



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale in
AMMINISTRAZIONE,
FINANZA E CONTROLLO

Tesi di Laurea

La valutazione delle società di calcio

Relatore

Prof. Moreno Mancin

Correlatrice

Prof.ssa. Daria Arkhipova

Laureando

Gabriele Pizzolato

Matricola 872399

Anno Accademico

2022 / 2023

INDICE

INTRODUZIONE.....	2
Capitolo I: IL CALCIO IN EUROPA	5
1.1 Analisi di letteratura, ricerche e articoli.....	5
1.2 Situazione finanziaria	19
1.2.1 Impatto della pandemia Covid19 (stagioni 2019/20 e 2020/21)	19
1.2.2 Situazioni finanziaria attuale dei club nelle maggiori leghe europee	21
1.2.3 Situazioni finanziaria attuale dei club nella Serie A	25
1.3 Dalle proprietà storiche allo stato attuale	27
1.3.1 Tipologie di <i>governance</i>	27
1.3.2 Valutazioni e conclusioni.....	31
Capitolo II: I FONDI	38
2.1 I fondi di investimento e di <i>private equity</i>	38
2.1.1 I fondi comuni di investimento.....	38
2.1.2 I fondi di <i>private equity</i>	40
2.2 Gli investimenti nello sport	43
2.2.1 Investimenti nelle leghe	46
2.2.2 Investimenti nelle squadre di calcio	49
2.2.3 Investimenti nei diritti televisivi.....	54
2.3 Nuovi trend	57
Capitolo III: COME VALUTARE UNA SOCIETÀ	63
3.1 La valutazione dell'azienda.....	63
3.1.1 Metodo patrimoniale.....	63
3.1.2 Metodo reddituale	64
3.1.3 Metodo misto patrimoniale-reddituale.....	66
3.1.4 Il metodo finanziario	66
3.1.5 Il metodo dei multipli di mercato.....	67
3.2 Come valutare una società di calcio.....	70
3.2.1 Analisi di letteratura, ricerche e articoli	70
3.2.2 Metodi utilizzati	79
Capitolo IV: ANALISI EMPIRICA.....	89
4.1 Ultime operazioni rivelanti in Europa	89
4.2 Analisi e commento dei valori proposti.	92
CONCLUSIONE	111
BIBLIOGRAFIA.....	113
SITOGRAFIA.....	115

INTRODUZIONE

Il calcio è uno degli sport più amati e seguiti in tutto il mondo. A prova di ciò, esso si trova in prima posizione per numero di fan, ovvero circa 3,5 miliardi di persone¹. La crescita del settore prosegue ormai da diversi decenni, con un'espansione in nuovi mercati differenti da quello classico europeo. L'enorme numero di tifosi appassionati offre un'ampia copertura mediatica, accompagnata da notevoli opportunità commerciali. Le società di calcio, in particolare quelle che partecipano alle principali leghe europee, hanno raggiunto un livello di successo e popolarità tale da trasformarsi in autentiche multinazionali che fatturano centinaia di milioni di euro ogni anno. La valutazione accurata di queste, però, è un argomento che viene trattato raramente in articoli accademici. Per questo motivo l'elaborato in questione offre un ulteriore contributo e prova a fare luce su diverse tematiche e dinamiche cruciali, sia economiche, ma anche sociali e politiche. Il focus è sul contesto europeo, ma vengono chiamati in causa anche attori che sono esterni al continente: il presente contributo realizza un confronto tra i maggiori campionati europei e le *major league* americane, inoltre si esaminano i ruoli che hanno i fondi di *private equity* (la maggior parte statunitensi), gli sceicchi ed i magnati. Questi sono comparsi nel calcio circa 20 anni fa, ma recentemente hanno iniziato a dominare la scena, concludendo una moltitudine di operazioni da miliardi di euro.

Il primo capitolo inizia con una revisione della letteratura, delle ricerche e degli articoli che trattano alcuni argomenti che aiutano a comprendere meglio alcune dinamiche, in particolare sotto il punto di vista economico (ad esempio la sostenibilità finanziaria dei club, la correlazione tra performance finanziarie e sportive, la presenza di una bolla speculativa nel settore). Successivamente, si esamina la situazione finanziaria dei club dei maggiori campionati europei, includendo un'analisi dell'impatto della pandemia da Covid-19 sulle stagioni 2019/20 e 2020/21. Se da un lato essa ha portato ad enormi difficoltà finanziarie, soprattutto dovute al crollo dei ricavi, dall'altro ha dato la possibilità, ad alcuni investitori da tempo interessati e a finanziatori con ampie disponibilità di liquidità, di chiudere delle transazioni a loro favorevoli. Inoltre, si esplorano le tipologie di *governance* delle società di calcio, sottolineando come si siano evolute negli ultimi anni. Nel secolo scorso, i proprietari delle squadre erano dei grandi imprenditori strettamente collegati al territorio e alla comunità locale. Poi progressivamente, più il calcio diventava globale, più soggetti esterni e

¹ Classifica stilata dalla società di consulenza sportiva Tifosy nel 2022.

internazionali hanno iniziato ad interessarsi. Ironia della sorte, al giorno d'oggi, in un mondo dove il collegamento è facilitato dalla tecnologia ed è alla base delle relazioni umane, la connessione tra le nuove proprietà e la comunità locale è venuta meno. Frequentemente vengono riportate notizie che evidenziano il malcontento dei tifosi sull'operato del management, contestando soprattutto il distacco con i valori tradizionali e storici.

Nel secondo capitolo è presente un focus relativo agli attori che ultimamente sono risultati molto attivi nel mondo del pallone, ovvero i fondi di investimento e di *private equity*. Essi possono operare investendo in diverse attività. L'approfondimento più sostanzioso è quello relativo agli acquisti dei club, ma senza tralasciare gli investimenti nei campionati e nei diritti televisivi. Lo scopo principale delle operazioni è il ritorno economico-finanziario dall'investimento. I fondi, dopo aver comprato una quota o la totalità dell'*asset* interessato, mettono a disposizione risorse e competenze per farlo crescere, per poi rivenderlo ad un prezzo maggiore. Nella seconda parte del capitolo sono trattati degli argomenti che sono sempre più attuali. Le tematiche ESG e la sostenibilità hanno conquistato un ruolo da protagonista durante la pandemia. Esse hanno avuto delle implicazioni significative nella vita quotidiana, spingendo ogni individuo a riflettere sui comportamenti da adottare abitualmente. Anche le società ne sono state influenzate e si sono adeguate mettendo in pratica delle politiche aziendali in risposta alle richieste degli *stakeholders*. Nel paragrafo vengono evidenziate specificatamente le implicazioni che hanno toccato direttamente il calcio. Un esempio è la correlazione presente tra codeste tematiche e la percezione del brand dall'esterno. Essere sostenibili e presenti nella comunità locale aumenta la reputazione e di conseguenza il valore del marchio.

Il terzo capitolo è dedicato all'approfondimento dei metodi di valutazione delle società. Inizialmente sono esposti i sistemi di valutazione classici (patrimoniale, reddituale, misto patrimoniale-reddituale, finanziario e i multipli di mercato) che, date le caratteristiche del settore, offrono risultati incompleti o del tutto fuorvianti. Ad esempio, il metodo del *discounted cash flow*, considerato lo standard nella valutazione aziendale, non riesce ad esprimere correttamente il valore di un club in perdita. Inoltre vi sono casi in cui il patrimonio netto è addirittura negativo, al contrario però il valore in questione rimane comunque elevato. Le caratteristiche principali, che differenziano il calcio da altri settori e rendono la valutazione un compito complicato, sono: la presenza costante di perdite, l'elevato indebitamento, la

correlazione delle performance sportive con quelle finanziarie, il ruolo centrale della stima di alcune immobilizzazioni immateriali come la rosa e il marchio. Date queste ragioni, ci si concentra poi su metodi specifici utilizzati per valutare le società di calcio, accompagnati da un'analisi della letteratura e delle ricerche esistenti in questo campo. A conclusione si può affermare che il metodo più attendibile è quello dei multipli, aggiustando però il risultato in base al singolo caso, quindi dando il giusto peso agli elementi caratteristici sopra elencati.

Infine, nel quarto capitolo, inizialmente si illustrano delle recenti operazioni avvenute nel contesto europeo, ossia la vendita del Chelsea, del Milan e dell'Atalanta, e poi si procede con un'analisi empirica. Vengono esaminati e commentati i valori trovati con i diversi metodi di valutazione vagliati precedentemente e confrontati con quelli proposti dai report delle società specializzate, fornendo così una prospettiva pratica sulla valutazione delle società di calcio. Dapprima si può notare la crescita economica del settore, accompagnata di conseguenza dall'aumento dei valori dei singoli club. Paragonando i diversi risultati, si conferma che il metodo dei multipli aggiustato in base alle peculiarità di ciascun club, sviluppato dalle società di consulenza autrici dei report, risulta il migliore. Purtroppo non è possibile avere accesso alla formula esatta che esse utilizzano, quindi capire i pesi che vengono dati a ciascun fattore *driver* è infattibile. L'elaborato si limita a comparare i *driver*, finanziari e non, tramite delle tabelle. Confrontando le valutazioni con i *driver* si riesce a sviluppare un'idea sull'importanza di ciascun elemento. Dato che la scelta del multiplo esatto da impiegare è cruciale, si propone una considerazione sull'evoluzione dei multipli utilizzati per le valutazioni nel corso degli anni.

Attraverso questa tesi si mira a fornire una visione esaustiva sul tema della valutazione delle società di calcio, partendo da una disamina del contesto calcistico europeo, sia a livello economico sia di *governance*, e offrendo poi un quadro teorico e pratico per comprendere al meglio le dinamiche che portano alla stima del valore. È fondamentale ricordare, però, che il valore e il prezzo sono due concetti distinti. La maggior parte delle volte i due non coincidono per diverse ragioni. Nel caso in questione, il prezzo finale dipende dal potere contrattuale, dalle motivazioni che spingono a vendere o comprare e dalle sinergie ottenibili, fattori che solo le parti coinvolte conoscono.

Capitolo I: IL CALCIO IN EUROPA

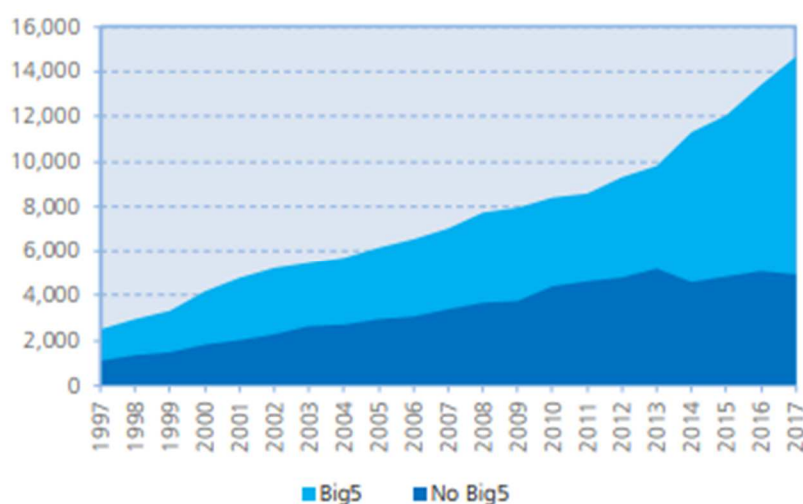
1.1 Analisi di letteratura, ricerche e articoli

Inizialmente verranno analizzate le ricerche, la letteratura e gli articoli sulle principali tematiche finanziarie del calcio in Europa. Questo aiuterà a comprendere meglio il contesto in cui operano i club e le particolari dinamiche che saranno esposte successivamente.

Lo studio *"Sport finance: revenues sources and financial regulation in european football"*² offre un primo punto di vista sulla situazione finanziaria dei club in tempi recenti, analizzando i dati raccolti dal 2012 al 2017, in particolare concentrandosi sui report annuali di Deloitte che riguardano le 20 squadre con i ricavi maggiori d'Europa.

Come dimostrano i grafici sottostanti, vi è una differenza economica abissale tra i migliori 5 campionati (Premier League, La Liga, Bundesliga, Serie A, Ligue 1) e il resto. Per quanto riguarda il fatturato, i primi hanno registrato una crescita aggregata del 437% dal 1997 al 2017, mentre i secondi 360%. Inoltre, all'interno dei campionati maggiori, le top 20 squadre identificate da Deloitte sovrastano sotto ogni aspetto gli altri club.

Immagine 1: Confronto del fatturato aggregato delle squadre delle migliori 5 leghe contro il resto dei team europei. I dati sono in milioni di euro. Fonte: Sports Finance, articolo *"Revenue sources and financial regulations in European football."*



² Sanchez, Luis Carlos, Ángel Barajas, and Patricio Sánchez-Fernández. *"Sports finance: Revenue sources and financial regulations in European football."* J. García, Sports and Economics (2019).

Immagine 2: Crescita fatturato aggregato delle squadre divise tra i 5 top campionati. I dati sono in milioni di euro. Fonte: Sports Finance, articolo *“Revenue sources and financial regulations in European football.”*

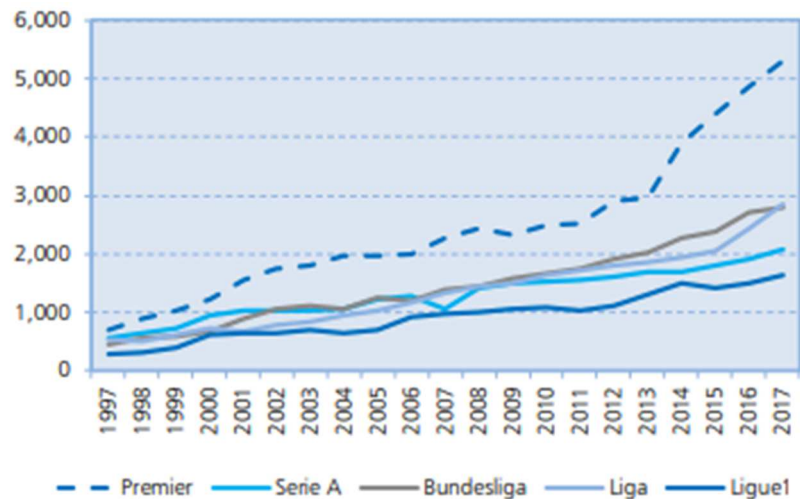
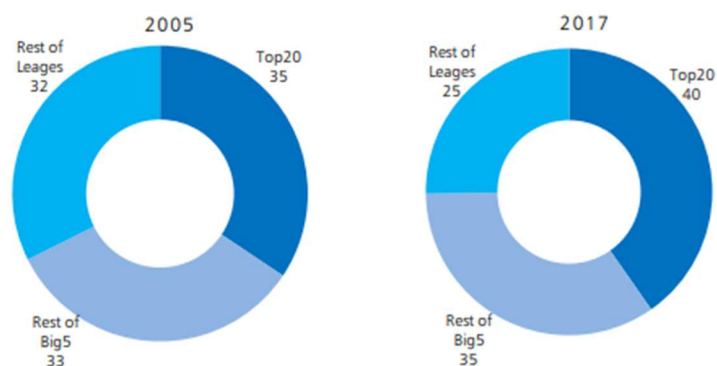


Immagine 3: Percentuale di divisione del fatturato tra i top 20 club, i restanti dei top 5 campionati e il resto delle leghe. Fonte: Sports Finance, articolo *“Revenue sources and financial regulations in European football.”*



Per misurare la situazione di stress finanziario delle squadre, il rapporto *stipendi/fatturato* è un ottimo indicatore. Come si può notare dai seguenti grafici, i top 20 team hanno mantenuto un indice costante negli anni. Contemporaneamente il resto delle società dei top 5 campionati ha ridotto il rapporto raggiungendo livelli simili ai top 20. Al contrario, le restanti squadre europee hanno aumentato sia la spesa per gli stipendi sia l'indice. Per quanto riguarda le leghe, la Bundesliga è l'esempio virtuoso (rapporto del 40%), mentre la Ligue 1 presenta la situazione peggiore (nel 2017 è oltre il 95%). Quello che preoccupa maggiormente i ricercatori è che i salari non vengono adeguati ai rallentamenti economici, principalmente a causa della forte competizione che è presente per assicurarsi i talenti migliori.

Immagine 4: Confronto indice “*stipendi/fatturato*” medio tra i top 20 club, i restanti dei top 5 campionati e il resto delle squadre europee. Fonte: Sports Finance, articolo “*Revenue sources and financial regulations in European football.*”

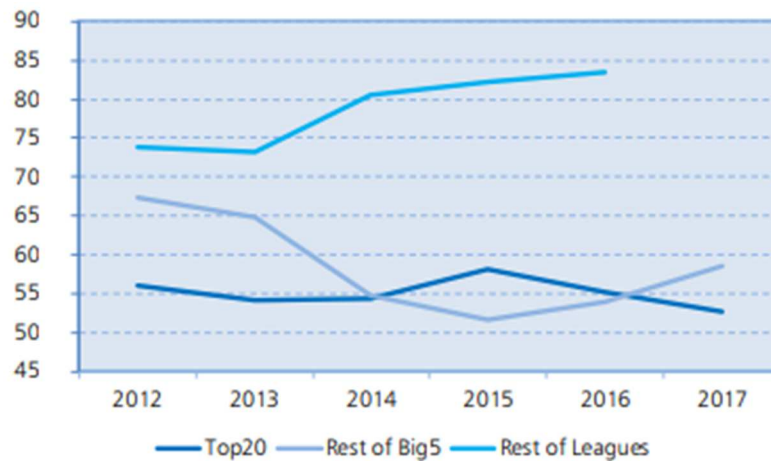
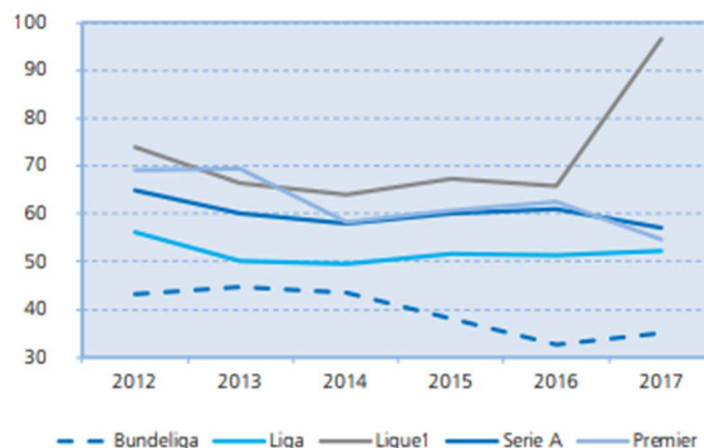


Immagine 5: Confronto indice “*stipendi/fatturato*” medio nei top 5 campionati. Fonte: Sports Finance, articolo “*Revenue sources and financial regulations in European football.*”



Un ulteriore punto che viene evidenziato dai ricercatori è come il livello del debito, misurato con il rapporto *totale debiti/fatturato*, sia diminuito vistosamente. Le cause principali sono attribuibili al rafforzamento dei controlli finanziari (ad esempio l’introduzione del *Financial Fair Play*³). Nei top 20 club il rapporto è rimasto pressoché lo stesso, le altre squadre dei top 5 campionati sono riuscite a migliorare la situazione, dimezzando l’indebitamento, mentre non si può dire lo stesso per gli altri team europei, in cui la situazione è ulteriormente

³ Meccanismo entrato in vigore nel 2010 per verificare la sostenibilità dei bilanci. Una volta superato il controllo viene rilasciata la licenza UEFA, necessaria per partecipare alle competizioni. Il principio base è che le squadre non possono spendere di più di quanto guadagnano e devono avere un equilibrio finanziario a lungo termine. Dato che si sono trovati modi per aggirare le regole, si stanno valutando altri modelli più stringenti.

peggiorata. In particolare i risultati migliori sono stati registrati in Spagna (da 180% a 120%) e Inghilterra (da 140% a 60%), dove sono state messe in pratica delle politiche più rigide e severe. Il campionato tedesco rimane l'esempio da seguire (stabile intorno al 40%). Dall'altro lato si trovano la Serie A, che si è sempre contraddistinta per una massiccia presenza di mezzi di terzi, e la Ligue 1, dove si è assistito ad un aumento vertiginoso (da 80% a 180%). Le difficoltà delle ultime due leghe derivano anche dal fatto che esse non hanno aggiornato e migliorato l'attività di vigilanza finanziaria.

Immagine 6: Confronto indice "debiti/fatturato" medio tra i top 20 club, i restanti dei top 5 campionati e il resto delle squadre europee. Fonte: Sports Finance, articolo "Revenue sources and financial regulations in European football."

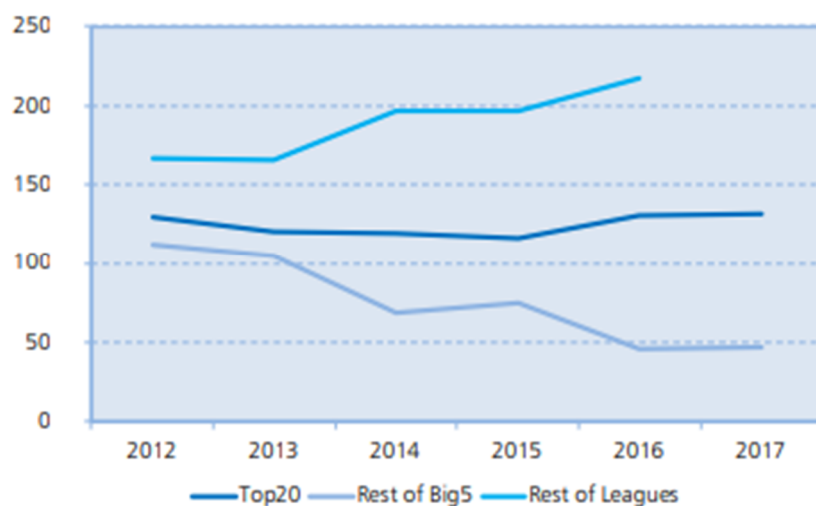
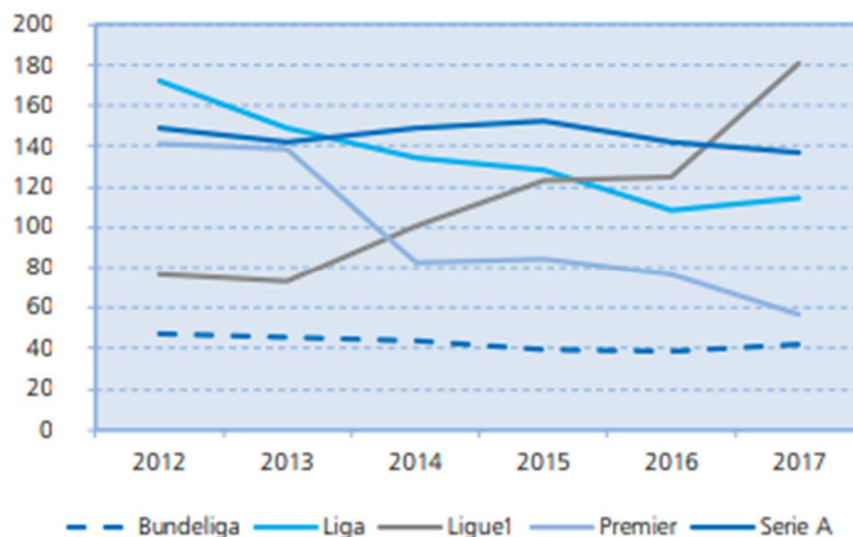


Immagine 7: Confronto rapporto "debiti/fatturato" medio nei top 5 campionati. Fonte: Sports Finance, articolo "Revenue sources and financial regulations in European football."



Per quanto riguarda la redditività, si prende in considerazione il rapporto *risultato d'esercizio/fatturato*. La situazione delle squadre dei top 5 campionati è migliorata, nel 2012 veniva registrata mediamente una perdita, mentre nel 2017 l'indicatore diventa positivo. Le regolamentazioni introdotte e l'inasprimento dei controlli hanno svolto un ruolo chiave, indipendentemente dalle dimensioni dei club. Diversamente accade nel resto delle leghe europee che, seppur migliorando i livelli, rimangono comunque in perdita. A livello di campionati l'andamento è molto variabile. La Premier League ha avuto l'incremento maggiore e ha superato la Bundesliga e La Liga, mentre la Serie A e la Ligue 1 rimangono le uniche competizioni a far registrare perdite nel 2017.

Immagine 8: Confronto indice *"risultato d'esercizio/fatturato"* medio tra i top 20 club, i restanti dei top 5 campionati e il resto delle squadre europee. Fonte: Sports Finance, articolo *"Revenue sources and financial regulations in European football."*

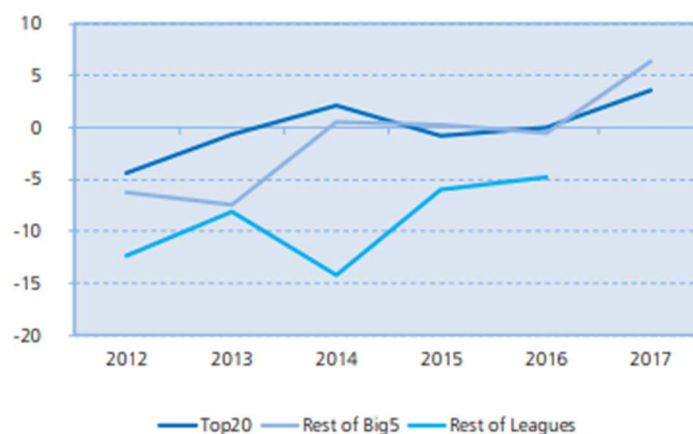
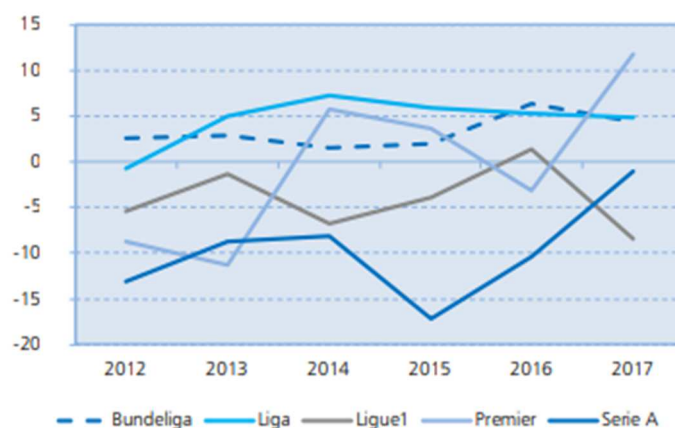


Immagine 9: Confronto indice *"risultato d'esercizio/fatturato"* medio tra i top 20 club, i restanti dei top 5 campionati e il resto delle squadre europee. Fonte: Sports Finance, articolo *"Revenue sources and financial regulations in European football."*



Lo studio conclude affermando che il calcio è lo sport più popolare del mondo nonostante i campionati generino fatturati minori rispetto alle leghe sportive americane. Le fonti di ricavo sono cambiate nel tempo, con i diritti tv e commerciali che sono diventati più importanti rispetto agli incassi da *matchdays*. Il forte aumento dei fatturati del calcio europeo non ha però attenuato le disuguaglianze presenti, anzi, ha consolidato la posizione dominante dei top team. Secondo l'analisi, i fattori che hanno portato alla riduzione della spesa per gli stipendi nei top 5 campionati (effetto opposto negli altri), al miglioramento della situazione debitoria nei top 5 campionati (effetto opposto negli altri) e all'aumento della redditività sono la liberalizzazione del calcio, l'incremento dei ricavi e i controlli finanziari più stringenti.

