdf>.
- <https://www.brocardi.it>.
- <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-24-Immobilizzazioni-immateriali.pdf>.
- <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/ias-38-intangible-assets.pdf>.
- AIDA – Analisi informatizzata delle aziende.
- <https://www.calcioefinanza.it>.
- <https://www.transfermarkt.com>.
- <https://www.glossariomarketing.it>.
- <https://www.atalanta.it>.
- <https://primabergamo.it>.
- <https://www.inter.it/it>.
- <https://www.sscnapoli.it>.
- <https://www.treccani.it>.
- <https://brandfinance.com>.
- <https://brandirectory.com/download-report/brand-finance-football-50-2022-preview.pdf>.
- <https://www.forbes.com>.
- <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2021/05/KPMG-The-European-Elite-2021.pdf>.
- <https://studiofazzini.it>.
- <https://finance.yahoo.com>.