L'articolo "*Why do football clubs fail financially? A financial distress prediction model for European professional football industry*"⁴ (2019) ha lo scopo di analizzare nello specifico le difficoltà finanziarie dei club europei, elaborando un modello predittivo in grado di valutare le probabili situazioni di insolvenza. I ricercatori sono stati in grado di affermare che i team più inclini a confrontarsi con questo tipo di problemi hanno determinate caratteristiche che li contraddistinguono da quelli in salute:

- generalmente essi non sono il club principale della loro città: solamente nel 45% dei casi vengono considerati come la realtà più importante del paese, mentre per le società in salute la percentuale sale al 70%;
- non svolgono prestazioni sportive all'altezza: le squadre che lottano per le ultime posizioni sono più propense a incontrare queste difficoltà, in particolare chi viene retrocesso in una categoria inferiore;
- hanno un debito elevato e poca liquidità a disposizione: il campione sottoposto ad analisi mostra un alto *leverage* durante il periodo di studio per tutte le realtà, con valori medi del rapporto "*totale debiti/totale attivo*" che superano sempre il 90%. Questo dimostra come l'intero settore sia caratterizzato da un importante livello di indebitamento. La differenza tra le due categorie è che le squadre sane riescono ad avere flussi in entrata costanti più sostanziosi, che permettono di rispondere agevolmente alle necessità finanziarie. Un esempio può essere l'indice "*stipendi/ricavi*", che nel caso delle squadre in difficoltà è maggiore, indicando come

⁴ Alaminos, David, and Manuel Ángel Fernández. "Why do football clubs fail financially? A financial distress prediction model for European professional football industry." PloS one (2019).

la spesa per i salari risulta più squilibrata rispetto ai club che non hanno problemi economici.

Ad evidenziare i problemi economici, i rendimenti degli attivi (ROA, *return on assets*) dei club in esame hanno valori medi che vanno dall'11% al 13% nei casi in cui non sono presenti difficoltà finanziarie, e dal -9% al -16% nei casi in cui ci sono. Per concludere, gli autori dichiarano che i team devono essere in grado di generare i ricavi necessari alla loro sussistenza esclusivamente dalle attività calcistiche, senza ricevere salvagenti esterni (ad esempio iniezione di liquidità dai proprietari). Solo così sarebbero in grado di raggiungere un equilibrio finanziario soddisfacente.

La ricerca "*Interactions between financial efficiency and sports performance: Data for a sustainable entrepreneurial approach of European professional football clubs*"⁵ insiste sull'efficienza finanziaria dei club. Nonostante l'introduzione del *Financial Fair Play*, che è riuscito a diminuire i livelli di indebitamento, sono presenti ancora numerosi problemi soprattutto nella gestione dei costi, con le spese per i giocatori che continuano ad aumentare in maniera più che proporzionale rispetto ai ricavi. La maggior parte delle entrate deriva dai diritti tv, dai *matchdays* e dagli sponsor, quindi le squadre più ricche sono quelle che occupano i primi posti in campionato e che hanno maggiori tifosi. Ma questo le rende eccessivamente dipendenti da essi e quindi vulnerabili a circostanze esterne non prevedibili. Per diversificare il rischio, oggi le squadre iniziano ad utilizzare piattaforme alternative, come i *social media*, allargando le possibilità di ricavi.

I risultati si basano su un'analisi effettuata su 15 top club europei per il periodo compreso tra il 2009 e il 2014. Innanzitutto, 10 team riportano un tasso di efficienza del 100%; quindi si può affermare che generalmente un'efficienza finanziaria è accompagnata anche da risultati ottimali in campo (ad esempio Juventus e Barcellona presentano i coefficienti migliori), in contrasto con altre ricerche. Dall'altro lato, i fattori comuni tra i team inefficienti sono le spese generali maggiori delle entrate (ad esempio l'Inter) e la spesa per gli stipendi elevata (ad esempio Milan, Chelsea e Manchester City). In alcuni studi, questi ultimi vengono giustificati

⁵ Miragaia, Dina, et al. "*Interactions between financial efficiency and sports performance: Data for a sustainable entrepreneurial approach of European professional football clubs.*" *Journal of Entrepreneurship and Public Policy* (2019).

affermando che tramite l'ingaggio dei giocatori più forti si riescano a raggiungere posizioni in classifica migliori, come vedremo successivamente.

Per rendere efficiente un'organizzazione è richiesta particolare attenzione nella gestione aziendale. Ad esempio, la capacità imprenditoriale del management è fondamentale per riuscire a raccogliere il massimo dei capitali disponibili (con le sponsorizzazioni, i ricavi commerciali, i diritti televisivi) e per attirare nuovi investitori. Questi ultimi tendono ad optare per quei club in grado di mostrare efficienza finanziaria accompagnata da soddisfacenti risultati sportivi. Anche il coinvolgimento dei fan diventa un aspetto essenziale, ciò richiede lo sviluppo di strategie di marketing in grado di portare i tifosi negli stadi indipendentemente dalla competitività del club. L'affluenza di un maggior numero di persone, oltre ad aumentare i ricavi, ha un impatto positivo anche sulle prestazioni della squadra.

Lo studio "*A combined methodology for the concurrent evaluation of the business, financial and sports performance of football clubs: the case of France.*"⁶ vuole trovare una relazione tra le prestazioni sportive, aziendali e finanziarie. Viene provato che i maggiori ricavi influiscono positivamente sui risultati sportivi e viceversa, generando un circolo virtuoso in grado di far crescere la squadra. Inoltre grossi fatturati non si traducono automaticamente in una migliore performance finanziaria, dato che la ricerca del successo può portare a miopia e quindi a prendere decisioni sbagliate. Detto in altre parole, il perseguimento degli obiettivi a breve termine possono distogliere l'attenzione dalla sostenibilità finanziaria di lungo (ad esempio il trasferimento di Cristiano Ronaldo alla Juventus). In questo senso risultano fondamentali le capacità di valutazione del management e il ruolo di vigilanza degli enti come la UEFA.

La ricerca "*The sky is the limit?! Evaluating the existence of a speculative bubble in European football*"⁷ indaga sulla presenza di una bolla speculativa nel calcio, in particolare in riferimento ai prezzi dei cartellini dei giocatori; inoltre gli autori elaborano delle riflessioni riguardo la stabilità finanziaria di questo sport in Europa. Il mercato, già caratterizzato da sovraindebitamento e bassa redditività, è stato messo in ulteriore difficoltà con la pandemia Covid-19. Innanzitutto è utile ricordare che i prezzi sono frutto di trattative tra i club,

⁶ Galariotis, Emiliós, Christophe Germain, and Constantin Zopounidis. "*A combined methodology for the concurrent evaluation of the business, financial and sports performance of football clubs: the case of France.*" *Annals of Operations Research* (2018).

⁷ Richau, Lukas, et al. "*The sky is the limit?! Evaluating the existence of a speculative bubble in European football.*" *Journal of Business Economics* (2021).

nonostante numerosi studi indichino che l'acquirente dovrebbe essere disposto a comprare ad un valore massimo che dipende dall'utilità marginale attesa che il giocatore sarà in grado di generare. Quest'ultima è influenzata da fattori che riguardano sia il club, ad esempio la rosa e le finanze a disposizione, sia l'atleta, ovvero il capitale umano (nazione, età, ecc.), le prestazioni (dati, statistiche, ecc.), la popolarità (*followers*) e l'impegno (chilometri percorsi nelle partite, gli studi dimostrano che ha un effetto marginale). Se le parti operassero a condizioni ottimali, entrambe massimizzerebbero il benessere, tuttavia i trasferimenti sono frutto di valutazioni soggettive ed è molto complicato calcolare l'utilità marginale attesa.

Secondo Treccani, una bolla speculativa è "un aumento anomalo del prezzo di un bene o di un'attività, reale o finanziaria, non giustificato dall'andamento dei fondamentali di mercato e tipicamente accompagnato da alti volumi di scambio, a cui fa seguito un crollo dello stesso nella fase di scoppio della bolla. L'incremento e la successiva caduta del prezzo possono essere ingigantiti e accelerati da fenomeni di speculazione finanziaria". Pertanto, l'elemento chiave di una bolla è l'insostenibilità dei prezzi che si traduce in un'implosione del sistema.

Il contesto calcistico europeo dell'ultimo decennio è caratterizzato da aumenti di ricavi e spese per i trasferimenti senza precedenti, dovuti, secondo gli autori, da tre shock esogeni (citati nell'articolo "*The sky is the limit?! Evaluating the existence of a speculative bubble in European football.*"): il sistema dei trasferimenti (modifiche legislative come liberalizzazione del mercato dei calciatori a partire dalla sentenza Bosman del 1995), un intervento normativo che ha rivoluzionato il processo di assegnazione dei diritti tv in Europa (per garantire una concorrenza leale) e l'ingresso di investitori finanziari privati. Questa iniezione di grandi quantità di liquidità nel mercato, dovuta anche dall'aumento dei premi in denaro delle competizioni internazionali, ha portato le squadre ad avere a disposizione sempre più soldi da spendere per nuovi giocatori.

I ricercatori utilizzano un modello (di Kindleberger-Minsky) che prevede 5 fasi: trasformazione (modifiche nel contesto che offrono nuove opportunità), scoppio (aumento dei prezzi accelera rapidamente), euforia (forte convinzione che la crescita sia inarrestabile), turbolenza finanziaria (a seguito di un evento apparentemente poco importante, inizia il calo dei prezzi), repulsione (discesa estremamente veloce dei prezzi finché un ente interviene a stabilizzarli).

Il limite principale è che lo studio non riesce a fornire una valutazione finale esatta, anche perché le bolle sono impossibili da prevedere in anticipo. Secondo gli autori non è ancora chiaro se il calcio in Europa abbia già raggiunto la fase di euforia, ma sembra improbabile dato che gli indicatori chiave non si accordano con le peculiarità del mercato e che sono già in vigore normative per evitare situazioni problematiche: le finestre di calciomercato fisse e brevi frenano la possibilità di grandi fluttuazioni e speculazioni, i giocatori possono essere tesserati al massimo in tre club a stagione e solo pochi manager hanno la facoltà di decidere sui trasferimenti (limitando comportamenti irrazionali o incompetenti). Ciò porta ad affermare che gli sportivi non possono essere parificati a beni speculativi, come lo sono ad esempio i prodotti finanziari che sono soggetti a numerosi scambi e fluttuazioni di valore. Inoltre i ricercatori sostengono che non ci può essere una bolla finché il crescente numero di spese per il calciomercato è accompagnato da un flusso di liquidità soddisfacente e perché i movimenti di cassa sono in gran parte basati su processi economici piuttosto che su meri comportamenti speculativi. Piuttosto viene definito come un “effetto ascensore”, in cui crescono sia le entrate sia le uscite, aiutate anche dal fatto che il circolo monetario è chiuso, quindi la maggioranza dei soldi immessi rimangono all’interno e vengono usati anche per più trasferimenti. Quindi viene definita come una bolla atipica, dato che manca il classico indebitamento crescente non coperto dalle entrate. Come notato in precedenza, in particolare la Premier League, la Bundesliga e La Liga sono stabili da questo punto di vista, mentre la Serie A e Ligue 1 dovrebbero monitorare con maggiore attenzione l’andamento finanziario dei club.

Per quando riguarda il calcio italiano, lo studio *“The governance and regulation of Italian football”*⁸, anche se datato (2010), descrive bene le problematiche che caratterizzano questo sport nel nostro paese. L’obiettivo è far notare e capire perché un calcio storico e vincente come quello nostrano presenti molte contraddizioni: basti pensare che nel 2006, quando è scoppiato il caso Calciopoli, la nazionale vinceva il mondiale, mentre l’anno dopo il Milan ha trionfato in Champions League. Gli autori affermano che “molti problemi del calcio italiano sono i problemi dell’Italia” e si chiedono se questi possono intaccare la competitività e l’attrattività. In conclusione elencano i punti di forza e debolezza del calcio nella penisola.

⁸ Hamil, Sean, et al. "The governance and regulation of Italian football." Soccer & Society (2010).

Punti di forza:

- Reputazione storica impareggiabile e riconoscimento internazionale.
- La Serie A è essa stessa un marchio conosciuto in tutto il mondo, ha quindi la capacità di generare ricavi commerciali molto elevati.
- Altissimo livello di interesse da parte del pubblico italiano, in grado di esprimere una passione difficilmente pareggiabile altrove.

Punti di debolezza:

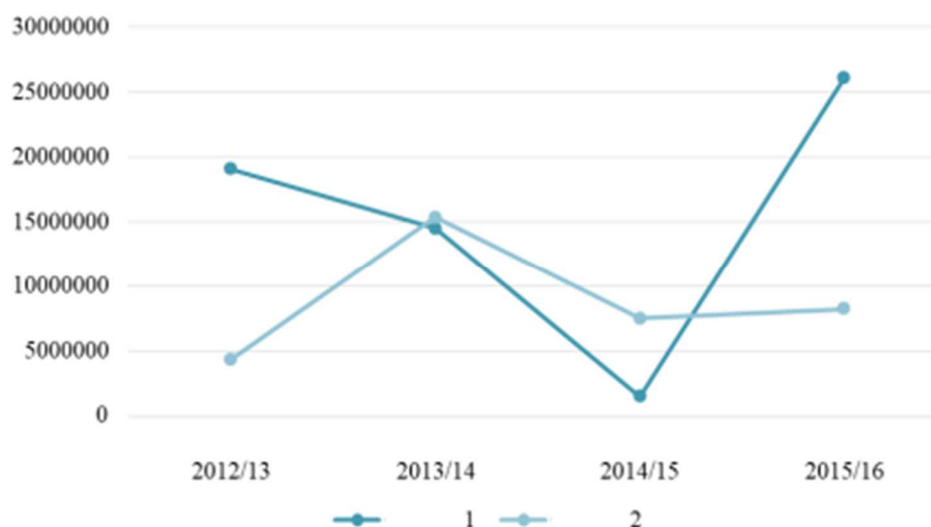
- La reputazione è offuscata dalla mancanza di fiducia sull'integrità del sistema, dovuta a seguito degli scandali avvenuti nel corso degli anni.
- Gli spettatori negli stadi sono in calo.
- Gravi problemi di disordini tra le folle, ad esempio scontri tra tifosi o fenomeni di razzismo.
- C'è stato un calo delle performance sportive delle squadre in Europa.
- Gli stadi sono vecchi, pericolosi, inadatti e inefficienti. Inoltre sono spesso di proprietà di terze parti e ciò frena gli investimenti e rinnovamenti.
- Scarsa redditività delle società.
- Il metodo di vendita dei diritti televisivi ha avvantaggiato un piccolo gruppo di club che sono cresciuti creando un divario importante con il resto.
- Il peso dei diritti tv nei bilanci è sproporzionato.
- Incapacità o riluttanza a far rispettare le sanzioni e regolamenti.

Si può notare come a distanza di più di 10 anni non sia cambiato molto. Rimane centrale il problema degli stadi e delle infrastrutture, dei disordini tra le tifoserie, le squadre non riescono a competere con i top team europei e, nonostante la situazione economica sia migliorata leggermente con l'introduzione del FFP, molte società presentano ancora debiti importanti. Il ragionamento proposto tornerà utile per spiegare l'interessamento di investitori esteri verso squadre italiane.

Da un punto di vista economico, lo studio *“Economic-financial dimension of Italian soccer teams and sports results: some relationships.”*⁹ analizza i dati dei bilanci delle società di Serie A dal 2012 al 2016, dividendole in un gruppo 1 composto dai top team (Milan, Roma, Fiorentina, Juventus, Inter, Napoli, Lazio) e un gruppo 2 con i rimanenti. I risultati seguono le orme degli studi effettuati sulle società europee e commentati precedentemente.

Come ci si può aspettare, essendo le realtà più grandi ed importanti, il gruppo 1 ha sia ricavi maggiori sia costi maggiori. Prendendo in considerazione l'EBITDA non si trovano dei trend delineati, si può notare però che i valori sono sempre positivi, in contrapposizione con i risultati finali. Paradossalmente, i top team chiudono con delle perdite medie più marcate rispetto al gruppo 2, in particolare pesano i bilanci disastrosi della stagione 2014/2015 di Inter (-73 milioni di euro) e Milan (-93 milioni di euro). Anche il ROA conferma la situazione, non riuscendo a presentare valori positivi per l'intero periodo in esame.

Immagine 10: EBITDA medio (in euro) diviso per i due gruppi. Fonte: articolo *“Economic-financial dimension of Italian soccer teams and sports results: some relationship.”*



⁹ Migliaccio, Guido, and Martina Maria Coreia. *“Economic-financial dimension of Italian soccer teams and sports results: some relationships.”* 12th Annual Conference of the EuroMed Academy of Business 2019.

Immagine 11: Trend dei profitti o perdite medie (in euro) diviso per i due gruppi. Fonte: articolo *“Economic-financial dimension of Italian soccer teams and sports results: some relationship.”*

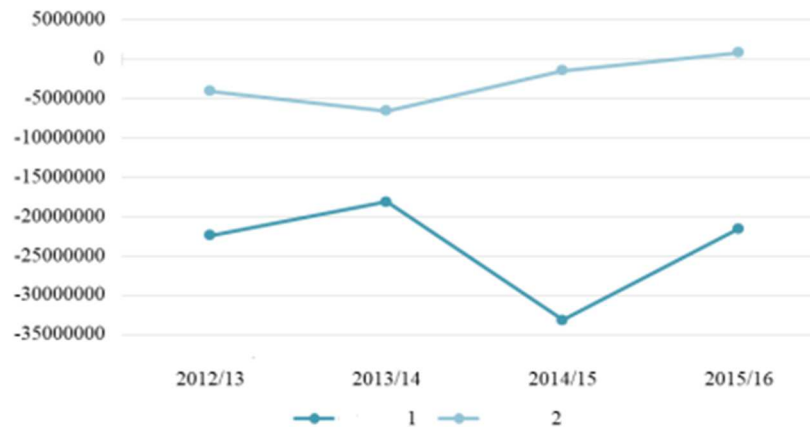
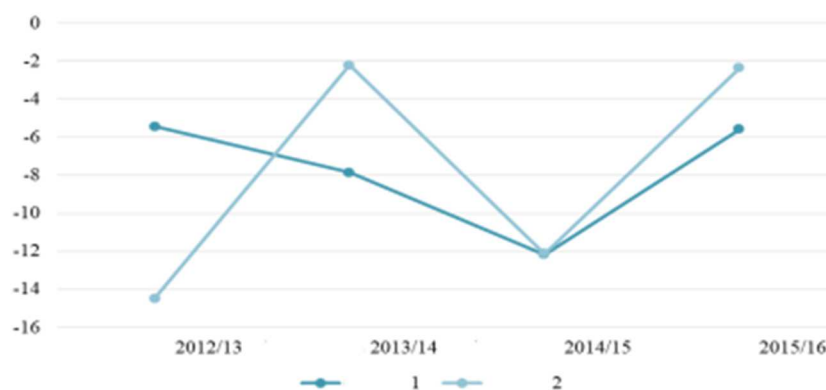


Immagine 12: ROA medio diviso per i due gruppi. Fonte: articolo *“Economic-financial dimension of Italian soccer teams and sports results: some relationship.”*



Riguardo alla situazione finanziaria, ovviamente la media del valore degli attivi e dell'*equity* è molto maggiore nel gruppo 1. Escludendo la prima stagione (dati del gruppo 2 influenzati dalla SPAL), la situazione debitoria è simile in tutti i club. Il capitale circolante netto (attività correnti - passività correnti) offre un'indicazione sulla sostenibilità finanziaria nel breve termine. Le squadre presentano valori medi negativi, sintomo di difficoltà nella gestione di liquidità, con il gruppo 2 che dimostra di essere migliore rispetto al gruppo 1. Anche il margine di tesoreria, che indica se l'azienda ha sufficiente liquidità (entro 12 mesi) per rispondere alle passività correnti (entro 12 mesi), conferma questa mancanza. In generale i valori sono più che negativi. L'unica eccezione è rappresentata dal Napoli che nelle ultime tre stagioni ha fatto registrare cifre positive. Secondo gli autori quindi, il gruppo 1 ha un bilanciamento adeguato tra fonti di finanziamento e investimenti nel medio-lungo termine, migliore del gruppo 2. Al contrario,

questi ultimi gestiscono la liquidità nel breve più abilmente. I grossi problemi del gruppo 1 evidenziati nel breve termine sono leggermente mitigati dai flussi in entrata più sostanziosi che sono in grado di far respirare le casse.

Immagine 13: Debt ratio (assets/net equity) medio diviso per i due gruppi. Fonte: articolo *“Economic-financial dimension of Italian soccer teams and sports results: some relationship.”*

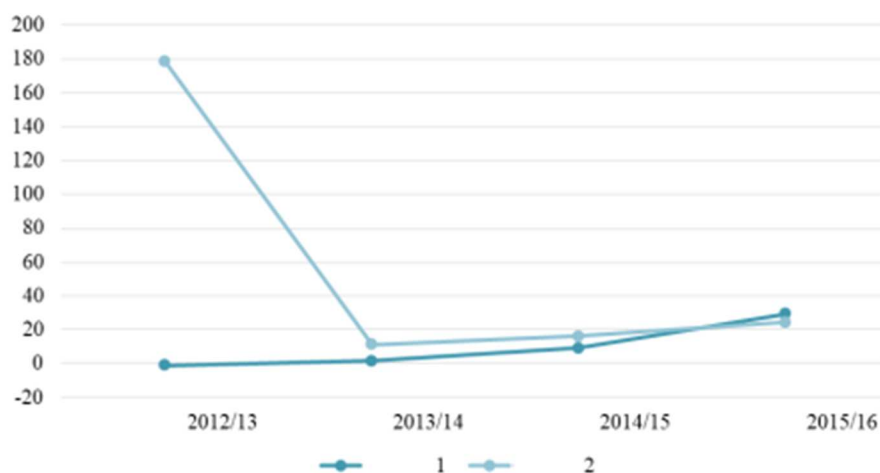
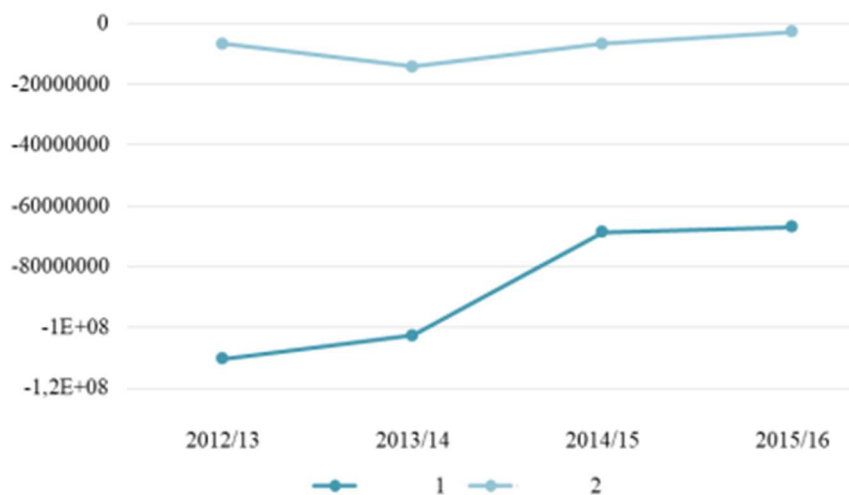


Immagine 14: Capitale circolante netto medio diviso per i due gruppi. Fonte: articolo *“Economic-financial dimension of Italian soccer teams and sports results: some relationship.”*



In conclusione, gli autori vogliono mettere in guardia i dirigenti, che spesso, spinti dalla passione o dalla fame di vittorie, tendono a sottovalutare gli squilibri finanziari che si vengono a creare sovrainvestendo oltre le proprie capacità. Inoltre, ove questi peccano, devono intervenire gli organi di controllo con sanzioni più severe.

1.2 Situazione finanziaria

In questo paragrafo verrà esposta una panoramica sulla situazione finanziaria del calcio in Europa, dove sono presenti i campionati e le squadre più forti e importanti al mondo. I dati sono presi da report redatti da società di consulenza riconosciute in tutto il mondo e molto attive nel settore calcio: *Football Money League 2023* (del 18/01/2023) è pubblicato annualmente da Deloitte e riguarda in particolare lo studio dei ricavi delle top 20 società che fatturano di più¹⁰; *Football Clubs Valuation Report 2022* (valutazioni di gennaio 2022) è un'analisi presentata ogni anno da Football Benchmark (guidata da Ace Advisory, *spin-off* di KPMG) e tratta in maniera più approfondita l'*Enterprise Value*¹¹ dei top 32 club europei¹² (i criteri di scelta sono: il club deve essere nella top 50 delle squadre europee per ricavi e nella top 50 prendendo come riferimento il coefficiente UEFA quinquennale¹³, se non soddisfa uno dei due può essere inserito se è nella top 30 dei team con il numero maggiore di *followers* nei *social media*¹⁴ il 01/01/22).

1.2.1 Impatto della pandemia Covid19 (stagioni 2019/20 e 2020/21)

L'arrivo inaspettato del virus Covid-19 ha colpito pesantemente, oltre che la salute delle persone, anche l'economia globale che si è trovata a fronteggiare una crisi peggiore di quella finanziaria del 2008. Tra le attività maggiormente colpite c'è stato sicuramente lo sport, sia a livello dilettantistico che ha dovuto interrompersi per limitare i contagi, sia professionistico dove ci sono state delle restrizioni agli eventi. I ricavi provenienti dalle attività legate allo stadio si sono azzerati completamente, comprendenti il costo del biglietto per la partita ma anche tutte le attività accessorie presenti nel parco commerciale della struttura (ristoranti, negozi, museo ecc.). Nell'industria calcistica, abituata ad una crescita costante, giocare a porte

¹⁰ Quando si parla di "top 20" si fa riferimento alla ricerca di Deloitte, quindi le 20 squadre con i ricavi maggiori nella stagione 2022/23. In ordine: Manchester City, Real Madrid, Liverpool, Manchester United, Paris Saint-Germain, Bayern Monaco, Barcellona, Chelsea, Tottenham, Arsenal, Juventus, Atletico Madrid, Borussia Dortmund, Inter, West Ham, Milan, Leicester, Leeds, Everton, Newcastle.

¹¹ Secondo la definizione di Borsa Italiana l'EV misura il valore di una società, noto anche come "valore dell'impresa". Vedi Cap. III.

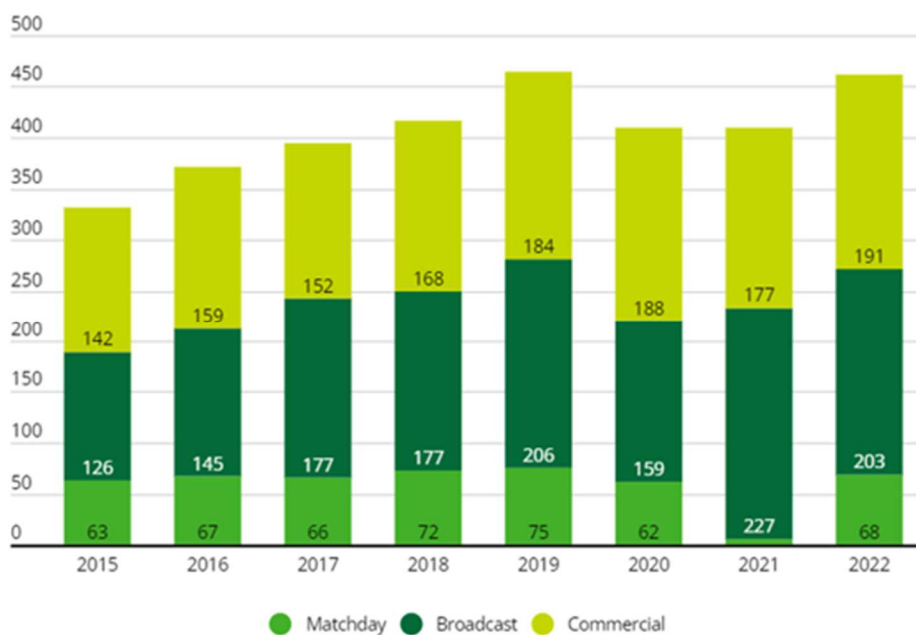
¹² Quando si parla di "top 32" si fa riferimento alla ricerca di Football Benchmark, quindi le 32 squadre con l'*Enterprise Value* maggiore calcolato a gennaio 2022. I club sono: Manchester City, Real Madrid, Manchester United, Barcellona, Liverpool, Paris Saint-Germain, Bayern Monaco, Chelsea, Tottenham, Arsenal, Juventus, Atletico Madrid, Borussia Dortmund, Inter, West Ham, Milan, Leicester, Everton, Aston Villa, Ajax, Eintracht Francoforte, Galatasaray, Lione, Porto, Benfica, Siviglia, Valencia, Villarreal, Roma, Atalanta, Lazio, Napoli.

¹³ Il coefficiente è un sistema utilizzato dalla UEFA ("unione delle federazioni calcistiche europee", organizza le competizioni europee) per classificare le squadre che partecipano ai tornei continentali in base ai risultati che ottengono.

¹⁴ Somma totale del numero di seguaci su Facebook, Twitter, Instagram, YouTube, TikTok e Weibo.

chiuse ha contribuito a danneggiare notevolmente i bilanci già precari di molte squadre: chi ha sofferto di più è il Barcellona con 95 milioni di euro di ricavi in meno (differenza tra i ricavi della stagione 18/19 e la media delle due successive), mentre in Italia è la Juventus con un calo di 43 milioni. Nonostante le entrate dei *matchdays* siano state interamente cancellate, sono state compensate dal maggior denaro incassato dai diritti TV (come si può notare nel grafico 1), consentendo così ai club di sopravvivere.

Grafico 1: Ricavi medi (in milioni di euro) generati dai top 20 club dal 2015 al 2022, suddivisi tra *matchdays*, diritti tv e sponsorizzazioni. Fonte Deloitte Football Money League 2023.



Per rendere più chiara l'idea degli effetti della pandemia, sommando i risultati finali di bilancio dei top 32 club si registra una perdita pari a 4,4 miliardi di euro tra le stagioni 2019/20 e 2020/21: il risultato peggiore è del Barcellona con -579 milioni, ma fa riflettere che in questa classifica negativa nelle prime 7 posizioni ci siano ben 4 club italiani (Roma -389, Inter -348, Juventus -300, Milan -291). Da evidenziare invece alcuni esempi virtuosi: Real Madrid, Bayern Monaco e Atalanta sono le uniche squadre ad essere riuscite a riportare degli utili in entrambi gli anni. Nei primi due casi ciò è stato possibile grazie al potere commerciale delle società, la squadra italiana invece ha potuto contare su un'ottima gestione e programmazione aziendale, che da anni contraddistingue i bergamaschi ed ispira altre realtà nostrane e non.

Le conseguenze si possono verificare anche andando ad analizzare come si è evoluto il valore dei team. *Football Benchmark* ha stimato una contrazione del 15% dell'*Enterprise Value* delle

top 32 squadre rispetto ai livelli pre-pandemia, dovuto soprattutto dall'elevata incertezza del momento, dai flussi attesi significativamente minori e dal fatto che sono venute a galla delle serie difficoltà nella gestione societaria. Infatti, secondo i dati del loro report del 2022, è stata registrata una riduzione su base annuale (rispetto alla stagione 19/20) dell'11% dei ricavi operativi aggregati, ovvero 2,7 miliardi di euro. Sempre a dimostrazione di un calo generale dei valori, la somma dei prezzi dei 500 giocatori più costosi è diminuita del 10% tra febbraio 2020 e aprile 2021.

Tabella 1: Evoluzione dell'Enterprise Value dal 2016 al 2022 nei top 10 club. Fonte *Football Benchmark*.

Club	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Real Mad...	EUR 2,905	2,976	2,920	3,224	3,478	2,909	3,184
Manches...	EUR 2,905	3,095	3,255	3,207	3,342	2,661	2,883
FC Barcel...	EUR 2,758	2,765	2,783	2,676	3,193	2,869	2,814
FC Bayer...	EUR 2,153	2,445	2,552	2,696	2,878	2,621	2,749
Liverpool...	EUR 1,273	1,330	1,580	2,095	2,658	2,284	2,556
Manches...	EUR 1,620	1,979	2,160	2,460	2,606	2,170	2,483
Chelsea FC	EUR 1,453	1,599	1,765	2,227	2,218	1,875	2,179
Paris Sai...	EUR 843	998	1,142	1,315	1,911	1,754	2,132
Tottenha...	EUR 801	1,011	1,286	1,679	2,067	1,708	1,912
Juventus ...	EUR 983	1,218	1,302	1,548	1,735	1,480	1,597

1.2.2 Situazioni finanziaria attuale dei club nelle maggiori leghe europee

Tabella 2: Top 10 club per Enterprise Value nel 2022. Fonte *Football Benchmark*.

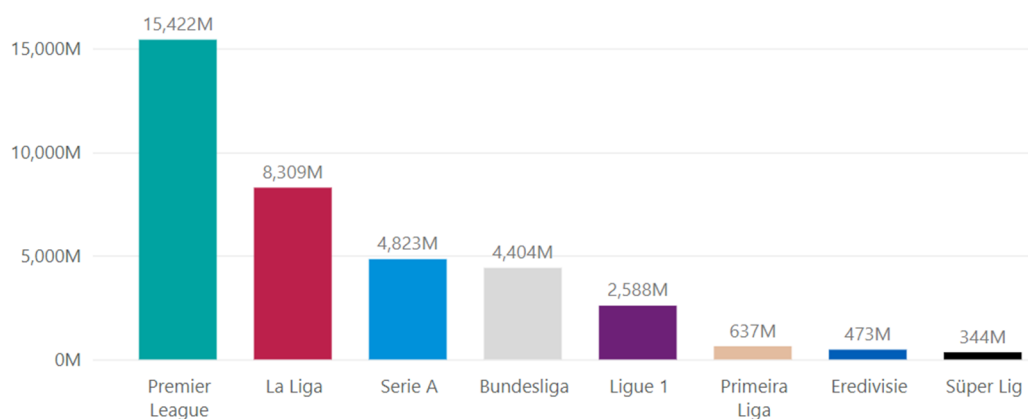
Rank	Club	League	Currency	Enterprise value (million)	Change in EV from 2021 to 2022	Change in EV from 2016 to 2022
1	Real Madrid CF	La Liga	EUR	3,184	9%	10%
2	Manchester United FC	Premier League	EUR	2,883	8%	-1%
3	FC Barcelona	La Liga	EUR	2,814	-2%	2%
4	FC Bayern München	Bundesliga	EUR	2,749	5%	28%
5	Liverpool FC	Premier League	EUR	2,556	12%	101%
6	Manchester City FC	Premier League	EUR	2,483	14%	53%
7	Chelsea FC	Premier League	EUR	2,179	16%	50%
8	Paris Saint-Germain FC	Ligue 1	EUR	2,132	22%	153%
9	Tottenham Hotspur FC	Premier League	EUR	1,912	12%	139%
10	Juventus FC	Serie A	EUR	1,597	8%	62%

Con il ritorno alla normalità nel 2022, la crescita dei club è stata del 10%, livello simile alla media del 11% degli anni 2016-2020. Nonostante ciò, il valore aggregato di queste squadre, pari a 37 miliardi di euro, rimane inferiore rispetto ai 39,7 miliardi del 2020: i valori minori sono giustificati dal fatto che ci troviamo ancora in una fase di ripresa dell'economia globale caratterizzata da grande incertezza, causata soprattutto dall'elevata inflazione (tasso di inflazione medio del 2022 in Europa superiore all'8%¹⁵) e un conseguente innalzamento dei tassi di interesse ad un livello che non si vedeva da decenni.

Le cifre dimostrano che i ricavi aggregati sono leggermente cresciuti (da 9,6 a 9,9 miliardi di euro), ma simultaneamente sono aumentate le perdite (il valore aggregato è passato dal 1,642 a 2,682 miliardi di euro) e il rapporto medio *stipendi/ricavi* (da 73% a 76%). I livelli dei fatturati della stagione 2021/22 sono tornati simili al 2019/20 (come si nota dal grafico 1). Per queste ragioni, la crescita degli EV¹⁶ non è necessariamente dovuta ai risultati finanziari, dato che gli operatori del settore basano le proprie valutazioni specialmente sulle aspettative future, come vedremo più avanti.

Il club con l'EV più alto è per il quarto anno consecutivo il Real Madrid (3,184 miliardi di euro; +9%), a completare il podio ci sono Manchester United (2,833 miliardi di euro; +8%) e Barcellona (2,814 miliardi di euro; -2%). Queste squadre sono sempre state nelle prime tre posizioni dal 2016, tranne per un'interruzione nel 2019 in cui è entrato il Bayern Monaco. Se allarghiamo la classifica però, la Premier League domina con ben 10 squadre su 32, componendo il 42% del totale e presentando un EV aggregato di 15,422 miliardi di euro.

Grafico 2: EV aggregato delle top 32 squadre nel 2022, suddiviso per campionati. Fonte *Football Benchmark*.



¹⁵ Secondo le stime di *Inflation.eu*

¹⁶ Enterprise Value.

Il campionato inglese continua a dimostrare la sua superiorità in campo ma anche fuori. I motivi sono diversi, uno su tutti è la potenza economica che hanno le società anglosassoni: i ricavi totali aggregati delle squadre raggiungono i 5,1 miliardi di euro, grazie sia a sponsorizzazioni molto redditizie, ma soprattutto ai diritti televisivi. La differenza fondamentale rispetto agli altri campionati sta proprio nella ripartizione di questi ultimi¹⁷: grazie alla competitività di molte squadre si riesce ad avere un campionato combattuto, divertente ed imprevedibile, ricco di grandi partite, un mix perfetto di intrattenimento che porta a vendere molto anche all'estero. La Premier League è così in grado di offrire un livello di visibilità mondiale molto raro da trovare, attirando sponsor vogliosi di mettersi in mostra globalmente e disposti a spendere ingenti somme di denaro per farlo. Questo permette ai club di guadagnare di più e investire cifre importanti per le strutture e soprattutto per i giocatori, rendendo le squadre ancora più forti. Si viene a creare quindi un circolo virtuoso che consente ai club di diventare molto potenti e rende difficile competere per i team degli altri campionati. Per questi ultimi diventa impossibile pareggiare le cifre offerte presentate dagli inglesi per i calciatori, diventando così delle "botteghe" in cui le società britanniche acquistano senza troppe difficoltà i *top player*, approfittando della loro volontà di giocare nella lega più prestigiosa al mondo e delle migliori offerte economiche presentate. Un altro esempio di superiorità si può riscontrare confrontando i 9,4 miliardi di euro di valore totale dei giocatori in Premier League, contro il secondo valore più alto, il campionato spagnolo con 5,4 miliardi, una differenza a dir poco incredibile.

Secondo il report di Deloitte, le top 20 squadre con le entrate maggiori nella stagione 2021/22 presentano ricavi aggregati di 9,2 miliardi di euro. Grazie ad una crescita del 13% rispetto alla stagione precedente, sono ritornati ai livelli pre-pandemia. Prevedibilmente l'aumento è stato trainato dalla riapertura degli stadi, i *matchday revenue* sono passati da 111 milioni di euro a 1,4 miliardi. Questi ultimi compongono il 15% del totale dei ricavi dei club, mentre il 44% deriva dai diritti tv ed il restante 41% da sponsorizzazioni (vedi grafico 1).

Il club con i ricavi maggiori è il Manchester City con 731 milioni di euro, squadra controllata da una *holding* la cui maggioranza è di proprietà di un fondo emiratino. A completare il podio

¹⁷ Approfondimento nel capitolo 2.2.2.

troviamo il Real Madrid con 713,8 milioni e il Liverpool con 701,7 milioni. La prima Italiana è la Juventus in undicesima posizione con 400,6 milioni di euro. Nella top 20 sono presenti 11 inglesi, 3 spagnole, 3 italiane, 2 tedesche e una francese. Le ultime tre squadre della classifica sono Leeds United, Everton e Newcastle United (tutte inglesi), le quali rientrano in questa graduatoria nonostante non partecipino nemmeno alle competizioni europee, a differenza di molti altri team di altri campionati che però non sono presenti nella graduatoria.

Entrando più nello specifico nella gestione operativa, alcuni club possono contare su una ricchezza finanziaria ineguagliabile grazie alle profonde tasche dei proprietari e quindi sono in grado di spendere cifre esorbitanti per giocatori di alto livello, permettendo di rimanere competitivi su ogni fronte. Altre società invece hanno imparato ad adottare un modello più sostenibile, che garantisce la competitività in campo ma allo stesso tempo anche un bilancio equilibrato. L'idea alla base di questo approccio è tanto semplice quanto complicata da mettere in pratica: investire nella ricerca di giovani talenti, coltivarli, farli crescere al meglio delle loro potenzialità e, se necessario, venderli quando raggiungono un valore elevato, generando così importanti plusvalenze e sostituendoli con nuove promesse. Il cosiddetto *"player trading"*, ossia la compravendita di giocatori, si è rivelata essere una fonte di guadagno molto redditizia. Come riporta Calcio e Finanza, secondo i dati di Transfermarkt, il Benfica ha venduto negli ultimi 5 anni calciatori per 840 milioni di euro, registrando un profitto di 480 milioni. La classifica delle maggiori plusvalenze derivanti dalla compravendita continua poi con Ajax con 360 milioni, Lione con 272 milioni, Salisburgo con 265 milioni e Lille con 255 milioni. Pur essendo costantemente bersaglio dei grandi club che acquistano i loro migliori giocatori, tutte queste squadre, grazie al loro modello di business, riescono a rimanere competitive a livello nazionale e a partecipare con successo alle competizioni europee, mantenendo per di più i bilanci sani.

Per tenere sotto controllo la situazione finanziaria dei club in Europa, la UEFA nel 2002 ha stabilito che essi dovevano ottenere una licenza per partecipare alle competizioni continentali. L'obiettivo era migliorarne la gestione e garantire maggiore trasparenza. I requisiti da soddisfare erano di diverse tipologie: sportivi, finanziari, legali, infrastrutturali e qualifiche personali. Questo però non è bastato: nel 2009 un rapporto della UEFA mostrava come più della metà dei 650 club europei non realizzavano profitti ed erano pesantemente indebitati. All'inizio dell'anno successivo infatti, per incrementare ulteriormente i controlli, è

entrato in vigore il *Financial Fair Play* (FFP). Il sistema delle licenze è supervisionato dal *Licensing Committee* mentre il FFP dal *Club Financial Control Body*.

1.2.3 Situazioni finanziaria attuale dei club nella Serie A

Per quanto riguarda il campionato nostrano, la prima società per EV è la Juventus, classificata decima a livello europeo, con un valore di 1,597 miliardi di euro. Da notare come un club storico e vincente come la Juventus, primo in Italia per numero di tifosi e trofei vinti, abbia un valore pari praticamente alla metà di quello del Real Madrid (al primo posto assoluto per EV). Anche guardando i ricavi il club di Torino domina nella penisola con 400,6 milioni, seguito dall'Inter con 308,4 milioni e il Milan con 264,9 milioni. Da sottolineare nuovamente che sommando i ricavi delle prime due, non si riesce a raggiungere la quota di 731 milioni che è in grado di fatturare il Manchester City, primo in Europa. Questo fa riflettere ancora una volta sul tema della differenza tra il calcio nostrano e quello inglese e il divario presente nei confronti dei top club europei.

Come precedentemente illustrato, nel 2022 la maggior parte delle squadre di Serie A ha presentato perdite da record (in primis Juventus con 239 milioni, Roma con 219, Inter con 140, Milan con 66). Per sopperire a questa situazione, le proprietà si sono ritrovate a immettere quantità importanti di liquidità nelle società: ad esempio i Friedkin hanno immesso 500 milioni nella Roma, mentre Exor 400 milioni nella Juventus. Questo quadro però non può dipendere solo dagli effetti degli stadi chiusi per Covid. Le difficoltà, invece, sono insite nella gestione societaria. Il problema più grave resta la rigidità della struttura dei costi, che per una società sportiva sono rappresentati in maggioranza dal personale. In questa situazione i club sono obbligati a vendere i calciatori migliori: il valore elevato del cartellino garantisce un'entrata importante che può essere usata per coprire le perdite o ripagare i debiti contratti. Inoltre, liberarsi della spesa ingombrante dello stipendio di questi giocatori, consente di ristabilire un equilibrio finanziario di breve, tagliando delle spese. Così facendo però, il rischio è di non avere una squadra competitiva in grado di lottare per i trofei nazionali e partecipare alle coppe europee (da cui derivano i guadagni maggiori).

Da evidenziare che dopo due anni di difficoltà finanziarie dovute dalla pandemia, per sistemare la situazione debitoria nei confronti dello Stato italiano, a dicembre 2022 è stata approvata la norma "salva-calcio", voluta fortemente dal presidente della Lazio e senatore

Lotito. Essa permette ai club di pagare le tasse non versate durante la pandemia¹⁸ spalmando il debito in sessanta rate per cinque anni, con l'aggiunta di una mora del 3% e nessuna sanzione. Un aiuto che ha fatto storcere il naso ad altri settori che sono stati abbandonati a sé stessi e che fa sorgere qualche domanda sui rapporti tra calcio e politica.

Tornando alla gestione societaria, negli ultimi anni alcune squadre hanno cercato di cambiare visione sviluppando un *business model* sostenibile finanziariamente pur mantenendo la competitività in campo. Il caso più rilevante è l'Atalanta: fino a un decennio fa era considerato un club medio e grazie a progettualità e intelligenza è riuscito ad affermarsi stabilmente tra i top team in Italia, centrando costantemente la qualificazione alle coppe europee; il modello è basato sullo *scouting* di nuovi talenti da far crescere e rivendere al momento giusto, così facendo sono riusciti a registrare negli ultimi anni plusvalenze totali per circa 200 milioni di euro, fondi poi utilizzati per finanziare nuovi cicli di giovani e per sviluppare le infrastrutture. A dimostrazione della sostenibilità finanziaria, i quattro bilanci più recenti sono stati chiusi con un utile, anche nelle stagioni influenzate dalla pandemia. Un'ulteriore prova di forza è la costruzione di uno stadio di proprietà, unica società insieme a Juventus e Udinese ad averne uno. A febbraio 2022 la famiglia Percassi (proprietaria dal 2010) ha venduto il 55% delle quote a Pagliuca (presidente del fondo Bain Capital e azionista dei Boston Celtics) per circa 275 milioni di euro, ma la gestione rimane alla famiglia italiana. Un altro esempio è il Milan: acquistato dal fondo Elliott nel 2018 con un debito di 195 milioni e una serie di risultati disastrosi in campionato, rivenduto dopo quattro anni al fondo RedBird con zero debiti bancari, uno scudetto vinto e il ritorno stabile in Champions League. Ennesimo sinonimo di virtuosità e sostenibilità è il Napoli: società che da quando è fallita ed è stata comprata da De Laurentis ha sempre presentato una stabilità finanziaria accompagnata da risultati sportivi più che soddisfacenti; negli ultimi due anni è stato dimezzato il monte ingaggi e nonostante ciò è riuscito a vincere lo scudetto nel 2023, sempre grazie ad una gestione accurata che ha puntato sui giovani e su un'idea di gioco vincente. Altri due club che meritano una menzione d'onore sono Sassuolo e Udinese, simili sotto più punti di vista: da diverso periodo hanno adottato questo *business model* basato su *scouting*, investimenti mirati e generazione di plusvalenze, entrambi hanno rinnovato il proprio stadio adeguandolo ai migliori impianti in Italia (lo stadio

¹⁸ Da gennaio a novembre 2022, a causa delle difficoltà dovute dalla pandemia, è stata data la possibilità di sospendere gli adempimenti relativi a ritenute, contributi, IVA e imposte sui redditi; si stimano circa 900 milioni di euro.

degli emiliani è di proprietà della Mapei, controllante e sponsor principale, mentre i friulani sono proprietari della Dacia Arena) e sono in grado di competere per le posizioni di medio/alta classifica.

Per quanto riguarda la vigilanza sui club italiani, il ruolo spetta alla “Commissione sulle Società di Calcio Professionistiche”, un ente subordinato alla Federazione Italiana Gioco Calcio (FIGC). Essa ha la facoltà di raccogliere tutti i documenti e i dati necessari per valutare la situazione finanziaria delle squadre e deve garantire che essi riflettano la realtà. Le società devono certificare di non avere debiti scaduti nei confronti del fisco, dei dipendenti o di altri club. L’ente supervisiona ed esamina gli indici finanziari come *valore della produzione/posizione finanziaria netta, patrimonio netto/totale attività, totale attività/totale passività*, e redige dei rapporti. Quando necessario può dare alcune raccomandazioni o addirittura rilasciare sanzioni.

Concludendo, in Italia sono presenti ancora numerosi problemi (come visto nell’articolo precedente “*The governance and regulation of Italian football*”): molti club presentano situazioni finanziarie discutibili (rese ancora più precarie dalla pandemia), c’è una mancanza di investimenti in infrastrutture, bisognerebbe riorganizzare la suddivisione dei diritti televisivi e applicare regole più ferree per il controllo sulla sostenibilità finanziaria. Nonostante ciò, non mancano degli esempi positivi e l’interessamento di diversi fondi nel campionato nostrano indica che comunque c’è una base solida da cui partire e del potenziale da sviluppare e sfruttare, magari con l’aiuto e la competenza manageriale di questi colossi il futuro potrebbe essere roseo.

1.3 Dalle proprietà storiche allo stato attuale

1.3.1 Tipologie di *governance*

Per capire la direzione che stanno prendendo i club a livello di proprietà, bisogna innanzitutto analizzare le tipologie di *governance* utilizzate e le cause che motivano la loro scelta.

Per cominciare, nel calcio professionistico europeo esistono normalmente tre tipi di forme giuridiche utilizzate¹⁹: le associazioni di soci, le società a responsabilità limitata e le società di

¹⁹ Secondo lo studio di Rohde, Marc, and Christoph Breuer “*The market for football club investors: a review of theory and empirical evidence from professional European football.*” European Sport Management Quarterly (2017).

capitali quotate in Borsa. Nelle prime i soci sono proprietari del club: in Germania molte società di calcio professionistiche rimangono registrate come tali, mentre l'autorità di regolamentazione spagnola ha permesso solo a quattro club (Real Madrid, Barcellona, Osasuna, Athletic Bilbao) di rimanere associazioni quando nel 1990 è stata introdotta la riforma per ridurre l'eccessivo debito delle squadre spagnole. In Inghilterra In Inghilterra gli assetti societari più diffusi sono la *Limited Liability Company* (simile alla nostra s.r.l.), che permette di evitare il fallimento dei proprietari, e la *Public Limited Company* (equiparabile alla s.p.a.) in cui il capitale è suddiviso in azioni. L'autorità di regolamentazione italiana ha permesso liberamente la trasformazione in società di capitali dopo il 1966, per poi renderlo obbligatorio nel 1981. Anche in Francia è stato richiesto ai club di variare la forma giuridica e diventare società private o quotate in Borsa.

In generale i modelli di *governance* si suddividono in chiusi o aperti e vengono selezionati in base alle esigenze specifiche delle proprietà e alle regolamentazioni vigenti.

Modello chiuso

In questo tipo di organizzazione gli azionisti di maggioranza hanno il controllo, quindi il potere è ristretto ad una cerchia limitata di persone, le quali apportano il capitale di rischio. Motivazioni valide per questi soggetti per intraprendere un'iniziativa nel mondo del calcio possono essere ad esempio il prestigio, la visibilità sociale, il ritorno economico (diretto ma anche indiretto, cioè grazie alla visibilità o sponsorizzazione che il calcio porta a un'attività imprenditoriale di proprietà) o il potere politico che si acquisisce. Modello diffuso particolarmente in Italia e Francia.

È il caso degli imprenditori che acquistano un club, ad esempio i grandi magnati o uomini d'affari come Abramovich o Berlusconi. In questa situazione la società viene gestita in maniera diretta e viene finanziata dalla molta liquidità a disposizione dei proprietari. Spesso è presente una spinta puramente passionale per la squadra o la sete di visibilità e di potere che essa è in grado di offrire. La struttura di *governance* risulta più snella, incentrata sulle decisioni del proprietario, che ha sempre l'ultima parola, e si basa molto su intuizioni ed esperienza. Egli può essere disposto a tutto pur di raggiungere il livello che vuole, anche a iniettare quantità spropositate di denaro. Questo tipo di gestione porta con sé un grado rilevante di incertezza. Fino a qualche anno fa, soprattutto in Italia, era molto presente la figura del presidente-

imprenditore di successo che comprava e investiva in un team. Al giorno d'oggi ormai sono rimasti in pochi, ad esempio si possono trovare De Laurentis, Lotito e Pozzo. La storica proprietà degli Agnelli con la Juventus si è evoluta negli anni, aprendosi a modelli di *governance* più aziendalisti.

La crisi finanziaria ha colpito anche il calcio, evidenziando le difficoltà dei presidenti a coprire le perdite e la necessità di cambiare il modello di gestione, adottando forme in grado di attrarre ulteriori capitali. Le difficoltà hanno richiesto alle proprietà un grosso impegno finanziario e conseguentemente, quelli che non erano in grado di rispondere o non lo ritenevano conveniente, hanno iniziato a vendere a magnati stranieri o a fondi di *private equity*. Un dato che fa riflettere è che in Italia dal 2000 sono fallite circa 180 società calcistiche professioniste²⁰.

Modello aperto

Con l'utilizzo di questo modello vengono coinvolti anche soggetti al di fuori degli azionisti di maggioranza. Esempi rilevanti si trovano in Germania e Spagna dove si è sviluppato il cosiddetto "azionariato popolare" (illustrato più avanti). In Germania è in vigore la regola del 50%+1 in cui la maggioranza deve appartenere al "popolo". Ad esempio, nel Bayern Monaco (prima potenza della Bundesliga) il 75% del capitale è di proprietà dell'associazione sportiva mentre il resto è diviso equamente tra i *main sponsors* (Allianz, Adidas e Audi); questi occupano quindi un ruolo di maggiore caratura, diventando partner veri e propri e contribuendo alla gestione sociale. Con il modello dell'associazione sportiva si può affermare che i tifosi sono i padroni: si tratta di una vera e propria democrazia, con l'elezione di un presidente e degli organi amministrativi, con i fan che svolgono un ruolo di vigilanza; non vi è scopo di lucro e gli utili devono essere reinvestiti per garantire un continuo sviluppo. L'obiettivo è di assicurare l'influenza dei tifosi nella gestione e proteggere una sana competizione alla pari (evitare che un investitore esterno spenda miliardi per vincere).

In Spagna la situazione era la stessa, per poi cambiare nei primi anni '90: le difficoltà finanziarie di molte squadre nella nazione hanno costretto lo Stato ad introdurre l'obbligo per le associazioni sportive di adottare la forma giuridica *Sociedad Anonima Deportiva* (SAD, società di capitali), nella quale la responsabilità dei soci veniva limitata alle rispettive quote. Questo

²⁰ Fonte <https://gianlucazanfi.wordpress.com/2021/08/04/societa-calcio-fallite-2000-oggi/>.

non ha comunque risolto le crisi esistenti, con molte squadre che continuavano ad indebitarsi mentre altre fallivano. Real Madrid, Barcellona, Athletic Bilbao e Osasuna, presentando dei bilanci sani, hanno potuto mantenere la forma di associazione. Proprio queste ultime negli anni hanno dimostrato maggiore stabilità, con Barcellona e Real Madrid che sono diventati i pilastri del calcio ispanico insieme all'Atletico Madrid. Gli altri team nel tempo non hanno ottenuto i risultati voluti, soprattutto perché la SAD non offriva una *governance* aperta e trasparente, ma anzi, permetteva gestioni più improntate a raggiungere gli interessi personali e non collettivi. Proprio per questo, ultimamente anche questi club stanno provando a tornare ad avere la forma di associazione.

Una possibilità che hanno le squadre è quotarsi in Borsa, così che chiunque possa acquistare delle quote ed entrare a far parte del club. In questi casi è richiesta maggiore trasparenza e chiarezza nei programmi da parte della direzione, dato che vengono influenzati un gran numero di *stakeholders*²¹. Un esempio nel nostro campionato è la Juventus, con la maggioranza di proprietà di Exor (posseduta dagli Agnelli). Questo metodo è utilizzato soprattutto per la facilità nel raccogliere grandi quantità di capitali, da cui però derivano maggiori controlli da parte delle autorità di vigilanza (ad esempio Consob). Un altro aspetto negativo è il rischio di mettere in primo piano i risultati finanziari e non quelli sul campo, al fine di soddisfare gli azionisti. Successivamente, nel corso dell'elaborato si analizzeranno degli articoli accademici incentrati proprio sulle società di calcio quotate.

Una pratica che si è diffusa negli anni è il cosiddetto azionariato popolare: gli azionisti sono soggetti non istituzionali e la maggioranza è detenuta dai tifosi. Essi eleggono un presidente e un comitato direttivo incaricati della gestione societaria (esempi: Barcellona, Real Madrid, Bayern Monaco); il comitato dei tifosi ha un ruolo di controllo. Il punto di forza più rilevante è la passione che spinge gli azionisti, non il risultato economico come in altri casi. D'altro canto però, proprio per questo, l'assetto societario che si crea potrebbe non essere scelto in maniera del tutto razionale e quindi c'è il rischio che non sia adatto a rispondere alle esigenze. Inoltre a seguito delle elezioni possono avvenire cambiamenti repentini che portano squilibri pericolosi. Ad esempio l'attuale presidente del Real Madrid, Florentino Perez, ha vinto l'elezione nel 2000 (dopo aver perso quella del 1994) facendo leva sull'amore

²¹ Secondo la definizione di Treccani sono "tutti i soggetti, individui od organizzazioni, attivamente coinvolti in un'iniziativa economica".

dei tifosi-soci per la loro squadra: durante la campagna elettorale ha promesso che in caso di vittoria avrebbe pagato la clausola rescissoria presente nel contratto del campione Luis Figo, rubandolo di fatto ai rivali del Barcellona; e così è successo, vittoria di Perez seguita da uno dei trasferimenti più discussi della storia del calcio.

1.3.2 Valutazioni e conclusioni

Dagli anni 90 sono iniziati i primi cambi di proprietà, passando dagli storici imprenditori legati al territorio, a ricchi consorzi, fondi sovrani o magnati in cerca non solo di profitto ma anche di visibilità e potere. Per evitare problemi, in *primis* la UEFA ha imposto dei regolamenti da seguire per garantire un livello qualitativo adeguato di gestione finanziaria, infrastrutture e sviluppo sostenibile (ad esempio il FFP). Entrando in particolare nei singoli campionati, ogni federazione nazionale ha adottato delle normative in base alle proprie esigenze e idee, seguendo le linee guida comuni a livello continentale.

In Bundesliga (Germania) è presente la regola del “50%+1” che prevede la conservazione in mano al club (quindi anche tifosi) della maggioranza dei diritti di voto, questo per evitare che degli esterni interessati sovrastino il bene del club per favorire scopi personali. Infatti, è praticamente impossibile che un fondo o un magnate comprino una squadra tedesca. Ci sono delle eccezioni nel caso in cui l’investitore abbia collocato risorse in modo continuativo per più di venti anni (ad esempio il Bayer Leverkusen e il Wolfsburg). Quello tedesco viene considerato l’esempio di maggiore successo e che negli anni ha sempre garantito sostenibilità economico-finanziaria e ottimi risultati sul campo (confermato dalle ricerche viste in precedenza). Inoltre è in grado di coinvolgere maggiormente i tifosi, le istituzioni e gli enti locali nella gestione delle società, rafforzando l’attaccamento dei club al territorio (ad esempio portando maggior occupazione, attività con i giovani, ponendo particolare attenzione a temi di sostenibilità e sviluppo, ecc.).

La Premier League ha sempre cercato di favorire la crescita commerciale del brand a livello mondiale, attraendo investitori stranieri e lasciando più libertà di manovra. Le strategie messe in atto hanno funzionato negli anni, dato che la maggior parte delle squadre inglesi non ha proprietà anglosassoni (15 su 20 sono straniere). Attualmente è sufficiente effettuare e superare un semplice test introdotto per combattere corruzione e favorire la trasparenza. Ma sembra esserci una rivoluzione alle porte, a inizio 2023 il governo ha mostrato l’intenzione di

creare un ente regolatore indipendente per supervisionare le squadre inglesi. Gli obiettivi principali sono riportare il tifoso al centro del calcio (ad esempio coinvolgendolo nelle decisioni in materia di cambio dello stemma, colori, nome, stadio, ecc.) e lo sviluppo di un modello finanziario sostenibile, modificando i test e le regole per iscriversi ai campionati o per acquistare i team. Inoltre si legge che il nuovo regolamento vuole *“impedire ai club inglesi di partecipare a nuove competizioni che non soddisfano criteri prestabiliti, in consultazione con la FA e i tifosi. Tali criteri potrebbero includere misure per impedire ai club di partecipare a competizioni separatiste a circuito chiuso che danneggiano il gioco nazionale, come la Superlega europea”*.

Anche nella nostra Serie A non sono presenti limitazioni ad investimenti stranieri, per questo negli ultimi anni abbiamo assistito a molti cambi di proprietà, con acquisti da parte di grossi imprenditori americani o fondi di investimento. Nella stagione 2022/23, tra le 20 squadre partecipanti alla Serie A troviamo 13 proprietà italiane, 5 americane, una canadese e una cinese; se prendiamo in considerazione però solo le cosiddette “big” abbiamo: Juventus (Agnelli - Italia), Napoli (Filmauro s.r.l. - Italia), Milan (RedBird Capital - USA), Lazio (Lotito - Italia), Inter (Suning Holding Group - Cina), Roma (Friedkin Group - USA), Atalanta (Bain Capital - USA), Fiorentina (Commisso - USA). Possiamo notare come la maggior parte dei club più importanti non sono in mani italiane ma bensì sono stati acquistati da investitori esteri. La situazione non cambia in Serie B, con ben 8 proprietà straniere su 20.

Secondo i dati di CIES²², a inizio stagione 2022/23, nel massimo campionato inglese il 75% delle squadre è di proprietà straniera, in Francia il 55%, in Italia e Spagna il 35%, in Germania 0% data la regola del “50%+1”.

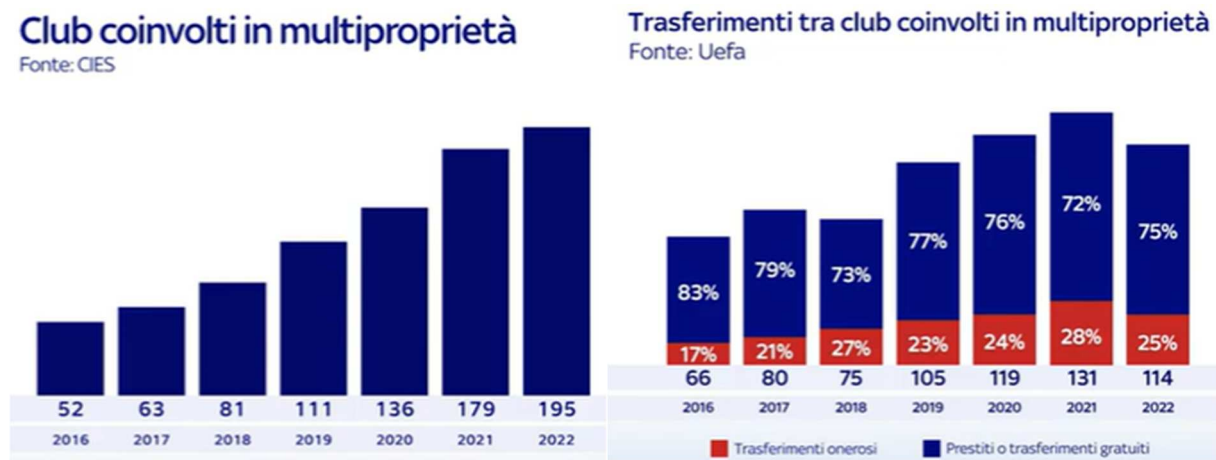
La letteratura²³ afferma che i modelli tedeschi siano maggiormente adatti per la creazione di valore dato che attirano più facilmente gli sponsor; tuttavia, si può sostenere che la regola tedesca del “50% + 1” costituisca uno svantaggio competitivo per i club tedeschi che partecipano alle competizioni UEFA, in quanto la normativa impedisce loro di beneficiare del

²² CIES “*International Centre of Sports Studies*”, organizzazione indipendente di ricerca e formazione sul mondo sportivo.

²³ Secondo lo studio di Rohde, Marc, and Christoph Breuer "The market for football club investors: a review of theory and empirical evidence from professional European football." *European Sport Management Quarterly* (2017).

potere di spesa dei grossi investitori privati. Al contrario, i sistemi aperti agli investitori hanno un forte impatto positivo sulla redditività perché l'obiettivo primario è massimizzare i profitti.

Un fenomeno che si è sviluppato esponenzialmente è la cosiddetta "multiproprietà", cioè il possesso in contemporanea di più squadre. I motivi sono diversi: da un punto di vista economico, le proprietà sono in grado di diversificare gli investimenti in molteplici campionati, pubblicizzare i brand in tutto il mondo per aumentare il potere negoziale, sfruttare delle sinergie ed economie di scala e centralizzare alcune funzioni; per quanto riguarda i vantaggi sportivi, si possono sviluppare calciatori nei club satellite o condividere le conoscenze.



Fonte: Football Benchmark – Sky Sport.

A conferma, se all'interno del gruppo è presente un club di punta, il vantaggio più rilevante è la possibilità di mandare i giocatori ad accumulare esperienza nei club satellite in leghe più piccole per poi richiamarli una volta maturati. Nel caso in cui si posseggono team di pari livello invece, vengono ridotti i rischi correlati alla competitività in campo o vi è l'opportunità di trasferire i giocatori in caso di infortuni o necessità. Altri pregi di questo modello sono, come abbiamo visto, la centralizzazione di alcune attività (finanza, marketing, ecc.) per rendere la struttura dei costi maggiormente efficiente e l'aumento del potere contrattuale (potendo contare su una copertura molto vasta e diversificata dei mercati).

D'altro canto però sono presenti anche delle difficoltà e criticità non indifferenti: la diversità dei contesti economici e legali, il rischio di diluizione del brand, i tifosi potrebbero reagire negativamente preoccupandosi della perdita dell'identità storica e culturale della squadra, la gestione delle aspettative dei fan, il loro coinvolgimento nella gestione societaria, gli ostacoli nel controllo di una struttura così complicata, bisogna poi porre particolare attenzione alla concorrenza tra team che condividono la stessa proprietà, dato che vi è l'impossibilità di

partecipare alla medesima competizione. Riguardo a quest'ultimo punto, nonostante le multiproprietà abbiano limitazioni a livello nazionale, le regole permettono la creazione di *holding* tra squadre di diversi campionati in giro per il mondo.

I due gruppi più grossi e importanti sono Red Bull (Lipsia, Salisburgo, New York, Brasil e Bragantino) e City Football Group (Manchester City, New York City, Melbourne City, Torque, Girona, Mumbai City, Lommel, Troyes, Palermo). Questi sono considerati un esempio di come le società di calcio possono essere gestite come vere e proprie aziende globali.

Il primo è presente nel mondo del calcio europeo con due club: il Red Bull Salisburgo, in Austria, e il Red Bull Lipsia, in Germania. Entrambi hanno avuto un notevole successo negli ultimi anni, grazie anche al particolare modello di gestione adottato. Esso si basa su una strategia di proprietà verticale, che implica un controllo completo e diretto sulla gestione del club, dalla scelta degli allenatori alle decisioni sul mercato dei trasferimenti. Inoltre, è fondamentale la formazione di giovani talenti, che vengono poi utilizzati nelle rispettive squadre o venduti a club di livello superiore per generare importanti plusvalenze. Da anni ormai viene investito molto denaro nella creazione di infrastrutture all'avanguardia, tra cui un centro di allenamento, un'arena di proprietà a Salisburgo e uno stadio moderno a Lipsia, che sono diventati punti di riferimento per il calcio europeo. L'obiettivo è creare nel lungo termine dei club di successo e sostenibili, costruiti intorno a un'identità di marca condivisa, con un marchio e un'immagine riconoscibili in tutto il mondo. Questo modo di operare viene poi riportato anche nelle altre squadre di proprietà del gruppo che militano in campionati meno riconosciuti a livello mondiale ma in forte espansione, come il team di New York RB in MLS negli USA. Tuttavia, l'ascesa del RB Lipsia ha suscitato molte polemiche e controversie in Germania, poiché il club è stato accusato di violare la regola del "50%+1. Ciononostante, il gruppo Red Bull ha trovato un modo per aggirare questa regola sfruttando un cavillo legale, ossia registrando il club come società sportiva e non come commerciale. Questo ha permesso al gruppo Red Bull di detenere la maggioranza delle azioni, investire ingenti quantità di denaro nel club e scalare le classifiche senza violare formalmente le regole della Bundesliga. Ovviamente non sono mancate le polemiche, in quanto alcune società tedesche si sono lamentate dell'ingiusto vantaggio competitivo che ha avuto grazie alle somme investite: la squadra, infatti, ha centrato la qualificazione in Champions League, arrivando seconda in

campionato, appena l'anno dopo la promozione nella massima serie tedesca. Un vero miracolo sportivo, forse.

Passando all'altro grande gruppo, il City Football Group (CFG) è una *holding* che possiede diverse società di calcio in tutto il mondo. È stato fondato nel 2014 dal Manchester City FC. Anche in questo caso, il modello di business è basato sull'acquisizione di club calcistici in tutto il mondo, con gli obiettivi di sviluppare talenti locali, creare sinergie tra le varie società e commercializzare il marchio globalmente. Inoltre investe in infrastrutture di alto livello per tutte le squadre di proprietà. Pure tale situazione non è scampata alle critiche: in primo luogo sono state rivolte diverse accuse di violazione delle norme del FFP, inoltre i tifosi hanno contestato la mancanza di identità dei club dovuta all'omologazione forzata per rappresentare l'unico grande brand, infine si recrimina l'influenza eccessiva del gruppo sulle decisioni del calcio mondiale.

Un esempio in Italia è il gruppo di proprietà della famiglia Pozzo, che comprende Udinese (Italia) e Watford (Inghilterra). Le due squadre sfruttano in maniera egregia le sinergie disponibili, come lo scambio di giocatori o staff in base alle necessità, consentendo così di ridurre i costi. Una delle chiavi del successo del progetto è la rete di *scouting* che si estende su scala globale: essa consente di identificare giovani talenti, acquistarli a prezzi convenienti, farli crescere e poi rivenderli per ottenere delle plusvalenze, riuscendo nel frattempo a competere nei vari tornei e mantenendo una stabilità finanziaria. Una differenza molto rilevante rispetto agli altri due gruppi è che le squadre hanno mantenuto la propria identità storica e si sono unite semplicemente per collaborare e crescere insieme.

Come abbiamo visto, per i team sotto il medesimo proprietario vi è l'impossibilità di competere nello stesso torneo. Per evitare problemi di concorrenza sono state introdotte delle limitazioni: in particolare l'articolo 5 del *"Regulations of the UEFA Champions League"* dice che *"nessun club che partecipa ad una competizione UEFA per club, può direttamente o indirettamente detenere o negoziare titoli o azioni di qualsiasi altro club che vi partecipi. Un membro di una Società che partecipa alle competizioni UEFA per club, non può essere allo stesso tempo coinvolto a qualsiasi titolo nella gestione, amministrazione o prestazione di qualsiasi altro club"*. Caso particolare è avvenuto nel 2017 quando Red Bull Lipsia e Red Bull Salisburgo sono stati ammessi alla Champions League, con il massimo organo del calcio in Europa che ha affermato: *"nessuna persona fisica o giuridica ha avuto un'influenza decisiva su"*

più di un club; in particolare l'influenza di Red Bull sul Salisburgo è stata notevolmente ridotta: sono state rimosse dal CdA alcune persone legate alla Red Bull (e che erano anche contemporaneamente coinvolte con il Lipsia), così come il presidente del CdA, legato a Red Bull, si era dimesso. Inoltre, è stato modificato l'accordo di sponsorizzazione tra Salisburgo e Red Bull (con spazi e cifre ridotte), così come è stato concluso l'accordo di collaborazione tra i due club e i diversi prestiti erano stati conclusi." Così facendo hanno trasformando la relazione tra la società produttrice di *energy drink* e la squadra austriaca in una normale sponsorizzazione, creando così un precedente ed una scappatoia in grado di aggirare il regolamento.

Tornando alle multiproprietà, in Inghilterra è presente una norma più stringente che non permette ad un soggetto di possedere un team inglese se ha già una quota superiore al 30% in un altro club nazionale. In Italia attualmente è possibile nel caso in cui le squadre siano in competizioni diverse, come ad esempio la situazione di De Laurentis che possiede Napoli e Bari o Setti che ha Verona e Mantova. Per Lotito invece, le circostanze erano differenti: dato che egli era già proprietario della Lazio, ha dovuto vendere in fretta e furia la Salernitana quando questa è stata promossa in Serie A nel 2021, accettando dei compromessi in termini di prezzo. Proprio per quanto successo in questo caso, da allora chi è proprietario di una squadra italiana non può acquistarne un'altra appartenente al territorio. Inoltre a partire dalla stagione 2028/29 ci sarà il divieto totale delle multiproprietà anche tra diverse categorie e non solo per le quote di maggioranza ma per qualsiasi partecipazione (quindi ad esempio De Laurentis e Setti devono disfarsi di almeno uno dei due club prima di tale data).

Per quanto riguarda i tipi di management, la ricerca "*The market for football club investors: a review of theory and empirical evidence from professional European football*"²⁴ studia le differenze tra le diverse gestioni proprietarie. Inizia confermando le caratteristiche già menzionate del calcio in Europa: poche barriere all'entrata, scarsa redditività nonostante l'aumento dei ricavi e diversità nelle tipologie di proprietà. Tutti questi motivi spingono gli investitori ad interessarsi sempre di più a questo sport. Da un'analisi dei dati disponibili, si nota come la presenza degli investitori privati, soprattutto stranieri, sia cresciuta negli ultimi decenni. Questi riescono a garantire performance finanziarie migliori: nella stagione

²⁴ Rohde, Marc, and Christoph Breuer. "The market for football club investors: a review of theory and empirical evidence from professional European football." *European Sport Management Quarterly* (2017).

2011/2012, i club di proprietà di investitori privati, rispetto alle medie del resto delle squadre delle prime due divisioni delle nazioni europee, hanno generato ricavi maggiori (+4%), hanno avuto una squadra con un valore di mercato più alto (+12%), hanno pagato maggiori salari (+11%) e sostenuto spese di trasferimento più elevate (+25%). Inoltre, gli investitori stranieri hanno alzato ulteriormente le medie, sia per ricavi (+67%) e valore rosa (+74%), ma anche spese per salari (+79%) e trasferimenti (+138%); vi è però una diminuzione dei profitti. Bisogna porre particolare attenzione però, perché se da un lato gli investitori possono aver migliorato le prestazioni finanziarie dei club, è anche vero che essi hanno acquistato soprattutto le squadre più grandi, quindi ovviamente le medie di cui sopra sono superiori rispetto al resto.

Le conclusioni proposte sono diverse. In primo luogo, un team interamente di proprietà dei soci (come in Germania) sembra essere un modello che solo pochi grandi marchi globali possono utilizzare rimanendo competitivi in modo sostenibile, dato che vengono generati ricavi soprattutto da sponsorizzazioni e *merchandising* e la crescita del fatturato è fondata su una forte base di tifosi che oltretutto si oppone regolarmente all'ingresso di investitori privati. Le risorse finanziarie necessarie possono provenire da entrate interne o da strumenti di finanziamento alternativi, come i *fan bond*. In secondo luogo, le quotazioni pubbliche hanno un impatto positivo sui ricavi a breve termine e sui risultati nel campionato nazionale, ma non è stato possibile determinare né un effetto sui ricavi a lungo termine né un effetto sui risultati internazionali nelle competizioni UEFA. Pertanto, questo modello può essere vantaggioso per i club dei campionati più piccoli che si concentrano principalmente sulle competizioni nazionali (ad esempio Danimarca, Turchia e Portogallo) o per i club tedeschi che non possono essere privatizzati a causa della regola "50% + 1". Al contrario però, i top club quotati in Borsa potrebbero prendere in considerazione l'idea di privatizzarsi per attrarre risorse aggiuntive (ad esempio Juventus o Roma). In terzo luogo, è stato dimostrato che i grossi investitori privati (come i grandi imprenditori) favoriscono gli investimenti delle squadre, la performance sportiva e i ricavi, ma portano a una minore redditività e aumentano la volatilità dei ricavi e i rischi nella gestione finanziaria. Inoltre, il successo dipende in modo critico dall'allineamento di interessi tra il club e il proprietario, ad esempio il Milan di Silvio Berlusconi ha ottenuto ottimi risultati durante la sua carriera politica dato che ha investito pesantemente nel club, ma quando ha iniziato a tagliare le risorse, ha sofferto di un drastico calo delle prestazioni (sportive e finanziarie).

Capitolo II: I FONDI

2.1 I fondi di investimento e di *private equity*

Come accennato in precedenza, negli ultimi decenni gli operatori finanziari hanno iniziato ad avvicinarsi sempre con maggiore frequenza allo sport. In particolare, tra i vari investitori istituzionali, i fondi di *private equity* sono quelli più attivi ed interessanti da approfondire. Cerchiamo di capire la differenza tra questi e i fondi di investimento e, successivamente, i motivi che li spingono ad investire nel mondo dello sport e nel calcio in particolare.

2.1.1 I fondi comuni di investimento

Secondo la definizione di Borsa Italiana “i fondi comuni di investimento sono istituti di intermediazione finanziaria che hanno lo scopo di investire i capitali raccolti dai risparmiatori. Il fine è quello di creare valore, attraverso la gestione di una serie di *asset*, per i gestori del fondo e per i risparmiatori che vi hanno investito”. Fanno parte della macrocategoria degli OICR (organismi di investimento collettivo del risparmio). Il patrimonio è suddiviso in quote a cui corrispondono in proporzione gli stessi diritti. Consentono agli interessati di investire in una vasta gamma di strumenti finanziari senza doverli comprare direttamente, ma acquistando semplicemente delle quote. Sono gestiti da professionisti ed esperti del settore finanziario che si occupano di selezionare e condurre gli investimenti all’interno del fondo. I guadagni sono divisi in maniera proporzionale in base al numero di quote possedute. Essi si possono classificare in diverse tipologie a seconda dei criteri che si intende prendere in considerazione:

Per modalità di accesso:

- fondi aperti: gli investitori sono completamente liberi sia di sottoscrivere delle quote sia di chiederne il rimborso in qualsiasi momento, seguendo le modalità previste;
- fondi chiusi: è possibile partecipare solo in caso di emissione di nuove quote, solitamente in periodi prestabiliti, quindi il patrimonio è meno variabile rispetto ai fondi aperti;
- fondi riservati: non consentono il passaggio delle quote tra soggetti diversi da quelli previsti. Solitamente questi sono tutti investitori qualificati.

Per tipo di asset:

- fondi immobiliari: investono nel mercato immobiliare e in diritti reali immobiliari;
- fondi mobiliari: a loro volta sono frazionati in:
 - azionari: posseggono principalmente azioni (minimo il 70%) mentre il resto sono altri strumenti (di solito obbligazioni convertibili). Sono più rischiosi e quindi più remunerativi;
 - obbligazionari: operano prevalentemente nel mercato delle obbligazioni e titoli di Stato. Vengono considerati più sicuri e quindi meno redditizi;
 - bilanciati: prevedono forme intermedie, investono sia in obbligazioni sia in azioni per equilibrarne i pregi;
 - flessibili: permettono la massima libertà di decisione ai gestori nella scelta degli investimenti;
 - monetari: investono principalmente in strumenti con scadenza inferiore all'anno e in liquidità.

Per politiche di gestione e investimento:

- *hedge fund*, detti anche fondi speculativi, sono molto rischiosi perché i gestori, grazie all'elevata autonomia, sono alla ricerca di rendimenti molto sostanziosi;
- fondi di fondi: investono in altri fondi;
- fondi sostenibili e responsabili: investono negli SRI (*Sustainable and Responsible Investment*, capitolo 2.3) e sono particolarmente attenti alle tematiche ESG (*Environmental, Social e Governance*, capitolo 2.3).

Per regolamentazione:

- armonizzati: vengono regolati a livello comunitario, garantendo maggiore trasparenza e tutela per gli investitori;
- non armonizzati: hanno meno restrizioni e sono quindi più rischiosi.

Comprare delle quote è utile ai piccoli investitori e risparmiatori che non hanno competenze o esperienza e decidono di affidarsi a degli esperti. Inoltre, dato che il fondo è attivo su diversi fronti, la sola partecipazione consente di diversificare il portafoglio e abbattere il grado di rischio. Altre motivazioni possono essere la qualità delle informazioni a disposizione, la

liquidità dell'investimento e i controlli effettuati sui soggetti abilitati. Non vi è però alcuna garanzia sulla restituzione del capitale o sui rendimenti, e questi dipendono esclusivamente dall'andamento del mercato. Generalmente vi sono costi di ingresso a carico dei sottoscrittori, costi di gestione legati all'amministrazione del fondo, costi di performance correlati ai risultati e costi di uscita in base alla vendita delle partecipazioni, infine tutti i rendimenti sono soggetti alla tassazione. Per quanto riguarda questo elaborato, i fondi di investimento hanno un ruolo marginale, ma comunque è utile capire le differenze con la prossima tipologia di fondi.

2.1.2 I fondi di *private equity*

Nel settore sportivo sono più attivi i fondi di *private equity*. Secondo la definizione di Borsa Italiana "sono una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (*high growth companies*), effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in Borsa. L'attività di *private equity* non comporta unicamente l'apporto di capitale di rischio, ma riguarda anche una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea imprenditoriale; fondamentale è l'apporto professionale dello stesso investitore nell'attività della società, di fatto questi partecipa alle decisioni strategiche dell'impresa apportando le proprie conoscenze ed esperienze professionali lasciando all'imprenditore e al management la gestione operativa. Lo stesso investitore istituzionale può essere una figura di prestigio dell'ambiente finanziario, comportando notorietà per l'azienda stessa e facendo sì che il mercato manifesti fiducia nella società al momento della sua quotazione. Se la società in cui si è investito ha successo, l'uscita dell'investitore istituzionale si ha quando essa ha raggiunto lo sviluppo previsto. Nel caso di insuccesso l'investitore abbandona quando si rende conto che non è più possibile risolvere la situazione di crisi. Il disinvestimento può avvenire con la quotazione in Borsa dei titoli della partecipata, con la vendita dei titoli ad un'altra società o investitore istituzionale, con il riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario o con la vendita a nuovi e vecchi soci. Quando l'investitore istituzionale entra in una società *high growth* durante la fase di *start up* si parla di "*venture capital*"."

Operano quindi raccogliendo capitali da investitori istituzionali e privati e li utilizzano per acquisire partecipazioni di controllo o minoritarie in imprese che presentano potenziali di crescita o di miglioramento della redditività. Il *private equity* viene infatti spesso utilizzato per

supportare le imprese in fase di espansione o ristrutturazione finanziaria. Anche in questo caso sono gestiti da professionisti altamente specializzati che, grazie alle competenze direttive e all'iniezione di nuove risorse, sono in grado di creare valore per poi rivendere le partecipazioni ad un prezzo maggiore e generare profitti. A differenza dei fondi di investimento però, si partecipa direttamente alla gestione della *target*.

I primi fondi di *private equity* sono nati durante gli anni '60 negli Stati Uniti quando alcuni investitori hanno iniziato ad acquistare imprese in difficoltà finanziarie per ristrutturarle e rivenderle ad un prezzo maggiore. In questo periodo si sviluppa una tipologia di acquisizione molto importate e che viene spesso utilizzata anche per operazioni odierne: il *leveraged buyout* (LBO, acquisizione con leva finanziaria). Secondo la definizione di Borsa Italiana, il LBO "consiste nell'acquisto di una società effettuato ricorrendo in misura maggiore all'indebitamento. Tale debito sarà successivamente rimborsato con gli utili futuri o attraverso la vendita di una parte dell'attivo patrimoniale della società acquisita. In genere, l'operazione si svolge costituendo una nuova società (detta *new company* o *NewCo*), caratterizzata da un forte indebitamento, e procedendo all'acquisto della società che interessa, detta *target*. A questo punto, di solito, si procede ad un'operazione di fusione per incorporazione tra le due società, con conseguente spostamento del debito sulla acquisita. Si parla, in questo caso di fusione e acquisizione (*Merger & Acquisition*, M&A). Di fatto, le operazioni di *leverage buy-out* hanno ad oggetto una società caratterizzata da una solida situazione patrimoniale; infatti, l'acquirente offre a garanzia dei finanziamenti ricevuti le azioni dell'acquisita o parte dei beni che ne costituiscono il patrimonio." In questo modo, dato che utilizza prevalentemente mezzi di terzi, l'investitore non deve investire una grande quantità di denaro per l'acquisizione e può ottenere un rendimento maggiore. Se da un lato non richiedono un esborso eccessivo di capitale da parte del compratore, dall'altro comportano un maggiore grado di rischio e richiedono una gestione attenta del debito e dei flussi di cassa. I LBO sono diventati popolari negli anni '70 e '80, ma ancora oggi sono una tecnica comune. Tornando ai fondi, dopo un periodo di stabilità, durante gli anni '90 si sono diffusi molto rapidamente grazie alle numerose opportunità di investimento e all'interesse degli investitori istituzionali come compagnie assicurative e fondi pensionistici. Negli anni 2000 hanno raggiunto una fase di maturità, con la creazione di fondi sempre più grandi e complessi e con la nascita di nuove strategie di investimento, come il *venture capital* e l'acquisizione di imprese in difficoltà. Dopo la crisi

finanziaria del 2008, il mercato ha subito un cambiamento di rotta, con un rallentamento nel numero di operazioni e una maggiore attenzione alla gestione dei rischi. Tuttavia, il settore è rimasto molto attivo e ha continuato a rappresentare un'importante fonte di finanziamento per le imprese. Oggi, sono presenti in tutto il mondo e investono in una vasta gamma di settori, tra cui l'energia, l'immobiliare, la salute e le tecnologie, diventando una forza sempre più influente nell'economia globale, con un volume di investimenti che ha raggiunto cifre record.

Tuttavia, questi soggetti sono bersaglio di numerose critiche e controversie. Innanzitutto si espongono ad un elevato grado di rischio in quanto cercano di massimizzare i rendimenti degli investimenti attraverso la gestione attiva delle imprese acquisite. In alcuni casi, i fondi di PE sono stati accusati di aver cercato di massimizzare i propri profitti a breve termine a discapito della sostenibilità a lungo dell'impresa, con conseguenze negative per i dipendenti, i fornitori e la comunità locale. Proprio per il loro modo di operare, possono causare incertezza e instabilità tra i lavoratori. Per raggiungere i loro obiettivi, potrebbero essere costretti a prendere decisioni scomode, come licenziare del personale o ridurre gli stipendi. Sempre per massimizzare i profitti, sono maggiormente portati ad utilizzare particolari manovre finanziarie e fiscali, ad esempio attraverso l'uso di debito per finanziare l'acquisizione di un'impresa e il successivo sfruttamento di deduzioni fiscali sugli interessi pagati. Alcuni fondi sono stati accusati di sfruttare queste opportunità fiscali per evitare di pagare le tasse dovute. È importante ricordare che non tutti i fondi di *private equity* sono coinvolti in queste controversie e che molti di essi seguono una strategia di investimento responsabile e sostenibile. Tuttavia, la natura stessa del settore, con il focus sui profitti a breve termine, può sollevare preoccupazioni sociali ed etiche.

Se da un lato entrambi hanno il fine di guadagnare dagli investimenti, dall'altro i fondi di investimento e di *private equity* presentano alcune differenze sostanziali: i primi hanno come scopo principale di ottenere un rendimento a lungo termine per i partecipanti, minimizzando il rischio di perdite; i secondi invece hanno obiettivi più ampi e cercano di migliorare la performance della società implementando nuove strategie, rendendole più efficaci ed efficienti o incrementando la redditività, creando così valore aggiunto. Inoltre, i fondi di *private equity* possono avere altri fini, come sfruttare le sinergie disponibili attraverso un gruppo di aziende, sviluppare nuovi prodotti o servizi al fine di massimizzare il potenziale di crescita e ottenere un vantaggio competitivo, o espandere globalmente l'attività offrendo il

supporto finanziario e manageriale necessario. Anche i modi di operare sono diversi: i fondi di investimento acquistano una moltitudine di strumenti finanziari, diversificando il portafoglio e cercando i rendimenti migliori, mentre i fondi di *private equity* comprano quote o intere società da ristrutturare o sfruttare per poi rivenderle. Ora si riesce a comprendere perché i fondi di investimento hanno un ruolo meno rilevante all'interno di questo elaborato, dato che essi si occupano semplicemente di compravendita di strumenti finanziari e non influenzano le gestioni delle società sportive. D'altro canto, invece, conoscere gli operatori di *private equity* è fondamentale per capire le operazioni che avvengono e le relative dinamiche. Non resta che analizzare perché questi operatori sono interessati al mondo dello sport in generale e in particolare al calcio.

2.2 Gli investimenti nello sport

Il primo motivo che spinge un fondo ad investire nello sport è semplice ed è lo stesso degli altri settori: il ritorno economico. Viene acquistata una società sottovalutata o che mostra del potenziale, per poi farla crescere e rivenderla. Gli impegni durano al massimo 10 anni: generalmente durante la prima metà si investe per migliorare la situazione aziendale, successivamente si incassano i proventi per almeno un paio di anni e poi si inizia a ragionare sulla cessione. Se l'esito non fosse conforme alle aspettative, si potrebbe decidere di liquidare l'azienda tempestivamente oppure di continuare a consentirne l'operatività, con la speranza di una ripresa del valore. Nello sport, infatti, capita spesso che una squadra possa fare molto bene in un anno senza che ci siano motivi specifici che lo giustifichino; questo potrebbe generare una bolla che verrebbe ulteriormente alimentata dagli stessi fondi, spinti a gonfiare i prezzi al fine di ottenere maggiori profitti. Un secondo motivo alla base di queste operazioni è la diversificazione del portafoglio. I fondi investono in una moltitudine di business che non hanno correlazione tra loro, cosicché se un settore presenta delle difficoltà è probabile che le eventuali perdite vengano bilanciate da un altro con rendimenti sopra le aspettative. Un altro vantaggio è che le società sportive hanno entrate stabili nel tempo, questo perché sono seguiti da miliardi di persone in tutto il mondo. Con una gestione accurata e più efficiente dei costi, si può creare facilmente valore aggiunto. Solamente un evento straordinario ed imprevedibile come la pandemia Covid-19 è riuscito a creare delle difficoltà, ma dopotutto è stata colpita la stragrande maggioranza delle imprese, danneggiando l'intera economia globale. La forza sta nel legame che si crea tra le squadre e i tifosi, con questi ultimi che sono disposti a comprare

i biglietti o gli abbonamenti televisivi per guardare le competizioni, oppure il *merchandising* per soddisfare il senso di appartenenza o supportare i propri beniamini. È proprio questa connessione che tiene in piedi tutto il settore; viene a crearsi un rapporto viscerale e indissolubile che rende difficile pensare ad una perdita di interesse così importante e rapida da mettere con le spalle al muro una società qualsiasi. I fan vengono considerati i clienti maggiormente fidelizzati, è difficile trovare una relazione così forte nelle aziende comuni. Per misurare questo fenomeno di espansione continua, soprattutto tra le nuove generazioni, è sufficiente analizzare il numero di *followers* nei vari *social media*. Nell'ultimo capitolo verrà esaminato questo aspetto, riportando i dati di Football Benchmark. A parere di chi scrive, richiamando le considerazioni del report appena citato, la crescita esponenziale che prosegue ormai da anni dipende da diversi fattori:

- il successo della squadra: i tifosi amano veder vincere il proprio team. Le squadre vincenti sono quelle con più seguito anche nei *social media*.
- Il coinvolgimento: i fan devono sentirsi parte della comunità, questo può avvenire chiedendo opinioni su certi temi come stadio, maglie, stemmi ecc.
- la presenza nei *social media*: aumentare l'interesse con video, immagini e *post* di qualità o collaborazioni con artisti o *influencer*. È necessario soprattutto per attrarre le generazioni più giovani. Negli ultimi anni sono state pubblicate delle serie tv che raccontano le stagioni sportive concluse, mostrando i dietro le quinte e scene inedite: alcuni esempi nel calcio possono essere la Juventus e il Manchester City, in altri sport la Formula 1 e la Moto GP.
- la personalità degli sportivi: i tifosi amano seguire i loro atleti preferiti, tanto che essi diventano delle vere e proprie *star*. Sportivi del calibro di Cristiano Ronaldo (*account* Instagram più seguito al mondo), Messi, Micheal Jordan, LeBron James, Hamilton sono riusciti a costruire attorno al loro nome dei veri e propri brand. Il loro trasferimento è in grado di incrementare di diversi milioni il numero di *follower* dei profili *social* delle nuove squadre. Ad esempio, l'approdo dell'attaccante portoghese all'Al-Nassr FC ha fatto esplodere l'*account* Instagram del team, che è passato da 860 mila *follower* a 3,1 milioni dopo sole nove ore dall'annuncio.

Ci sono poi altre motivazioni che spingono ad investire nello sport. Si aprono le porte a interessanti opportunità di *networking*, dato che si entra in contatto con numerosi soggetti

diversi, tra cui investitori, sponsor e aziende. Può essere migliorata l'immagine del brand del fondo, ad esempio portare al successo un club accresce la reputazione e mette in luce le capacità manageriali dei gestori. I fondi possono supportare lo sviluppo tecnologico e le innovazioni che le squadre ricercano per competere, ad esempio gli ingegneri di una scuderia di Formula 1 possono sviluppare delle novità da utilizzare poi anche in altri ambiti. Sono però presenti degli ostacoli che riguardano in particolare le norme e regolamenti. In alcuni paesi il procedimento è più semplice rispetto ad altri (in Germania la regola "50%+1" non permette il controllo a soggetti esterni), di conseguenza gli operatori sono maggiormente presenti in certe nazioni, come Italia e Francia, piuttosto che in altre. D'altro canto ci sono alcuni rilevanti fattori di rischio da prendere in considerazione prima di investire in questo settore: da un punto di vista sportivo, la dipendenza del prezzo dalle performance della squadra e il rischio di infortuni causano delle incertezze non indifferenti; mentre in generale, bisogna valutare attentamente le fluttuazioni di mercato, i cambiamenti normativi e la gestione della liquidità. Da non sottovalutare anche la visione che i tifosi hanno dell'operazione, nel caso in cui i fan non la vedano di buon occhio ci potrebbero essere delle conseguenze pesanti e scomode.

Dopo aver indagato sui motivi e i rischi di questi investimenti, vengono analizzati i lati positivi e negativi dal punto di vista della *target*. Innanzitutto si può affermare che generalmente i fondi mettono a disposizione elevate quantità di denaro e ottime capacità manageriali. Grazie al supporto finanziario, le squadre possono ad esempio sviluppare infrastrutture moderne, accedere a tecnologie migliori o ingaggiare nuovi atleti per aumentare la competitività. L'esperienza manageriale può sistemare alcuni dei problemi presenti all'interno della gestione societaria, rendere le aziende più efficienti, colmare lacune finanziarie, ottenere linee di credito a condizioni migliori. In aggiunta, può essere sfruttata la rete di contatti del fondo per cercare nuovi sponsor o partner o per incrementare la visibilità. Per contro, i fondi possono esercitare un'eccessiva pressione per raggiungere i risultati finanziari desiderati nel breve termine e questo può portare a scelte di decisione sbagliate o sfavorevoli nel lungo; ad esempio, perseguendo l'obiettivo dei profitti potrebbe essere messa in difficoltà la situazione finanziaria della squadra. Ma soprattutto l'acquisizione di una società sportiva può comportare rischi significativi per la sua identità e tradizione. I tifosi possono percepire tale cambiamento come una minaccia alla cultura sportiva e all'identità storica, con la conseguente perdita di coinvolgimento da parte degli stessi. Inoltre, i fondi possono essere

meno impegnati nella comunità locale e meno attenti alle interazioni con i fan, stimolando un ulteriore allontanamento dalla squadra. La situazione è simile a quella esposta precedentemente nel caso delle multiproprietà.

2.2.1 Investimenti nelle leghe

Gli investimenti nel mondo dello sport non sono più rivolti esclusivamente alle singole società, ma sempre più spesso coinvolgono intere leghe o competizioni. Questo avviene principalmente perché gli investitori vedono in questo tipo di operazioni dei rischi minori. Infatti, il focus degli investimenti non è tanto sui risultati sportivi, quanto sulla valorizzazione del prodotto "campionato" e la monetizzazione delle attività correlate, che oltretutto risulta in genere più redditizia. In aggiunta, il potenziale di crescita di un'intera lega è maggiormente sfruttabile rispetto a quello di una singola squadra, permettendo lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi (ad esempio cambiando i format, aggiungendo nuove competizioni o più gare). Gli investitori hanno maggiore controllo sulle decisioni chiave, come la gestione dei diritti, i regolamenti, il calendario e hanno una forza politica maggiore con gli sponsor. Infine, la governance delle leghe solitamente è più strutturata, organizzata e trasparente rispetto a quella dei singoli club, quindi si incorre di rado in problemi nascosti in fase di trattativa. È necessario però uno sforzo consistente per far guadagnare popolarità all'intero campionato e gestire tutte le questioni che devono mettere d'accordo decine e decine di soggetti. Oltretutto in determinati contesti il peso politico delle squadre può influenzare determinate decisioni.

Le leghe più importanti e meglio strutturate al mondo sono quelle americane. Negli Stati Uniti lo sport genera un fatturato di circa 75 miliardi di dollari all'anno. Le *major league* rappresentano infatti un'importante alternativa agli investimenti nel calcio. Secondo Forbes il valore medio di una franchigia americana è circa 3 miliardi, mentre quello di una squadra europea è attorno ai 300 milioni. Se a livello organizzativo le competizioni del vecchio continente si sono avvicinate molto a quelle degli USA (distaccandosi gradualmente dalla governance delle federazioni sportive nazionali), dall'altro le differenze sono molteplici. Le leghe a stelle e strisce vengono "protette" da fattori esterni che possono portare squilibri: sono campionati chiusi, con pochi partecipanti e non esistono le retrocessioni, quindi il rischio legato alle performance sportive della squadra viene meno (nel calcio è molto rilevante invece); i ricavi vengono spartiti equamente tra i team (nel calcio in base alle performance); inoltre sono presenti regole particolari come i *draft*, restrizioni alle proprietà (no

multiproprietà) e al debito, i limiti salariali o altri *budget cap* che di fatto vanno a limitare la libertà operativa dei partecipanti per rendere le competizioni più equilibrate e avvincenti. Queste caratteristiche permettono innanzitutto di avere delle società solide da un punto di vista finanziario, in secondo luogo riescono ad attrarre un maggior numero di fan, ottenendo una vasta visibilità e generando maggiori introiti. Analizzando gli studi "*Goal! Profit maximization versus win maximization in soccer.*"²⁵ (approfondito successivamente) e "*Organizational differences between US major leagues and European leagues: implications for salary caps.*"²⁶, si nota come a differenza delle squadre europee negli USA viene adottato un approccio orientato alla massimizzazione del profitto. Questa prospettiva è interessante perché da un punto di vista puramente sportivo, vincere è l'unico obiettivo, mentre sembrerebbe che da un punto di vista economico l'equilibrio del campionato sia preferibile. Paradossalmente sono proprio gli americani, fautori della libera concorrenza, che cercano di limitarla perché in una situazione in cui un singolo soggetto domina verrebbe meno l'attrattiva della competizione e conseguentemente i ricavi totali. Secondo "l'ipotesi dell'incertezza del risultato", i fan preferiscono assistere a partite e campionati dall'esito incerto, quindi per offrire un prodotto di valore una squadra necessita di avere rivali potenti e una lega in grado di coordinare la competizione. I dati dello studio dimostrano che le sponsorizzazioni generano il 15% del fatturato totale, mentre i diritti televisivi addirittura il 45%. Per avere un'idea delle cifre, la NFL ha assicurato la vendita di questi ultimi per il periodo 2023-2033 per una cifra che si aggira intorno ai 110 miliardi di dollari (Calcio e Finanza). Tuttavia ci sono ancora dei margini per migliorare l'internazionalizzazione, visto che il fatturato estero rappresenta solo il 16% per l'NBA e il 6% per l'NFL, mentre ad esempio per la Premier League è il 46%. A prova della stabilità finanziaria del sistema americano, nel 2019 la quasi totalità dei club delle *major league* ha chiuso la stagione in positivo e la metà ha generato margini maggiori del 20%. Si può affermare quindi che, almeno da un punto di vista finanziario, il modello americano funziona decisamente meglio di quello del calcio europeo in cui la stragrande maggioranza delle squadre è costantemente in perdita.

²⁵ Garcia-del-Barrio, Pedro, and Stefan Szymanski. "*Goal! Profit maximization versus win maximization in soccer.*" *Review of Industrial Organization* (2009).

²⁶ Dietl, Helmut M., et al. "*Organizational differences between US major leagues and European leagues: implications for salary caps.*" 2011.

Lo studio “*On the control of competitive balance in the major European football leagues*”²⁷ valuta l’idea secondo la quale la concorrenza aiuta lo sviluppo di una competizione, cercando di capire se per i campionati europei possa valere lo stesso ragionamento delle leghe americane. Viene dimostrato come negli anni si sta perdendo sempre di più la concorrenza nelle serie maggiori, con gli stessi team che continuano a dominare. Le autorità sportive sembrano non interessarsi a questo problema, nonostante sia strettamente correlato a questioni importanti quali: rendere la competizione più attraente per i telespettatori e sponsor, maggiore soddisfazione dei tifosi in caso di vittoria, la scelta dei giocatori di cambiare squadra e la gestione delle quote degli scommettitori. Oltre al FFP e all’aumento del numero di squadre, secondo gli autori è auspicabile che gli organi competenti prendano in considerazione ulteriori strumenti. Alcuni esempi possono essere le misure adottate dalle *major league* americane, come un *salary cap*.

Dopo aver compreso i motivi e gli effetti delle operazioni in questo settore, sarà più facile capire le transazioni avvenute. Da anni ormai i fondi sono attivi in diversi fronti. Una ricerca del 2021²⁸, ha calcolato che gli operatori di *private equity* hanno investito circa 13 miliardi nello sport, escludendo le successive iniezioni di liquidità. Il patrimonio totale dei principali fondi è circa 1.000 miliardi di dollari, il peso dello sport è l’1,3%, in linea con la percentuale raccomandata che un risparmiatore dovrebbe investire per avere un portafoglio ben diversificato. In generale, tra i fondi più attivi ci sono CVC Capital Partners, Silver Lake, Ares Management, Arctos Sport Partners e RedBird Capital Partners; gli ultimi due si occupano esclusivamente di investimenti nello sport. Il valore totale delle operazioni effettuate in squadre o campionati è raddoppiato dal 2018 (3,3 miliardi di dollari) al 2021 (7,1 miliardi di dollari). Alcuni *deal* degni di nota sono: la vendita nel 2016 della Formula 1 dal fondo CVC a Liberty Media per una cifra intorno agli 8 miliardi di dollari, generando un rendimento del 500%; nello stesso anno l’UFC è stata acquistata da Endeavor per 4 miliardi di dollari; sempre CVC ha comprato il 27% della *Premiership Rugby* inglese per 200 milioni di sterline, l’anno seguente il 28% della competizione Pro14 per 120 milioni di sterline ed infine, nel 2021 il 14,5% del torneo Sei Nazioni, per un totale complessivo investito nella palla ovale di circa 780 milioni di dollari. Altre due importanti operazioni del fondo inglese, dopo il fallimento

²⁷ Avila-Cano, Antonio, and Francisco Triguero-Ruiz. "On the control of competitive balance in the major European football leagues." *Managerial and Decision Economics* (2023).

²⁸ Ricerca dello studio ENCA pubblicata sul Sole 24 Ore.

dell'accordo con la Serie A, sono l'investimento nelle *media company* create con La Liga e la Ligue 1, che verranno trattate successivamente. Nel 2022 il fondo RedBird ha comprato il Milan per 1,2 miliardi di euro.

2.2.2 Investimenti nelle squadre di calcio

Il calcio si è evoluto molto negli ultimi 50 anni, passando da un semplice sport a un vero e proprio business. La maggior parte dei club ora sono società di capitali, società quotate o sono finiti in mano ad investitori stranieri. Secondo parte della letteratura, però, la tipologia di organizzazione non influenza direttamente i risultati finanziari. Il tema fondamentale riguarda i due motivi che spingono i proprietari ad investire ingenti quantità di capitali: il ritorno monetario collegato alle performance finanziarie o il ritorno emotivo derivato dal successo sul campo. Come vedremo successivamente, vi sono ancora dei dubbi relativi agli obiettivi perseguiti dai soggetti che gestiscono i club: la maggioranza propende per la massimizzazione delle vittorie, tipica dei campionati europei, mentre qualcuno sostiene che si operi massimizzano i profitti come nelle leghe americane. Nonostante ciò, è possibile trattare allo stesso modo i due tipi di investitori, dato che nel caso uno persegua la soddisfazione emotiva, aumentare il valore economico del team e conseguentemente migliorare la redditività non danneggerà sicuramente l'utilità; all'opposto, chi cerca di generare profitti non sarà lesa dalle vittorie del team, anzi, tutt'altro.

In particolare, i fondi di *private equity* hanno iniziato ad interessarsi al calcio a partire dalla fine degli anni '90, anche se gli investimenti più significativi sono avvenuti in tempi più recenti. L'attenzione è stata motivata principalmente dall'aumento della popolarità del calcio come sport a livello globale e dalla crescente importanza economica dei club. Sono presenti diverse possibilità rispetto agli investimenti nel pallone, ma considerando solo le opportunità che garantirebbero gli stessi ritorni e visibilità, le *major league* americane sembrerebbero l'unica reale alternativa.

Ci sono diversi modi a disposizione di un fondo per entrare in questo settore, anche se normalmente viene acquistata una quota del club per partecipare attivamente alla gestione societaria, migliorarne la condizione ed incrementarne il valore. Generalmente gli investitori operano con un fine speculativo, quindi nella maggior parte dei casi l'obiettivo è rivendere ad un prezzo maggiore per generare dei profitti. È raro che eseguano operazioni con l'intento di

ottenere maggiore visibilità o per passione, situazione più comune tra i magnati o i grandi imprenditori. In ogni caso, la storia, il numero e l'attaccamento dei tifosi possono essere sfruttati per altri scopi e attività del fondo. Inoltre è un ottimo mercato in cui effettuare operazioni essendo un settore in espansione continua dato che, come visto in precedenza, presenta un tasso di crescita medio che si aggira intorno al 10% annuo ormai da diversi decenni. Per giunta si tratta dello sport più popolare al mondo, con un livello di passione e interesse difficilmente comparabile, che offre un enorme potenziale di monetizzazione attraverso sponsor, *merchandising* e ricavi degli eventi.

Nell'ultimo periodo, grazie agli effetti della pandemia, si sono presentate diverse possibilità stimolanti per gli investitori. Molti club hanno accentuato le già presenti difficoltà finanziarie, soprattutto in termini di liquidità, sono calati i ricavi e i valori delle rose, inoltre il clima di incertezza e l'aumento dei tassi di interesse hanno contribuito alla svalutazione dei prezzi delle squadre. Gli ultimi due fattori hanno concorso anche alla diminuzione dell'attività in generale dei fondi, che successivamente però si sono ritrovati ad avere a disposizione delle risorse in eccesso e a valutare diverse opportunità su cui investire.

Ci sono però alcune barriere all'entrata per i soggetti interessati ad entrare in questo mondo:

- Le norme e i regolamenti che le leghe e le associazioni nazionali e internazionali stabiliscono; queste richiedono una conoscenza dettagliata e uno sforzo non indifferente. Ad esempio la regola del "50%+1" presente in Germania.
- Ci possono essere delle difficoltà di accesso nelle compagini societarie; ad esempio le squadre più popolari e vincenti potrebbero non avere nessuna intenzione di vendere.
- Sono presenti elevati rischi finanziari dovuti alla volatilità e imprevedibilità dei risultati sportivi che possono compromettere la riuscita dell'operazione; ad esempio non centrare la qualificazione per le coppe europee porta ad una perdita importante di ricavi.
- Potrebbero esserci dei conflitti di interesse con i club o *stakeholders*.
- Ci sono numerosi fondi e altri investitori interessati ad entrare nel settore. La forte concorrenza comporta soprattutto l'innalzamento dei prezzi.

Il primo motivo per cui i fondi acquistano un club di calcio è la speculazione: il *target* ricercato è una società sottovalutata, che presenta un ottimo potenziale di sviluppo o ha difficoltà

finanziarie. Dopo aver effettuato un'attenta analisi, i gestori capiscono come estrapolare il valore nascosto in essa, la accompagnano nello sviluppo, per poi rivenderla e trarne dei profitti. Inoltre, si è visto come questo sport sia in grado di garantire una crescita continua negli anni che, se accompagnata da una gestione accurata dei costi, abbassa il rischio di svalutazione del club, quindi in caso di rivendita futura il prezzo sarà sempre maggiore a quello di acquisto. Per giunta, l'introduzione delle nuove misure legate alla stabilità finanziaria (come il FFP) hanno reso le società più sane economicamente rispetto al passato, richiedendo agli investitori un minore esborso di capitale per riequilibrare la situazione. Secondariamente vi sono altri motivi: ad esempio la visibilità, la possibilità di sfruttare sinergie, di creare rapporti di partnership con una moltitudine di soggetti o migliorare la reputazione. In conclusione vale il ragionamento di cui sopra per lo sport in generale, sia per le opportunità offerte sia per i rischi possibili.

Un club con potenziale inespresso e con elevato fabbisogno finanziario, da un lato, ed un investitore pronto ad apportare risorse e competenze, dall'altro, potrebbe apparire un matrimonio perfetto. In realtà mettere in pratica le politiche necessarie alla creazione di valore è assai complicato. I gestori, nella maggior parte delle operazioni, devono riuscire a stravolgere la società e renderla in grado di generare reddito e autofinanziarsi. Le strade praticabili sono due: creare una squadra competitiva per puntare a vincere, conquistando nuovi sponsor, tifosi e fette di fatturato, crescendo quindi come organico; oppure, partendo da una situazione di inefficienza, ridurre i costi e gestire meglio le risorse, migliorando così l'operatività aziendale. La prima strategia è quella che richiede un esborso maggiore di risorse. Solitamente viene usata nelle squadre già affermate nelle zone alte della classifica e che hanno bisogno di fare l'ultimo passo. Il rischio maggiore è che in caso non si raggiungano gli obiettivi prefissati, le perdite saranno molto importanti. La seconda strategia invece può essere adottata da qualsiasi club, indipendentemente dalle dimensioni o obiettivi. Sicuramente è più complicata della precedente, soprattutto perché ridurre i costi comporta una perdita di competitività sul mercato dei giocatori, che si traduce in una squadra potenzialmente meno forte; inoltre, richiede delle conoscenze e competenze di gestione maggiori. Non è possibile affermare quale delle due strategie sia la migliore in assoluto, dato che la decisione dipende da una moltitudine di variabili come il singolo contesto, gli obiettivi, la capacità di spesa ecc.

Escludendo Germania e Spagna dove le norme sono più restrittive, La Liga e la Premier League sono mercati ormai maturi e con prezzi folli, non rimangono molte alternative. L'Italia e la Francia possono contare su un passato glorioso e diverse squadre al top in Europa, ma molte presentano grossi problemi finanziari, aggravati ulteriormente dalla pandemia, offrendo così potenziali occasioni di mercato. In particolare gli investitori sono interessati al campionato nostrano, che per ora sembrerebbe restare un passo avanti a quello francese. Se da un lato si potrebbe pensare che essi siano attratti dagli ottimi guadagni con gli stadi o diritti tv, la realtà è ben diversa: è l'arretratezza rispetto alle altre top competizioni europee che lo rende così appetitoso. L'idea alla base dei fondi che investono in Italia è sistemare la situazione finanziaria delle squadre e investire nelle infrastrutture. Un esempio di operazione di successo è quella relativa al Milan e Elliott: il fondo acquisisce le quote del club nel 2018, dopo la mancata restituzione da parte dell'imprenditore cinese Yonghong di un prestito di 303 milioni che gli sarebbero serviti per completare l'acquisizione del club di Milano, e nel 2022 chiude la vendita al fondo RedBird. La situazione inizialmente non era delle migliori, né sportivamente né finanziariamente. Durante la nuova gestione, il management è riuscito a riportare in positivo il patrimonio (da -36 milioni del 2018 a 131 nel 2022) e a diminuire costantemente le perdite (da 126 milioni del 2018 a 66 nel 2022). Inoltre il Milan, dopo anni di risultati deludenti sul campo, è stato in grado di tornare in Champions League e vincere uno scudetto. L'unico neo rimane lo stadio di proprietà, in programma ormai da diversi anni ma ostruito dalla burocrazia italiana.

Quando si parla di investimenti nel calcio è doveroso aprire una parentesi su un fenomeno sempre più diffuso nel mondo del pallone europeo e non solo: gli investimenti provenienti dai Paesi del Medioriente. Il primo accordo risale al lontano 2004, quando l'Arsenal ha siglato una partnership con Emirates Airlines, compagnia aerea di proprietà del governo degli Emirati Arabi, in cui sono stati versati 100 milioni di sterline. Il contratto, della durata di 10 anni, prevedeva il cambio del nome dello stadio in Emirates Stadium e l'inserimento del logo Fly Emirates sui kit della squadra. Nel corso degli anni successivi, la società aerea ha poi ampliato gli investimenti nel calcio, aggiungendo nel portafoglio squadre come il Milan, il Paris Saint-Germain, il Real Madrid e molte altre. Ma è con la crisi del 2008 che si sono presentate delle importanti opportunità. Da un lato le banche e le economie europee si sono rivelate molto deboli, dall'altro i fondi del medio oriente avevano l'esigenza di smobilizzare grosse quantità

di moneta estera, investendole nel mondo occidentale. Proprio in quell'anno infatti, il Manchester City è stato acquistato dall'Abu Dhabi United Group, di proprietà del principe emiratino Mansur bin Zayd Al Nahyan. Al momento dell'operazione, la squadra di Manchester versava in cattive condizioni, stagnando a metà classifica da anni, ma grazie ai capitali investiti è riuscita a risollevarsi e tornare tra i top team europei. Tra questi ultimi vi è anche il Barcellona, un club storico e con un'identità molto marcata, che fino a qualche anno fa si rifiutava di inserire gli sponsor nelle maglie, ma di fronte all'offerta di centinaia di milioni di Qatar Airways ha ceduto. Il Qatar negli ultimi anni ha espresso un interesse molto importante per il pallone, culminato nel 2022 con l'organizzazione del mondiale di calcio, nonostante le numerose polemiche riguardanti la corruzione e il rispetto dei diritti umani. Nel 2010 una società del capo di stato Tamim bin Hamad al-Thani ha acquistato il Paris Saint-Germain, un club di rilevanza mondiale situato in una città simbolo, dove la comunità musulmana è molto presente, con l'obiettivo di promuoverne la crescita e farlo diventare uno dei più grandi d'Europa. Oltre agli Emirati Arabi e il Qatar, anche l'Arabia Saudita si è attivata negli ultimi anni. L'acquisizione nel 2021 del Newcastle per circa 300 milioni di sterline da parte del fondo sovrano PIF ha reso il club inglese il più ricco al mondo. Secondo le stime effettuate al momento dell'acquisto, il fondo possedeva un patrimonio di 430 miliardi di euro, una cifra 10 volte superiore a quella dei proprietari del Manchester City e ben 50 volte tanto quella dei proprietari del PSG.

Le operazioni di investimento più rilevanti da parte di Paesi del Medio Oriente sono state fatte soprattutto in Inghilterra, Francia e Spagna, mentre in Germania è presente la regola del "50%+1" che non permette l'acquisto della maggioranza di un club e l'Italia sembra non attirare particolari attenzioni, ad eccezione del Palermo che è entrato a far parte del City Football Group. Non è semplice capire i motivi che tengono distante gli investimenti arabi dal calcio nostrano, soprattutto considerando come invece i fondi americani sono ben propensi. Secondo gli esperti, una delle motivazioni è lo stato delle infrastrutture sportive rispetto agli altri campionati, oltre ai guadagni da diritti tv che sono decisamente inferiori rispetto alla concorrenza. Le squadre italiane sono perfette per l'approccio dei fondi americani che cercano *target* da ristrutturare e rivendere per monetizzare rapidamente, mentre gli arabi sono alla ricerca di società stabili che garantiscono un valore saldo nel tempo. Tuttavia, i Paesi mediorientali sono molto presenti in Francia, in un campionato molto simile a quello italiano,

caratterizzato da una situazione finanziaria precaria e infrastrutture arretrate. Probabilmente le differenze culturali hanno un ruolo chiave nelle scelte di investimento, considerando la presenza di numerose comunità mediorientali e musulmane in Francia, mentre l'Italia è la sede del cristianesimo.

In conclusione, è importante sottolineare le ragioni che spingono questi Paesi a entrare nel mondo del pallone. Sebbene possa sembrare che le ragioni economiche, tipiche dei fondi di *private equity*, siano ininfluenti perché gli sceicchi si trovano ad iniettare quantità ingenti di capitali senza pensare alle perdite, questo non è del tutto vero. Le nazioni mediorientali hanno un'economia basata interamente sul petrolio e, non essendo una risorsa infinita e alla luce della crescente attenzione globale verso la sostenibilità, essi si trovano costretti a diversificare il portafoglio e investire in progetti alternativi per garantire un futuro alle nazioni. Oltre al calcio, sono attivi in altre competizioni di fama mondiale come la Formula 1, la Moto GP, il golf, il tennis. D'altro canto, apparire in questi sport globali con un seguito di milioni di tifosi, offre la possibilità di pubblicizzare i Paesi e, in certi casi, modellare un'immagine distorta a seconda delle necessità, utilizzando una pratica nota come "*sportwashing*". Questa strategia sfrutta lo sport per ripulire l'immagine negativa percepita dall'esterno e migliorare la reputazione, ad esempio per distogliere l'attenzione dalla situazione dei diritti umani, delle libertà fondamentali o di altre condotte immorali o illecite. Quindi per queste nazioni che non godono certo di un'ottima fama, non vi sono solo motivi economici, ma anche geopolitici.

2.2.3 Investimenti nei diritti televisivi

Agli inizi degli anni '80 le reti televisive britanniche BBC e ITV si rifiutavano di trasmettere le partite di squadre che esponevano degli sponsor nelle loro maglie. All'epoca il numero di emittenti era limitato, quindi godevano di un forte potere contrattuale. La situazione è cambiata drasticamente con la liberalizzazione del settore, che ha favorito l'ingresso di nuovi operatori, e il progresso tecnologico, che ha permesso di trasmettere sia via satellite sia tramite Internet. Un'altra differenza fondamentale è che in quel periodo non era nemmeno concepita l'idea di trasmettere il calcio inglese all'estero, mentre oggi i canali internazionali pagano un terzo del totale percepito dalla Lega per i diritti tv. I cambiamenti si riflettono nei numeri: nel 1983 le televisioni pagavano 2,6 milioni di sterline per mostrare le partite della Premier League, mentre per la stagione 21/22 sono stati incassati dalle squadre oltre 3 miliardi di sterline. Come dimostra il grafico 1, i ricavi da diritti tv rappresentano quasi la metà degli

incassi dei club, questo spiega il grande interessamento che hanno in questo business diversi fondi e investitori. Inoltre il metodo di ripartizione di essi risulta fondamentale per i bilanci delle società. Il campionato inglese è sicuramente l'esempio da seguire, nella stagione 2021/22, sono stati distribuiti oltre 3 miliardi di euro, contro i 939 milioni in Italia. La squadra nostrana con entrate maggiori derivanti da diritti tv è l'Inter con 84 milioni di euro, seguito da Juventus e Milan con 77, mentre all'ultima posizione troviamo il Venezia con 26. In Inghilterra invece il primato è del Manchester City con 187 milioni di euro mentre all'ultimo posto troviamo il Norwich 116,4 milioni di euro, cifra maggiore del 38% rispetto all'Inter. Questo confronto impietoso da un lato fa riflettere, dall'altro aiuta a chiarire il perché della differenza abissale che c'è tra i ricavi delle squadre dei due campionati.

Entrando più nel tecnico, la distribuzione in Serie A dei ricavi avviene per il 50% in parti equivalenti mentre la restante metà in base a dei criteri prestabili: audience media 8%, biglietti e abbonamenti 12%, risultati storici 5%, ultimi cinque campionati 10%, classifica finale ultimo campionato 12%, punti finali ultimo campionato 3%. Per quanto riguarda il campionato inglese, anche in questo il 50% viene distribuito in parti uguali, il 25% in base ai risultati sportivi e il resto in base alle infrastrutture (stadio, centro sportivo). Una differenza importante sta nel fatto che vengono usati due metodologie differenti per i diritti tv nazionali e quelli internazionali.

Gli investimenti nei diritti tv, per le motivazioni di cui sopra, stanno attraendo un grande numero di operatori finanziari. In particolare, nel caso della Serie A, le maggiori difficoltà economiche delle squadre rispetto agli altri campionati, ha allertato banche e fondi di investimento, che sembrano realmente intenzionati ad offrire del capitale, principalmente attraverso prestiti di lunga durata, richiedendo come garanzia proprio i diritti tv. Entrando nello specifico, negli ultimi anni si sta valutando l'ingresso di soggetti terzi per far rendere il potenziale di immagine inespresso della massima competizione nostrana. Ad oggi sono tre le tipologie di offerte discusse: una linea di credito a livello di campionato, distribuendo così la cifra a tutte le squadre partecipanti; l'ingresso di un fondo in una *media company* che verrebbe creata appositamente (come l'idea di CVC nel 2020); una via di mezzo con capitale e debito, con un contributo monetario minore perché la *media company* gestirebbe solamente i diritti tv e commerciali a livello internazionale. In particolare, le due banche statunitensi Goldman Sachs e Jp Morgan (quest'ultima era pronta a finanziare il progetto della Superlega) si sono

rese disponibili a investire circa un miliardo di euro nel calcio italiano, con la creazione di una *media company* sui diritti televisivi. A gennaio 2023 De Siervo (l'amministratore delegato della Serie A) ha presentato all'assemblea della Lega l'offerta della seconda banca, che intende mettere a disposizione tra i 700 milioni e un miliardo di euro in finanziamenti bancari, con i diritti tv a garanzia dell'operazione. Essa è stata seguita da un'altra offerta di prestiti a lungo termine da parte di Goldman. L'idea presentata è simile a quella proposta nel 2020 dall'ex presidente della Lega Calcio Dal Pino per supportare le casse delle squadre, che prevedeva l'acquisto da parte del fondo CVC del 10% della *media company* per un valore intorno a 1,7 miliardi; il progetto è poi arenato in Italia (e messo in pratica in Spagna e Francia), sia per delle opinioni contrarie da parte di alcuni presidenti delle squadre, sia perché Juventus, Inter e Milan avevano accettato l'offerta di DAZN e stavano organizzando in segreto la Superlega. Queste tre squadre, insieme alla Roma, sono quelle che necessitano maggiormente di iniezione di capitali dati i problemi di bilancio e legali. Mentre ad esempio i presidenti di Lazio e Napoli (già contrari nel 2020) non hanno le stesse urgenze. Questi ultimi sono riusciti a gestire efficientemente le finanze a disposizione grazie ad una migliore lettura del contesto esterno, riuscendo ad accompagnare la sostenibilità finanziaria con risultati più che sufficienti sul campo. In generale, i club contrari a cedere quote ai fondi sostengono l'idea che si possa commercializzare l'immagine della Serie A senza l'aiuto di terzi, riuscendo così a incassare l'intera somma. Essi infatti preferiscono un mero finanziamento per supportare lo sviluppo infrastrutturale e per dare respiro alle casse. Concludendo, è presto per esprimersi su quale alternativa sia la migliore, se da un lato i club necessitano urgentemente di nuovi capitali, dall'altro l'autonomia nelle questioni dei diritti sembra essere più profittevole nel lungo.

Nel frattempo però, l'entrata di un fondo dei diritti tv di una competizione è stata messa in pratica in due top campionati europei. La soluzione della *media company* è stata adottata in Spagna e Francia con evidenti benefici in termini di liquidità, in entrambi i casi è stata creata una *newco* in collaborazione con il fondo CVC. Per quanto riguarda la Spagna, il fondo ha speso 2,7 miliardi di euro per il 10% della nuova *media company* creata con La Liga, il cui valore è stimato intorno ai 24 miliardi. Interessante notare come le due squadre più importanti del campionato, Barcellona e Real Madrid, hanno rifiutato l'accordo e sono rimaste escluse. Le risorse sono state divise come segue: il 90% è consegnato direttamente in mano ai club e utilizzato per lo sviluppo di piani a lungo termine, mentre il restante 10% è investito nel calcio

femminile e dilettantistico. Per quanto riguarda la Ligue 1 invece, CVC ha acquistato il 13% della *newco* per 1,5 miliardi di euro.

2.3 Nuovi trend

L'innovazione è sempre stata uno degli obiettivi principali delle imprese, tuttavia oggi questo non è più sufficiente. Alle aziende viene richiesto un impegno sempre maggiore nelle tematiche ambientali e sociali. Lo scopo delle imprese non dev'essere esclusivamente orientato verso un incremento del guadagno, ma anche nel garantire un contributo per un futuro migliore e sostenibile, nell'ottica del miglioramento della qualità della vita e del contesto socio-ambientale in cui è inserita. Da questa visione nasce il termine "*Innovability*", unione dei termini inglesi *innovation* e *sustainability*.

Negli ultimi anni, in particolare a partire dalla pubblicazione dei 17 SDGs dell'ONU nel 2015, anche il mondo della finanza si sta adeguando alla sostenibilità ambientale e alla *green economy*. Gli investimenti sostenibili e responsabili SRI (*Sustainable and Responsible Investment*) si sono affermati globalmente e offrono molteplici opportunità agli investitori, anche ai più attenti a queste tematiche. Gli SRI mirano a creare valore nel medio-lungo periodo sia per l'investitore, sia per la società nel suo complesso, attraverso una strategia di investimento che integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di *governance*.

Un ruolo sempre più centrale appartiene ai *rating ESG (Environmental, Social e Governance)*, essi vengono presi in considerazione nella valutazione d'azienda e influenzano le scelte di investimento pubblico e soprattutto privato. L'obiettivo è orientare l'impegno etico e morale di un'azienda verso l'ambiente e la società, nell'interesse di tutti gli *stakeholders*, senza focalizzarsi esclusivamente sul profitto. Si può notare come le realtà con un livello di soddisfazione dei dipendenti maggiore della media presentano performance migliori rispetto a quelle con livelli di soddisfazione più bassi. Sul piano della reputazione invece, è dimostrato che se le imprese coltivano un rapporto più solido e profondo con il territorio nel quale operano, basandosi sulla trasparenza nel trattamento dell'ambiente e nella gestione manageriale, incorrono in minori rischi. Con questo atteggiamento, si riducono le probabilità di contenziosi e il pericolo di subire danni o rallentamenti nelle attività produttive o nei rapporti con fornitori e partner. I criteri ESG permettono di misurare e dunque di valutare sulla base di standard condivisi e oggettivi le performance ambientali, sociali e di *governance*. Ciò

rappresenta un vero e proprio cambio di mentalità, dimostrato dalla transizione da una fase in cui l'impegno sociale, ambientale e le buone pratiche di *governance* rappresentavano una scelta volontaria e indipendente da parte dei manager, a una fase in cui il mercato, rappresentato da consumatori e investitori, chiede esplicitamente questo tipo di impegno. L'analisi ESG, conosciuta anche come analisi "extra-finanziaria" ed espressa attraverso i report di sostenibilità, è destinata ad affiancare la tradizionale analisi finanziaria, permettendo così di fornire una lettura integrale dei valori e degli *asset* aziendali sotto tutti i punti di vista e garantendo una conoscenza più completa delle imprese. A questa dimensione si aggiunge la consapevolezza che, grazie all'uso di criteri ESG, le aziende sono in grado di effettuare comparazioni oggettive su parametri che influiscono direttamente sul business.

Tuttavia, la crescente attenzione verso questi temi sta portando anche all'aumento del fenomeno del *greenwashing*, definito da Treccani come "una strategia di comunicazione o di marketing perseguita da aziende, istituzioni, enti che presentano come ecosostenibili le proprie attività, cercando di occultarne l'impatto ambientale negativo"; alcune aziende cercano di fare leva sui principi ESG senza però adottare misure concrete per ridurre il loro impatto ambientale o aiutare la società. Diventa essenziale per i consumatori verificare l'effettivo impegno verso la sostenibilità, per evitare di cadere vittime di pratiche di marketing ingannevole e di sostenere invece le aziende che dimostrano una vera dedizione verso queste tematiche. In particolare, è possibile che alcuni fondi facciano leva sui principi ESG per attirare investitori sensibili ai temi, ma senza adottare effettivamente misure concrete nelle aziende in cui investono. Inoltre, alcuni fondi potrebbero utilizzare termini vaghi o affermazioni ingannevoli per promuovere sé stessi come fondi ESG, quando in realtà investono in società che non sono sostenibili o addirittura dannose per l'ambiente e la comunità. Questo può essere particolarmente problematico poiché i fondi ESG sono spesso considerati strumenti di investimento responsabile e trasparente, quindi si rischia di macchiare l'immagine di quei fondi realmente devoti alla causa. Tuttavia, non sempre è facile per i consumatori ottenere queste informazioni in modo chiaro e completo. Alcuni fondi potrebbero fornire solo informazioni vaghe o limitate sui loro investimenti, rendendo difficile capire se effettivamente adottano misure. Per questo motivo, esistono organizzazioni e agenzie di *rating* che si occupano di valutare l'effettiva sostenibilità dei fondi ESG. Queste utilizzano criteri specifici per le valutazioni, che possono includere l'impatto ambientale e sociale delle aziende in cui

investono, la gestione della catena di fornitura, l'attenzione alle questioni di *governance* e altre considerazioni rilevanti per la sostenibilità.

Nello sport le società si stanno evolvendo e adeguando ai nuovi standard richiesti sia dagli investitori ma anche dai tifosi, rivolgendo particolare attenzione alla sostenibilità ambientale e alla comunità locale, adottando per esempio misure per ridurre le emissioni, gestendo al meglio i rifiuti o utilizzando fonti rinnovabili. Gli investitori ESG vogliono impegnare il loro denaro in organizzazioni che dimostrano una dedizione concreta, evitando gli inganni del *greenwashing*. Anche la responsabilità sociale è imprescindibile: molte organizzazioni sportive svolgono un ruolo importante nella promozione del benessere e della salute delle persone e nella lotta contro le disuguaglianze sociali. Inoltre i gestori possono utilizzare il loro potere di voto per sostenere le misure e le pratiche sostenibili delle società in cui investono, incoraggiandole ad attuare politiche più ambiziose e a migliorare le loro prestazioni in materia. Adottare regole severe che garantiscono trasparenza e di integrità aiuta ad evitare scandali e mantenere stabile l'affidabilità e la reputazione. Inoltre i fondi ESG possono anche essere utilizzati per finanziare progetti e iniziative sociali a favore della comunità locale. Ad esempio, un fondo ESG potrebbe investire in un progetto di ristrutturazione di uno stadio calcistico che includa misure sostenibili come l'installazione di pannelli solari, sistemi di raccolta dell'acqua piovana e riduzione dell'impronta di carbonio generata dalle partite. Questo tipo di iniziativa può portare benefici sia per l'ambiente che per la comunità locale, migliorando la qualità della vita delle persone che vivono vicino allo stadio e riducendo l'impatto ambientale generale del calcio.

Lo studio *"Stimulating the adoption of green practices by professional football organisations: a focus on stakeholders' pressures and expected benefits."*²⁹ vuole capire come le squadre di calcio sono influenzate dalle problematiche ambientali. Le Nazioni Unite hanno sviluppato lo "Sports for Climate Action Framework", l'equivalente sportivo dell'Accordo sul clima di Parigi del 2018, che ad oggi conta oltre 200 firmatari, tra cui la UEFA e diverse squadre di calcio dell'UE. Grazie al coinvolgimento diretto della FIFA, della UEFA e di alcuni club, si sta facendo pressione affinché altri team siano coinvolti in questi programmi. La richiesta di adottare

²⁹ Todaro, Niccolò Maria, Brian McCullough, and Tiberio Daddi. "Stimulating the adoption of green practices by professional football organisations: a focus on stakeholders' pressures and expected benefits." *Sport Management Review* (2022).

pratiche sostenibili per l'ambiente proviene principalmente dagli *stakeholder* delle squadre, che includono sponsor e fornitori (*stakeholder* di mercato), tifosi e comunità locali (*stakeholder* sociali). La seconda categoria di *stakeholder* mostra un crescente interesse e consapevolezza riguardo alle tematiche ambientali e si schiera apertamente a sostegno di tali temi, mentre la prima categoria cerca di promuovere una reputazione positiva e una visione sostenibile. Per rispondere a queste richieste, le società calcistiche devono adottare misure concrete, che comportano benefici sia esterni, come la riduzione effettiva dell'impatto ambientale, sia interni, come una migliore gestione del rischio, la riduzione dei costi legati ai consumi, un aumento dell'efficienza dei processi operativi e la mitigazione dei rischi ambientali. Tuttavia si evidenzia che le istituzioni calcistiche, le norme e i regolamenti attuali non sono ancora sufficientemente rigorosi e il loro ruolo limitato e marginale non è abbastanza per stimolare un comportamento proattivo.

Negli ultimi anni Brand Finance ha iniziato a sviluppare un report annuale³⁰ che analizza la sostenibilità nei top 5 campionati europei e valuta gli impegni delle squadre nelle tematiche ESG. I temi sono diventati fondamentali anche in questo settore, dato che vengono influenzati i rapporti con una moltitudine di *stakeholders* tra cui in primis i tifosi e gli sponsor. Solo pochi soggetti hanno fatto passi significativi, mentre ci sono ancora molte opportunità di miglioramento. Un esempio di come questi argomenti siano di primaria importanza nel nostro periodo storico è il progetto della Superlega Europea del 2021: essa si è rivelata essere disastrosa per la reputazione dei club e delle relative *governance*; i fan si sono scontrati in massa contro la proposta, dato che questa era in contrasto con il loro ideale di sport.

Immagine 1: Fonte Brand Finance. Top 10 dei club con il migliore indice di sostenibilità.



³⁰ Fonte: report "Football Sustainability Index 2023" di Brand Finance.

Il punteggio tiene conto dei tre fattori *Environment, Social and Governance* (ESG). Il Liverpool è la squadra che presenta l'indice maggiore: secondo i fan è gestito ottimamente sia in campo sia fuori, inoltre è molto attivo nella comunità locale, supportando circa 2000 enti di beneficenza; in aggiunta si impegna ad affrontare i problemi legati al clima, assicurando lo status di *carbon neutral* nelle sue attività di base nel breve termine, mentre nel lungo sta lavorando ad un impatto zero; di assoluta rilevanza anche l'inclusività e i valori espressi dal club, combattendo violenza, razzismo e discriminazione di ogni genere. Al secondo posto è presente il Real Betis: nel 2020 ha lanciato il programma *Forever Green* per contribuire alla campagna di protezione dell'ambiente; la piattaforma permette alle società di collaborare sia per sviluppare nuove tecnologie per la riduzione delle emissioni, sia per informare la collettività sui problemi da affrontare; anche in questo caso l'impegno di impatto zero è primario. Al terzo posto è presente un'altra squadra spagnola, il Real Madrid: oltre a ridurre le emissioni, il club è molto attivo nella ricerca di soluzioni alternative per il riciclo dei materiali e dell'acqua. Per quanto riguarda l'Italia, il club con l'indice più elevato è l'Udinese (quarto posto assoluto): sono state accordate una moltitudine di partnership con diverse società attive nella salvaguardia ambientale e nello sviluppo sostenibile; ad esempio lo stadio è stato uno dei primi nel continente ad essere *carbon neutral* e le maglie da gioco sono completamente eco-sostenibili essendo ricavate ognuna da 13 bottiglie di plastica riciclate. La Premier League risulta il campionato più sostenibile: sono stati fatti grandi passi avanti riguardo il rapporto con le comunità locali, organizzando iniziative per aiutare i giovani ad avvicinarsi al mondo del pallone e aiutandoli a sviluppare le loro competenze e talenti. Inoltre la lega si sta impegnando a raggiungere le emissioni zero entro il 2040, pubblicizzando l'uso dei trasporti pubblici e del *car-sharing*.

Se si guarda ai dati, le questioni ambientali non sembrano cambiare più di tanto la percezione dei tifosi, dato che le interazioni, le vendite del *merchandise* e l'affluenza allo stadio non vengono influenzate da questi temi. Per le nuove generazioni però questi sono argomenti sensibili e contribuire in prima persona può aiutare ad attrarre questa parte di pubblico. Inoltre la sostenibilità e il modo di affrontare il cambiamento climatico sono fattori chiave della vita di un club, tanto che risultano fondamentali per attrarre sponsor. La maggior parte delle aziende multinazionali e non si sta organizzando per fare la propria parte per risolvere i questi problemi. Tale situazione porta i grossi marchi a voler collaborare, sponsorizzare ed

essere associati solamente alle squadre che si impegnano almeno quanto loro, obbligando i team a mettere in pratica delle politiche necessarie per evitare di essere esclusi o lasciati indietro. Inoltre, avere un indice di sostenibilità all'altezza aiuta anche la crescita del brand e aumenta la valutazione del club in generale. Quindi capire le logiche e le richieste da parte degli *stakeholder* incide anche nei modelli di valutazione.

Capitolo III: COME VALUTARE UNA SOCIETÀ

3.1 La valutazione dell'azienda

Ci sono diverse scuole di pensiero sull'approccio ritenuto più corretto per valutare un'azienda. Il processo richiede l'integrazione di due tipi di competenze professionali: competenze di business, per cogliere gli aspetti sostanziali e le dinamiche di mercato in cui l'azienda opera, il posizionamento competitivo, le implicazioni strategiche, punti di forza e debolezza, potenzialità e aspettative future; competenze di finanza aziendale, per comprendere l'aspetto quantitativo, come i tassi, la volatilità, il costo del capitale, i moltiplicatori e così via. Non c'è un unico valore vero in assoluto, infatti diversi esperti, anche se in possesso degli stessi dati e utilizzando gli stessi criteri di stima, danno valutazioni differenti della medesima impresa, in quanto rimane implicita una componente soggettiva nel lavoro di analisi. Esso dipende sia da elementi oggettivi, quantificabili con precisione e verificabili, sia soggettivi, dovuti a stime e previsioni future. Pertanto valutare un'azienda significa individuare un insieme di valori, all'interno del quale si colloca la stima del prezzo che può essere raggiunto nella trattativa, esso viene influenzato dal potere contrattuale delle parti, dalle loro aspettative e dalle rispettive motivazioni.

Possono essere utilizzati diversi criteri di valutazione:

- Valutazioni assolute: analisi di caratteristiche, performance finanziarie, rischio operativo e finanziario, in grado di offrire risultati basati sui "fondamentali". Sono il metodo patrimoniale, il modello reddituale, il modello misto patrimoniale-reddituale e il modello finanziario.
- Valutazioni relative: si adotta una logica comparativa che conduce a dei prezzi probabili. I metodi si basano sulla teoria dei moltiplicatori di mercato (cosiddetti multipli).

3.1.1 Metodo patrimoniale³¹

Esprime il valore di un'azienda in funzione del suo patrimonio, analizzando i valori dei singoli elementi dell'attivo e del passivo da cui poi si riesce a ricavare l'entità del patrimonio netto. Esiste un calcolo semplificato in cui si tiene conto delle attività e passività a valori correnti, e

³¹ Fonte ODCEC e Borsa Italiana.

uno più complesso in cui viene inclusa la valutazione dei beni immateriali, anche non iscritti a bilancio (marchi, *know-how*, ecc.).

Formula³² semplificata (per la complessa è sufficiente aggiungere il valore dei beni immateriali):

$$W = PN + (R - I)$$

Dove:

W = valore

PN = patrimonio netto contabile

R = rettifiche sugli elementi patrimoniali

I = effetti fiscali delle rettifiche

È un metodo più oggettivo rispetto a quelli che saranno illustrati in seguito, dato che vengono utilizzate meno stime (tranne per gli intangibili), inoltre si riesce ad avere un valore aggiornato che segue il mercato attuale. Essendo basato direttamente sui dati contabili offre quindi risultati affidabili e dimostrabili. D'altro canto, il limite principale è che trascura la capacità futura di generare reddito, che dovrebbe essere uno dei punti saldi per capire il vero valore di un'azienda. L'uso infatti non è più così frequente (utile ad esempio per le imprese immobiliari, per le *holding* finanziarie o per aziende in crisi con flussi negativi), tuttavia rimane fondamentale nell'analisi e conserva un ruolo primario nel processo valutativo effettuato con altri metodi.

3.1.2 Metodo reddituale³³

Secondo questo modello, il valore di un'azienda può essere definito come il valore attuale dei flussi di reddito che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, questo significa che è soggetto all'incertezza della stima, che aumenta all'allungarsi dell'orizzonte temporale. La rischiosità dei flussi è direttamente proporzionale al tasso di sconto utilizzato: maggiore è il rischio, maggiore è il tasso di sconto. Questo comporta che, a parità di risultati attesi, un'azienda più rischiosa, quindi con risultati futuri meno prevedibili, ha un valore minore rispetto ad un'altra la cui stima dei risultati è più certa. Bisogna distinguere tra capacità in atto, ovvero dimostrata nel passato o raggiungibile nel breve con ragionevole probabilità, e

³² Fonte ODCEC.

³³ Fonte ODCEC e Borsa Italiana.

capacità potenziali, cioè non ancora raggiunte ma possibili, dove è inevitabile l'arbitrarietà del valutatore. Il modello reddituale è il classico europeo ma, rispetto al passato, è ora meno utilizzato dato che si è affermato il modello finanziario di scuola anglosassone. La sua applicazione viene limitata dalla complessità delle previsioni dei componenti reddituali, degli investimenti, delle politiche fiscali e di bilancio degli anni avvenire. Tuttavia, in ambiti particolari (come il settore finanziario), si utilizzano metodi riconducibili alla valorizzazione del reddito o del dividendo.

La formula³⁴ più semplice da applicare è quella della rendita perpetua:

$$W = R / i$$

Dove:

W = valore

R = reddito fisso atteso

i = tasso di attualizzazione

Ma è difficile immaginare che un'azienda produca un reddito fisso costante durante gli anni, soprattutto se si allunga l'orizzonte temporale rendendo più complicate le previsioni. Un calcolo più realistico stabilisce l'ipotesi di una rendita fissa prevedibile per un numero limitato di anni (di norma 3-5), a cui andrà sommato il *terminal value* che indica il valore dei flussi di cassa che l'azienda è in grado di produrre dal tempo T all'infinito.

In questo caso la formula³⁵ è:

$$W = \sum_{t=1}^T \frac{R_t}{(1+K_e)^t} + TV$$

Dove:

W = valore

R_t = redditi attesi fino all'anno T

K_e = tasso di attualizzazione

TV = terminal value = $MOL_T * (1 + g) / (K_e - g)$

g = tasso di crescita atteso

³⁴ Fonte ODCEC.

³⁵ Fonte ODCEC.

3.1.3 Metodo misto patrimoniale-reddituale³⁶

Questo modello si basa su un approccio che considera congiuntamente il patrimonio aziendale e la capacità futura di generare redditi. Si trova sommando due addendi: il capitale netto rettificato, derivante dall'analisi patrimoniale, e il *goodwill* (o avviamento), che potrebbe assumere valori negativi per le aziende in perdita (*badwill*). Secondo la Borsa Italiana "l'avviamento rappresenta il maggior valore attribuito al complesso aziendale rispetto al suo valore contabile. Tale elemento non è oggetto di vendita autonoma, non è tangibile ma la sua esistenza accresce il valore del complesso aziendale. L'avviamento deriva da qualità oggettive, cioè legate all'azienda, alla sua struttura, alla sua organizzazione e da qualità soggettive, relative alle capacità personali del soggetto economico. Definito con termine anglosassone *goodwill*, è riconducibile alla capacità dell'azienda di produrre reddito. Se i fattori che caratterizzano l'avviamento si esplicano negativamente si ha il cosiddetto *badwill* o avviamento negativo. Quest'ultimo riduce il valore dell'intero complesso aziendale ed è indice di una scarsa redditività o addirittura di croniche situazioni di perdita". Unisce i punti di forza dei due metodi, garantendo l'oggettività e la verificabilità delle stime patrimoniali e la razionalità dei calcoli dei flussi; rimane ovviamente presente un inevitabile grado di incertezza nelle previsioni.

3.1.4 Il metodo finanziario³⁷

Per trovare il valore corretto, nell'analisi dei *discounted cash flow* (flussi di cassa attualizzati) vengono utilizzati i flussi di cassa generati dall'impresa (è possibile anche con i dividendi), ossia i flussi originati dalla gestione caratteristica dell'impresa: questi ultimi vengono considerati al lordo degli oneri finanziari e delle risorse impiegate, capitale di rischio e di terzi. Può anche essere usato per calcolare la convenienza di un progetto, limitando il calcolo ai soli flussi che muove il singolo investimento (valore attuale netto, VAN).

Si calcola sommando: i flussi di cassa operativi che l'attività economica sarà in grado di generare entro l'orizzonte temporale previsto dal *business plan* (in genere 3-5 anni); il valore residuo (*terminal value*), ossia il valore del complesso aziendale alla fine dell'orizzonte

³⁶ Fonte ODCEC e Borsa Italiana.

³⁷ Fonte ODCEC e Borsa Italiana.

temporale preso in considerazione; eventuali previsioni del valore di altri elementi patrimoniali o attività estranee non inerenti alla gestione caratteristica.

Sommando i *unlevered* DCF, cioè quei flussi attribuibili a tutti i conferenti di capitale (di debito e di rischio) e attualizzando con il WACC³⁸ (*weighted average cost of capital*), risulta l'*enterprise value* (metodo *unlevered* o *asset side*); mentre sommando i *levered* DCF, ossia i flussi direttamente prelevabili dagli investitori in capitale di rischio e attualizzando al costo del capitale (CAPM³⁹ *capital asset pricing model*), si trova l'*equity value*⁴⁰ (metodo *levered* o *equity side*). Alternativamente, per arrivare all'*equity value*, all'*enterprise value* deve essere sottratta la posizione finanziaria netta (*net financial position*), calcolata come differenza tra l'ammontare dei debiti finanziari e quello delle attività finanziarie liquide (cassa, depositi bancari, titoli ecc.).

Concettualmente è il metodo più corretto e razionale, del resto però comporta un elevato grado di soggettività dovuto dalle stime future e dai tassi di sconto.

Calcolo⁴¹ del valore:

$$EqV = \left[\sum_{t=1}^T \frac{FCO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^T} \right] - PFN$$

Dove:

EqV = *equity value*

FCO_t = flussi di cassa operativi annuali

WACC = costo medio ponderato del capitale

TV = terminal value = FCO_T * (1 + g) / (K_e - g)

PFN = posizione finanziaria netta

g = tasso di crescita atteso

3.1.5 Il metodo dei multipli di mercato⁴²

La valutazione con l'utilizzo dei multipli si è molto diffusa nell'epoca moderna e viene usata soprattutto come metodo di controllo dopo aver applicato altre tecniche di valutazione

³⁸ WACC = $K_e * \frac{E}{E+D} + K_d * (1 - t) * \frac{D}{E+D}$; con K_e costo dell'*equity*, K_d costo del debito, E totale *equity*, D totale debito, t aliquota fiscale.

³⁹ K_e = Rf + β * (Rm - Rf); con K_e costo dell'*equity*, Rf tasso *risk free*, β coefficiente beta che indica la correlazione del rendimento del titolo con quello di mercato, Rm rendimento di mercato.

⁴⁰ Secondo Treccani: in finanza, valore dei mezzi propri di un'impresa, in contrapposizione ai mezzi di terzi.

⁴¹ Fonte ODCEC.

⁴² Fonte ODCEC e Borsa Italiana.

assolute. Si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche (*stock prices*) o dei prezzi di transazioni comparabili (*deal prices*) di un campione selezionato di società simili operanti nel settore di riferimento, esaminando il rischio dell'attività, la dimensione, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.

I multipli *levered* (o *equity side*) sono quelli con il prezzo P dell'azione al numeratore e sono al netto degli oneri finanziari, quelli *unlevered* (o *asset side*) hanno al numeratore l'*enterprise value* EV e sono al lordo degli oneri finanziari. Alcuni dei più utilizzati sono⁴³:

P/E	Ev/Sales
P/Sales	Ev/Ebitda
P/Cash flow	Ev/Ebit
P/PN	P/Ebitda
D/E	Ebitda/Sales

Una volta scelto il multiplo più adatto e stimato secondo il campione prestabilito, viene poi moltiplicato alla grandezza economica o reddituale della società oggetto di valutazione. La formula⁴⁴ per calcolare il valore finale sarà quindi:

$$W = M * G (-PFN)$$

Dove:

W = valore

M = multiplo utilizzato

G = grandezza nell'azienda soggetta a valutazione

PFN = posizione finanziaria netta, viene tolta dall'EV per trovare l'*equity value*

Gli aspetti a favore sono la facilità di calcolo, la semplicità dell'idea di base e nell'utilizzo, l'immediata comparazione con altre società e l'ampia disponibilità di dati di Borsa. Viene anche in aiuto per ottenere una valutazione sintetica iniziale quando non sono presenti tutte

⁴³ Fonte Borsa Italiana.

⁴⁴ Fonte ODCEC.

le numerose informazioni necessarie richieste da un metodo di stima assoluta. Le maggiori criticità invece sono rappresentate dai dubbi sulla razionalità scientifica, dalla difficoltà nella scelta delle società comparabili, dall'interpretazione dei dati del mercato e dalle possibili distorsioni nelle quotazioni. Inoltre ci possono essere sostanziali differenze nelle valutazioni: ciò accade perché i moltiplicatori, che incorporano l'andamento volatile dei titoli in Borsa di aziende simili, riportano nel valore della società sia i risultati economici già realizzati ma anche quelli presumibilmente raggiungibili in base alle stime, caratterizzati dalla soggettività delle aspettative. Un valore calcolato con il DCF, che risulta significativamente superiore a quello trovato con i multipli, generalmente si spiega perché il *business plan* implica un'ipotesi di elevata crescita dei risultati economici nel medio lungo periodo.

Da un punto di vista puramente teorico, qualora i soggetti interessati all'acquisto abbiano a disposizione tutte le informazioni necessarie per stimare correttamente i flussi di reddito e la loro volatilità, il valore di un'azienda dovrebbe coincidere con il suo prezzo di mercato. Nella pratica, tuttavia, accade spesso che i potenziali acquirenti, interessati ad una stessa società, offrano prezzi significativamente differenti, soprattutto nei processi di vendita con asta competitiva. Questo si evince in primo luogo perché i compratori si basano su diverse stime dei flussi di reddito e della loro volatilità a causa delle diverse informazioni che hanno a disposizione, inoltre essi definiscono il prezzo tenendo anche conto del valore di una serie di elementi soggettivi e motivazioni diverse che possono portare ad un incremento o ad una diminuzione dell'importo. La cifra finale nella maggior parte dei casi si colloca tra il valore reale dell'azienda (minimo a cui il venditore è disposto ad accettare) ed il valore dato dalla somma di quest'ultimo più quello dei benefici attesi per l'acquirente (massimo che il compratore è disposto a spendere). Il posizionamento all'interno dell'intervallo dipende dal potere contrattuale delle parti, maggiore è la forza contrattuale di una delle due, più il prezzo finale sarà a favore di quest'ultima. Il venditore può avere minor potere per motivazioni esterne all'azienda, ad esempio se ha necessità di vendere in tempi brevi oppure se ci sono pochi interessati. Al contrario, può avere un maggiore potere contrattuale quando la propria azienda è dotata di caratteristiche esclusive (tecnologia, marchio, *know how*) difficilmente reperibili, oppure perché gli acquirenti hanno necessità di entrare nel mercato o di impadronirsi di una nuova tecnologia in tempi ristretti.

3.2 Come valutare una società di calcio

Dopo aver illustrato sinteticamente i vari metodi usati per la valutazione delle aziende in generale, cerchiamo di capire quali siano maggiormente adatti nello specifico per le società di calcio. Nel settore non è ancora chiaro quale sia il migliore, dato che ogni soggetto personalizza uno dei modelli classici in base alle proprie necessità e convinzioni. Si procede dapprima con una revisione della letteratura e delle ricerche disponibili, principalmente per comprendere appieno alcune dinamiche fondamentali, successivamente si entrerà nel dettaglio dei modelli proposti, esponendo le caratteristiche di ciascuno, pregi e difetti.

3.2.1 Analisi di letteratura, ricerche e articoli

Per capire qual è il metodo di valutazione più idoneo per un club, è necessario avere chiaro quali sono i fattori *driver* della creazione di valore in questo settore, come decidono di operare i proprietari e a quale scopo.

Innanzitutto, generalmente la letteratura afferma che gli investitori anglosassoni tendono a voler massimizzare il profitto (come accade nelle *major league* americane), mentre i proprietari di club dell'Europa continentale si concentrano sulle vittorie. Lo studio "*Goal! Profit maximization versus win maximization in soccer.*"⁴⁵ valuta gli approcci delle società inglesi e spagnole e cerca di capire quale sia il migliore. Le differenze operative tra le due visioni sono notevoli: ad esempio il management orientato al profitto investirà meno per l'acquisto dei giocatori dato che altrimenti avrebbe dividendi minori da distribuire; d'altro canto, massimizzare le vittorie potrebbe portare a spendere più del dovuto con il rischio di instabilità finanziaria. Viene poi ricordato come ci siano delle relazioni positive comprovate tra i successi di squadra e la spesa per nuovi giocatori, e tra i successi e i fatturati. Ciò accade perché i team che possono investire di più per avere gli atleti migliori sono quelli che hanno maggiori entrate, questi generalmente finiscono sempre tra i primi posti in campionato, attraggono più facilmente i tifosi e quindi anche sponsor, creando così un circolo virtuoso che si autoalimenta.

Secondo gli autori, nel settore del calcio la strategia ottimale per i club è la massimizzazione delle vittorie. I dati dello studio provano che in entrambe le nazioni le società si avvicinano

⁴⁵ Garcia-del-Barrio, Pedro, and Stefan Szymanski. "Goal! Profit maximization versus win maximization in soccer." Review of Industrial Organization (2009).

molto ad una visione di questo tipo, con l'aggiunta però di un vincolo di pareggio di bilancio. Una possibile spiegazione è che chi prende le decisioni vuole massimizzare il profitto ma con una visione più ampia, valutando anche gli effetti positivi delle vittorie nel lungo periodo. In questa situazione sembrerebbe che gli *shareholders* tollerino dei ritorni monetari inferiori perché vengono compensati in altre modi, ad esempio ottenendo una visibilità consistente. Sebbene in qualche squadra ci siano dei presidenti che potrebbero avere interessi esterni, anche in questo caso i comportamenti tendono ad una visione di massimizzazione delle vittorie rispetto ai profitti. Per quanto riguarda il lungo periodo, i ricercatori affermano che la massimizzazione del profitto porterebbe la squadra alla retrocessione e ad una conseguente perdita di ricavi. Inoltre, se i team avessero questa visione, tenderebbero a colludere per ridurre la concorrenza e spartirsi al meglio i proventi: ciò accade nei campionati americani, caratterizzati ad esempio dai limiti salariali o dalla condivisione dei ricavi, che vanno a limitare la competizione e generano dei surplus finanziari. Le *major league* infatti appartengono a delle grandi imprese commerciali che hanno come scopo primario il ritorno economico. Nel calcio europeo non vi è nulla di tutto ciò, addirittura il tentativo di creare una Superlega con i team migliori, ricalcando l'idea americana, è fallito il giorno della presentazione. È utile capire se l'acquisto di squadre europee (*win maximizers*) da parte di soggetti statunitensi (*profit maximizers*) ha portato ad una modifica di strategia, ma sembrerebbe che l'approccio preferito da questi soggetti sia quello di una visione a lungo termine incentrata sull'incremento di valore degli *asset*.

Lo studio "*Value-maximizing football clubs*"⁴⁶ vuole offrire una nuova prospettiva sugli obiettivi dei club: anziché massimizzare i profitti o le vittorie, propone di concentrarsi sul valore dell'impresa. Si tratta di una visione a lungo termine, a differenza delle altre due, in cui gli *asset* giocano un ruolo cruciale. Contrariamente agli allenatori e i dirigenti, che hanno dei contratti prestabiliti, gli investitori/proprietari devono avere una strategia di lungo periodo dato che rimangono per un tempo non specificato. Questo metodo sembrerebbe quello adottato dalla maggioranza dei fondi che negli ultimi anni stanno investendo nel settore. In questo caso i giocatori non sono considerati semplicemente come fattori produttivi, ma come

⁴⁶ Prinz, Aloys, Thiem, "*Value-maximizing football clubs*.", *Scottish Journal of Political Economy* (2021).

veri e propri *asset*. Questa affermazione trova conferme nella letteratura, ove gli atleti sono beni sia dal punto di vista contabile, sia economico.

Una rilevante differenza trovata è che le squadre che si basano sul valore di lungo periodo investono maggiormente nel “talento” (inteso come i giocatori o i prospetti migliori) rispetto a chi si concentra sul profitto (o su altri obiettivi a breve). Ad esempio, dopo che Roman Abramovich ha acquistato il Chelsea nel 2003 per circa 140 milioni di sterline, ha successivamente investito più di 1,1 miliardi di sterline fino al 2019, migliorando drasticamente sia le infrastrutture ma anche la rosa a disposizione. Nel 2022 la squadra è stata venduta a 4,25 miliardi di sterline (come vedremo più avanti), generando un profitto importante. La quantità ottimale di “talento” dipende dalla volontà e dalla capacità finanziaria degli investitori/proprietari, dato che devono essere in grado di sostenere i debiti. Inoltre, secondo i dati della ricerca, un orizzonte temporale operativo più lungo implica una maggiore domanda di “talento” e un aumento marginale del fattore di sconto (dato che si utilizza un modello basato sui flussi futuri attesi). Nel caso sia presente un concorrente, chi ha l’orizzonte di investimento più lungo aumenta la propria domanda e viceversa.

Il rischio maggiore per chi vuole adottare una strategia di lungo periodo è che, spendendo cifre importanti per acquistare gli atleti, bisogna tenere in considerazione la possibilità di insolvenza da parte della società. Il problema primario però non riguarda il sovrainvestimento (al di sopra delle capacità), bensì la gestione del debito. Inoltre, per recuperare liquidità, i giocatori possono essere venduti abbastanza facilmente. Ciò sottolinea che il valore patrimoniale dei giocatori è un fattore cruciale, in quanto nel calcio professionistico diventa una garanzia per il debito. Lo studio conclude dichiarando che tra gli effetti del cambiamento della prospettiva nella strategia aziendale, e quindi come conseguenza dell’accentramento della posizione del giocatore/*asset*, ci sarebbe l’impennata dei prezzi dei cartellini e del denaro mosso nelle sessioni di mercato.

I risultati dello studio *“Measuring and monitoring sustainability in listed european football clubs: A value-added reporting perspective”*⁴⁷ condotto su 17 squadre top del calcio europeo e quotate in Borsa, dimostrano come viene distribuito il valore aggiunto prodotto dalle società di calcio: l’85,43% è assorbito dagli stipendi degli atleti, il 20,55% dall’ammortamento delle

⁴⁷ Faccia, Mataruna-Dos-Santos, Munoz Helù , et al. *“Measuring and monitoring sustainability in listed european football clubs: A value-added reporting perspective.”* Sustainability (2020).

immobilizzazioni, il 14,31% dagli interessi passivi, il 2,31% dal governo sotto forma di imposte, mentre gli azionisti registrano una perdita netta media del 22,6%. Si può notare innanzitutto come la maggior parte della ricchezza prodotta venga trasferita ai giocatori. Inoltre, in media gli investitori hanno dovuto fornire capitale aggiuntivo per pagare le altre parti e garantire la competitività del club. Ciò apre un dibattito sulle motivazioni alla base di questo tipo di investimento che, da un punto di vista finanziario, non offre rendimenti sufficienti ed è altamente speculativo. In secondo luogo, il presente lavoro cerca di confermare che l'obiettivo principale degli investitori è la ricerca del successo sportivo piuttosto che il ritorno finanziario, e l'elevata spesa per i giocatori ne è un indicatore: gli investitori sono disposti a spendere grandi somme per assicurarsi i migliori atleti e puntare alla vittoria, rinunciando a profitti più elevati. È interessante notare che i calciatori, spesso dipinti come strapagati, sono in sostanza i mezzi di produzione dell'economia calcistica. Insolitamente, in questo settore sono proprio i mezzi di produzione a ricevere la maggior parte della ricompensa finanziaria e non chi apporta il capitale come avviene nelle società classiche.

È interessante approfondire il tema della quotazione in Borsa. La ricerca "*Market valuation and risk profile of listed European football clubs.*"⁴⁸ utilizza il *Capital Asset Pricing Model* (esposto precedentemente) per studiare i prezzi delle azioni tra il 2010 e il 2016 di 19 team europei quotati. I risultati indicano che i prezzi in media vengono sopravvalutati (13 su 19): questo sembrerebbe derivare dal fatto che gli azionisti non istituzionali (ma in parte anche quelli istituzionali) non sono interessati principalmente alle performance finanziarie, come il futuro aumento del prezzo o la distribuzione dei dividendi, ma godono di benefici extra (ad esempio l'orgoglio e volontà di supportare la propria squadra, partecipare alle decisioni, ecc.). Diversamente da altri settori, viene sottolineato come gli investitori sono meno razionali e più emotivi. Inoltre il coefficiente β , che in 16 casi su 19 è minore di 1, denota una debole correlazione tra l'andamento delle azioni calcistiche e il portafoglio di mercato (confermato anche dal $\beta=0,57$ del Dow Jones STOXX Europe Football Index⁴⁹), la domanda infatti non viene influenzata da fattori economici generali e rimane stabile nel tempo. Questa caratteristica, confermata anche da altri studi, risulta fondamentale per le attuali politiche di investimento e in contrasto con il passato, in cui il rischio del settore era considerevole. Ora, infatti, viene

⁴⁸ Prigge, Stefan, and Lars Tegtmeier. "Market valuation and risk profile of listed European football clubs." *Sport, Business and Management: An International Journal* (2019).

⁴⁹ Indice che monitora i club quotati sulle Borse europee.

percepito come un investimento a basso rischio, in cui bisogna tenere d'occhio quasi esclusivamente l'alea legata alla singola impresa, che però viene annullata facilmente diversificando in più team o gestendo l'azienda in maniera accurata. Queste conclusioni ci aiuteranno a capire come la capitalizzazione di Borsa influisce nelle valutazioni delle squadre di calcio.

L'articolo "*The History of Investing in Football and Factors Affecting Stock Price of Listed Football Clubs*"⁵⁰ inizia affermando che storicamente investire nelle azioni delle squadre quotate significava alti rischi, bassi rendimenti e perdita di denaro, mentre ora la situazione sembra essere diversa. Il primo club a quotarsi è stato il Tottenham nel 1983, seguito poi da una moltitudine di team inglesi e non. Alcuni erano intenzionati a sfruttare il denaro raccolto tramite la IPO⁵¹ per soddisfare degli obiettivi di breve termine come l'acquisto di giocatori, altri volevano aumentare il capitale per finanziare gli obiettivi di lungo periodo come lo sviluppo delle infrastrutture (stadio, centro sportivo).

I ricercatori hanno esaminato lo STOXX Europe Football Index dal 04/02/2013 al 04/02/2019. Se nei 6 anni precedenti aveva riportato una perdita totale del 43,7% (media annua -3,1%), nel periodo in questione ha performato un rendimento totale pari al 35,6% (media annua di 5,2%). Per avere un riferimento, l'indice FTSE 100⁵² ha avuto un rendimento totale di 11,2% (media annua di 1,8%). Vengono poi riportati diversi fattori che hanno una correlazione con i prezzi delle azioni: in generale si può affermare che in caso di vittoria il valore sale, mentre dopo una sconfitta o un pareggio scende; inoltre vi sono delle differenze se il match si svolge in casa o in trasferta e tra le competizioni nazionali o continentali. Sono state valutate altre situazioni extra-campo in grado di alterare i prezzi: in caso di risultati annuali finanziari non positivi il mercato azionario risponde in maniera negativa e viceversa; anche i trasferimenti dei giocatori fanno registrare movimenti anormali, la vendita aumenta il valore azionario, il che significa che l'apporto di denaro e la riduzione degli stipendi hanno un impatto maggiore rispetto alla perdita delle prestazioni di un atleta; al contrario, l'annuncio di un nuovo acquisto

⁵⁰ Hagen, Jan, and Maria Nascimento Cunha. "*The history of investing in football and factors affecting stock price of listed football clubs.*" *International Journal of Financial Management* (2019).

⁵¹ Offerta pubblica iniziale di una società che intende quotarsi in Borsa per la prima volta.

⁵² Indice azionario che comprende le 100 società con la capitalizzazione maggiore quotate al London Stock Exchange.

viene percepito negativamente, dando maggior peso alla spesa e all'aumento del monte ingaggi piuttosto che nel rafforzamento della rosa.

Anche lo studio "*What drives european football clubs' stock returns and volatility?*"⁵³ si occupa di analizzare il mercato azionario nel calcio. I risultati dimostrano che i rendimenti sono influenzati da fattori interni ed esterni. Per quanto riguarda i primi, i ricercatori danno maggiormente peso alla situazione finanziaria e contabile del club (a cui i risultati e i trasferimenti sono strettamente correlati, questo spiega perché gli altri studi trovano una corrispondenza tra questi ultimi e i rendimenti), inoltre vi sono la capitalizzazione di Borsa, la profittabilità e la politica dei dividendi. Di primo impatto sembrerebbe che il debito non sia significativo, in realtà agli investitori interessa come viene utilizzato più che l'ammontare. Altre variabili con un effetto positivo sono gli investimenti in impianti sportivi, l'affluenza negli stadi, la reputazione, gli accordi di sponsorizzazione e quelli relativi ai diritti tv. Per quanto riguarda i fattori esterni, viene dimostrato come gli andamenti finanziari delle piccole e medie imprese europee hanno un'influenza positiva sui rendimenti dei club; stesso discorso vale per il contesto macroeconomico e dal mercato azionario, uno shock positivo aumenta le entrate e migliora di conseguenza i rendimenti azionari. Allo stesso modo, la volatilità dei prezzi dipende sia da quella complessiva del mercato, dato che in un periodo di turbolenza gli investitori tendono a liberarsi di questi *asset*, sia dalle variabili di cui sopra. In conclusione, gli studiosi consigliano alle squadre che intendono finanziarsi tramite il mercato azionario di concentrarsi maggiormente sulle performance finanziarie, altrimenti il rischio è di offrire dei titoli scadenti con bassa attrattività.

La ricerca "*What drives the value of football clubs: An approach based on private and socio-emotional benefits.*"⁵⁴ analizza dove viene creato il valore nelle società sportive. Dato che la maggior parte dei club è costantemente in perdita, esso non deriva dal risultato finale bensì dal fatturato. Il valore aggiunto delle società sportive viene riconosciuto dal mercato, difatti i club hanno un *market value*⁵⁵ maggiore rispetto al *book value*⁵⁶. La differenza non si riesce a spiegare con i tradizionali metodi di valutazione, dato che bisogna considerare anche i benefici

⁵³ Gimet, Celine, and Sandra Montchaud. "What drives european football clubs' stock returns and volatility?" *International Journal of the Economics of Business* (2016).

⁵⁴ Tiscini, Riccardo, and Alberto Dello Strologo. "What drives the value of football clubs: An approach based on private and socio-emotional benefits." *Corporate Ownership and Control* (2016).

⁵⁵ Secondo Borsa Italiana è l'importo al quale è scambiato sul mercato uno strumento finanziario.

⁵⁶ Secondo Borsa Italiana è il valore per azione del capitale proprio della società risultante dal bilancio.

complessivi per gli *shareholders*, tra cui i benefici di controllo e quelli socio-emotivi. In accordo con altri ricercatori, gli autori sono dell'avviso che il metodo dei DCF non sia adatto al settore, soprattutto per due problemi: il primo è che nella maggioranza dei casi le entità sono in perdita, quindi risulterebbe un valore negativo, inoltre l'imprevedibilità dei flussi e delle stime rendono difficile effettuare una valutazione affidabile. In questi casi il metodo dei multipli, anche se presenta alcuni limiti, è più preciso e in aggiunta vi è la capitalizzazione di Borsa. Tra i vari modelli proposti, secondo gli autori quello di Markham (esposto successivamente) sembra il più opportuno, dato che tiene conto anche di alcune variabili non finanziarie.

Un altro ragionamento interessante che viene esposto supporta la tesi che la minimizzazione dei costi per incrementare il reddito finale non è la strategia migliore per creare valore. Tuttavia bisogna ricordare che risulta fondamentale perseguire la sostenibilità economica, dato che negli anni le società hanno affrontato diverse crisi fondate sullo squilibrio dei costi, in particolare dovuto dagli stipendi dei giocatori. In questo caso i ricercatori affermano che spendere per avere i giocatori migliori aiuta ad ottenere ottimi risultati in campo e incrementa la visibilità e i ricavi del club. Le prestazioni sportive possono provocare delle reazioni nei prezzi delle azioni: questi effetti possono essere transitori (ad esempio nel caso di una vittoria importante) o duraturi (ad esempio se vengono raggiunti gli obiettivi prefissati). Le performance presentano una leggera correlazione con il valore del club, riuscendo in parte a spiegare il gap che si genera confrontando i risultati dei diversi modelli di valutazione; tuttavia solamente gli effetti duraturi provocano una reazione effettiva, (ad esempio se il club si qualifica per la Champions League c'è un aumento certo dei ricavi), mentre quelli transitori sono ininfluenti.

Oltre alla redditività e alle prestazioni sportive, esistono altri *driver* da considerare per la determinazione del valore del club. Si tratta in particolare dei benefici socio-emotivi e quelli legati al controllo, che non devono essere sottovalutati dato che permettono addirittura agli investitori di tollerare un rendimento insufficiente del capitale. Per quanto riguarda gli ultimi, è normale che le azioni che assicurano la maggioranza abbiano un prezzo maggiore, dato che permettono di avere il potere decisionale; invece i primi sono tipici del settore sportivo, si intendono ad esempio la reputazione, lo sblocco di opportunità commerciali, la visibilità, il senso di appartenenza o la gratificazione. I soci minoritari, che di solito sono in maggioranza tifosi, partecipano al capitale azionario soprattutto per soddisfare questi benefici socio-

emotivi, mentre il valore delle relative azioni è minore perché non incorpora i benefici del controllo. Difatti i multipli di Borsa, che si basano sul flottante presente nel mercato, sono utili per calcolare il valore delle azioni di minoranza ma non quelle di maggioranza, perché escludono i benefici legati al controllo. Un altro importante aspetto riguarda la valutazione delle attività immateriali, tra cui le principali sono i cartellini dei giocatori e il brand. Nel primo caso il grado di volatilità è maggiore e dipende principalmente dalle performance sportive; per quanto riguarda il marchio invece, risulta più stabile nel tempo dato che è legato alla fedeltà dei tifosi e alla visibilità che il club è in grado di offrire grazie alle sponsorizzazioni, pubblicità ed eventi.

I risultati della ricerca *"Performance and Revenues in European Football: Clubs' Media Visibility and Brand Value."*⁵⁷ confermano la relazione positiva tra i ricavi e le prestazioni sportive nazionali. Inoltre i risultati della Champions League, come ci si aspetterebbe, hanno un effetto maggiore rispetto a quelli di Europa League. Tuttavia, prendendo in esame due anni consecutivi, viene dimostrato che lo status sportivo del team e la sua capacità di generare visibilità sono in grado di sostenere i ricavi nonostante ci sia un fallimento nelle competizioni europee nell'anno precedente. Questo sottolinea il ruolo primario che hanno la reputazione e il marchio, comportando importanti implicazioni manageriali. Ad esempio il management di una squadra riconosciuta globalmente deve essere in grado di sfruttare e monetizzare questo vantaggio cercando sponsor e partner commerciali di pari livello, mentre nel caso di un team meno famoso bisogna lavorare per renderlo tale, altrimenti il divario tra le diverse società sarà sempre maggiore. Un altro fattore che influisce sui ricavi è l'attrattività mediatica che la rosa riesce a generare, quindi avere giocatori appetibili per gli sponsor significa molto, inoltre essi aiutano ad attrarre nuovi tifosi.

Lo studio *"Who invests in financial instruments of sport clubs? An empirical analysis of actual and potential individual investors of professional European football clubs."*⁵⁸ conferma che gli investimenti nel calcio sono guidati maggiormente dai sentimenti rispetto ad altri contesti. Negli ultimi anni, la necessità di liquidità ha obbligato le società a cercare alternative nella

⁵⁷ Aguiar-Noury, Alice, and Pedro Garcia-del-Barrio. "Performance and Revenues in European Football: Clubs' Media Visibility and Brand Value." *International Journal of the Economics of Business* (2022).

⁵⁸ Huth, Christopher. "Who invests in financial instruments of sport clubs? An empirical analysis of actual and potential individual investors of professional European football clubs." *European Sport Management Quarterly* (2020).

raccolta di capitali. I club, tramite i *fan bond* e il *crowdfunding*, sono riusciti a trovare un metodo per sfruttare l'attaccamento dei tifosi, cosicché i sostenitori possano contribuire a supportare anche economicamente la loro squadra. Le ricerche provano che in questo caso sono presenti le caratteristiche di una donazione piuttosto che un investimento, infatti questi particolari strumenti finanziari non sono rivolti agli investitori istituzionali che sono in cerca di profitti.

È utile analizzare anche la ricerca "*Are football clubs as pieces of art or as regular corporations? An empirical evidence of market valuation of football clubs in the big 5 leagues.*"⁵⁹. Capire chi è il proprietario di una squadra aiuta a comprendere anche quali sono gli obiettivi e il modo di operare. In particolare, sapere lo scopo dell'investitore, permette di stimare con maggiore sicurezza il prezzo che è disposto a pagare o a ricevere. Se l'acquirente è interessato maggiormente alla redditività finanziaria, la valutazione dipenderà da fattori economici tipici della maggior parte degli investimenti e verrà calcolato il prezzo corretto attraverso i modelli di valutazione aziendali classici; se invece il compratore è in cerca di una ricompensa emotiva, la valutazione sarà guidata dalle volontà personali, come, secondo gli autori, nel caso del mercato dell'arte. In quest'ultimo gli acquirenti non seguono dei comportamenti razionali, vi è una bassa redditività e un alto rischio, inoltre il prezzo viene deciso in base al gusto estetico degli interessati, quindi è molto soggettivo e variabile. Queste caratteristiche rendono plausibile il parallelismo con il calcio. È importante ricordare infatti che i fan non sono in cerca di un rendimento finanziario, ma vogliono semplicemente essere partecipi nella realtà della loro squadra. Essendo meno portati a vendere i loro pacchetti infatti, i prezzi spesso si stagnano e il volume delle transazioni diminuisce. Come riportato nella letteratura precedente, anche per questo motivo le azioni dei team vengono sopravvalutate secondo il metodo del CAPM, dimostrando la stessa irrazionalità presente nel mercato dell'arte.

Tradizionalmente, i proprietari avevano forti legami con i club e i loro investimenti erano legati alla responsabilità sociale e alla ricompensa emotiva, accantonando le performane finanziarie. Tuttavia, nel calcio degli ultimi anni è emerso un nuovo tipo di proprietari che si sono dimostrati maggiormente orientati al profitto. L'ingresso dei nuovi investitori istituzionali negli

⁵⁹ Sanchez, Luis Carlos, Angel Barajas, and Patricio Sanchez-Fernandez. "Are football clubs as pieces of art or as regular corporations? An empirical evidence of market valuation of football clubs in the big 5 leagues." *Managing Sport and Leisure* (2022).

ultimi due decenni ha trasformato il modo di valutare le società, avvicinandolo ai metodi classici utilizzati per gli altri settori. In aggiunta essi, ricercando maggiormente i profitti, preferirebbero avere delle leghe con una protezione maggiore nei confronti dell'esterno, seguendo l'esempio delle *major league* americane. Così facendo possono crearsi delle divergenze tra i vari *stakeholder*, sia con i tifosi più puristi, ma anche con le istituzioni che regolano il gioco.

In conclusione, i risultati finali della ricerca indicano che le variabili finanziarie che hanno un'influenza significativa sul valore di mercato di un club sono principalmente i ricavi, le immobilizzazioni (rosa e stadio), i debiti e il patrimonio netto. In particolare quest'ultimo viene usato per mostrare il valore della società espresso seguendo i principi contabili. Esso è strettamente correlato al valore di mercato, tanto che gli investitori lo ritengono un indicatore fondamentale. Da un lato i ricavi sono altrettanto utili perché offrono dei flussi in entrata costanti; d'altro canto il risultato finale di bilancio non influenza le decisioni di investimento e il prezzo finale, anche perché nella maggior parte dei casi si tratta di un numero negativo. In questo caso si può fare un parallelismo tra il calcio e i settori emergenti o altamente tecnologici, in cui il posizionamento nel mercato è più importante della redditività, soprattutto nel lungo termine. In tale situazione è chiaro l'utilizzo della razionalità, a differenza del mercato dell'arte. Altre variabili che sono risultate significative dopo le analisi sono: il campionato a cui partecipa un club, dato che una squadra costerà di più nel caso in cui giochi in una lega migliore, con margini di guadagno maggiori e una visibilità più estesa, il Paese dove è localizzata, il contesto macroeconomico, il livello di indebitamento del club, le prestazioni sportive (soprattutto quelle internazionali e storiche che vengono ricollegate al marchio e la reputazione) e l'acquisto di quote di maggioranza.

3.2.2 Metodi utilizzati

Ora verranno analizzati i principali metodi utilizzati nella valutazione delle società di calcio nel corso degli ultimi anni. Non è ancora riconosciuto uno standard definitivo, quindi si trovano delle differenze tra le scelte dei modelli delle società di consulenza, esperti del settore, banche e operatori della finanza.

Lo studio "*What is the optimal method to value a football club?*"⁶⁰ confronta i modelli utilizzati per valutare i club. Il campione è composto da squadre inglesi tra gli anni 2003 e 2012. L'obiettivo è capire perché sono presenti delle elevate discrepanze nel valore finale trovato con metodi diversi. Viene riportato l'esempio del Tottenham nel 2012: presentava una capitalizzazione di 83,6 milioni di sterline, il valore secondo il multiplo dei ricavi era di 245,2 milioni, mentre quello calcolato da Forbes era pari a 351,1 milioni. Innanzitutto la ricerca parte con un'analisi di tre metodi tradizionali, che possono essere utilizzati per qualsiasi società.

Il primo metodo che viene proposto è la capitalizzazione di Borsa, in cui viene moltiplicato il numero delle azioni per il singolo prezzo in un determinato istante. È possibile utilizzarlo solo nel caso in cui la società sia quotata, dato che gli strumenti finanziari vengono scambiati a condizioni di mercato. Il lato positivo più rilevante della quotazione è la facilità di raccolta di denaro tra il pubblico, tuttavia, gli aspetti negativi sono il processo molto oneroso e una regolamentazione severa, infatti viene adottato solo dai grandi team. Secondo gli autori, se generalmente una società quotata viene valutata in modo appropriato utilizzando la capitalizzazione, nel caso delle squadre di calcio questo non accade: i prezzi delle azioni tendono a "stagnare" perché sono scambiate molto raramente, dato che normalmente i possessori non sono interessati a disinvestire, questo porta a sottovalutare il potenziale reale (vedi esempio precedente del Tottenham); inoltre obbliga gli investitori a sborsare un prezzo significativamente maggiore rispetto a quello di mercato per convincere gli azionisti a vendere.

Il secondo metodo, già esposto precedentemente (paragrafo 3.1.4), è quello dei DCF (flussi di cassa futuri attualizzati). Esso è il più utilizzato da parte degli operatori perché riesce ad esprimere il potenziale di una società. A differenza della capitalizzazione di Borsa, può essere applicato a qualsiasi realtà che produca redditi futuri positivi e prevedibili. Proprio per questo motivo non è ottimale per i club, dato che la maggior parte sono entità perennemente in perdita.

L'ultimo metodo presentato (trascurabile ai fini dell'elaborato) è quello usato nel caso di società in difficoltà finanziarie che vengono sottoposte a dei regimi di amministrazione controllata per evitare il fallimento. In queste situazioni delicate, un club viene valutato la cifra

⁶⁰ Markham, Tom. "*What is the optimal method to value a football club?*" (2013).

minima che i creditori sono disposti ad accogliere tramite l'amministratore. Alternativamente, viene assunto un esperto indipendente per esprimersi sul valore degli *asset*, da confrontare poi con il totale dei debiti. La maggior parte delle volte le valutazioni vengono influenzate dal momento particolare che si sta affrontando (in caso di difficoltà si accettano prezzi minori), quindi non viene considerato corretto prenderle come riferimento nella presente ricerca, inoltre un solo club è entrato in amministrazione controllata nella storia della Premier League.

Si passa poi agli approcci utili per le società di calcio, iniziando dal multiplo dei ricavi (per quanto riguarda i multipli in generale si rimanda al paragrafo 3.1.5). Viene utilizzato per lo più con le aziende giovani o in difficoltà o con utili volatili, con cui sarebbero inefficaci i metodi tradizionali. Il calcolo è molto semplice, richiede di moltiplicare il fatturato per il multiplo appropriato. Se da un lato troviamo la praticità e facilità, dall'altro la critica principale è il fatto di non riflettere i valori degli *asset*, dei debiti e le capacità di gestione dei costi e di generare profitti. In linea con le indicazioni di Deloitte di quegli anni, il multiplo utilizzato in questa ricerca è pari a 1,5.

Le valutazioni di Forbes sono ricavate da un modello basato sui multipli dei ricavi, sui prezzi delle transazioni passate e sulla presenza o meno dello stadio di proprietà. In realtà, confrontando i prezzi effettivi di transazioni di franchigie americane avvenute tra il 1998 e il 2003 con le cifre stabilite dalla rivista, in media il costo reale è stato maggiore del 27% rispetto a quello proposto da Forbes e 57 vendite su 91 sono avvenute a prezzi maggiori di quelli attesi. Questo fa intendere che comunque rimane complicato stimare un valore nel settore sportivo, soprattutto per la soggettività implicita nelle logiche di valutazione.

Infine, l'ultima valutazione che viene presa in considerazione (trascurabile ai fini dell'elaborato) è quella effettuata dai *broker*. Per capire il valore di un *asset*, essi si basano sui fondamentali, quindi nel caso delle società si fa riferimento al bilancio. Lo stato patrimoniale è in grado di evidenziare il valore degli attivi e del patrimonio netto, mentre il conto economico rivela la situazione finanziaria attuale. Nel caso dei club di calcio, le immobilizzazioni principali sono due: le infrastrutture tangibili (stadio, centro sportivo, ecc.) e i cartellini dei giocatori. Mentre per le prime la valutazione risulta semplice, è molto più complicato esprimersi sul prezzo dei calciatori, in particolar modo per quelli che arrivano dal settore giovanile o a parametro zero (quando scade il contratto con il club, un giocatore è libero di firmare per un'altra squadra senza che essa debba pagare per il cartellino). Dato che lo scopo di questi

operatori è creare una guerra al rialzo sul prezzo, le valutazioni non vengono prese come riferimento per questo studio.

Il ricercatore successivamente propone un nuovo modello di valutazione da lui studiato, detto "multivariato". I principali fattori presi in considerazione sono: i ricavi dai diritti tv, le sponsorizzazioni, il *merchandising*, lo stadio, i costi degli stipendi. La formula proposta è:

$$\text{Club Valuation} = (\text{Revenue} + \text{Net Assets}) \times \frac{(\text{Net Profit} + \text{Revenue}) \times (\text{Stadium Capacity \%})}{\text{Revenue}} \div (\text{Wage Ratio \%})$$

I ricavi e il patrimonio netto sono la spina dorsale del modello, dato che esplicitano la capacità di generare redditi in futuro; il rapporto $\frac{\text{risultato d'es.} + \text{ricavi}}{\text{ricavi}}$ indica la redditività del club rispetto alle entrate: se > 1 aumenterà il valore finale perché il club è in grado di generare profitti (e viceversa); maggiore è la capacità media dello stadio, più alta sarà la valutazione; il rapporto stipendi/ricavi illustra la competenza del management nel controllare i costi: più è basso, maggiore sarà la valutazione.

I risultati applicando i quattro metodi scelti sono contrastanti: la capitalizzazione è disponibile solo per un numero ristretto di società, inoltre offre valutazioni irregolari (ad esempio troppo bassa per il Tottenham o troppo alta per il Manchester United); il DCF è stato calcolato per 53 squadre delle 73, però richiede uno sforzo eccessivo nella ricerca dei dati e non è completamente affidabile dato che anche in questo caso ci sono esempi di sopravvalutazione e altri di sottovalutazione; il metodo dei multipli è maggiormente adatto per club più piccoli, ma tende a sottovalutare quelli con i ricavi maggiori; l'algoritmo di Forbes per la maggioranza dei casi pare quello più sensato, nonostante le differenze con i prezzi effettivi (di cui sopra), ma non è applicabile universalmente. In conclusione, il modello multivariato sviluppato da Markham sembra il più equilibrato: il calcolo è relativamente semplice (non troppo come i multipli), i dati sono reperibili senza difficoltà, utilizza indicatori chiave di performance personalizzati per il settore, è molto flessibile e quindi utilizzabile per qualsiasi club, è più affidabile dato che è in grado di garantire i prezzi più realistici. Come viene dimostrato nelle conclusioni dello studio, comparando i dati previsionali calcolati con il modello con i prezzi delle operazioni concluse, i primi sono superiori in media appena del 2,8% rispetto ai secondi.

In conclusione, è impossibile avere una formula certa che porti al prezzo esatto, questo perché le transazioni hanno una natura soggettiva che dipende dal contesto della singola squadra, dalle valutazioni delle parti e dal loro potere contrattuale.

Nel report di Football Benchmark viene utilizzato l'*Enterprise Value* per comparare le società di calcio. Queste possono avere strutture finanziarie differenti e così facendo si riesce ad arrivare ad una cifra che dà un'indicazione oggettiva di quanto può valere un'azienda indipendentemente dai livelli di indebitamento o l'utilizzo di capitale proprio. Per la predisposizione della relazione è stato adottato l'approccio dei multipli, in particolare *EV/sales*, per misurare il valore dei club in base ai ricavi che sono in grado di generare. Come visto in precedenza, nelle società sportive il fatturato è facile da trovare e comparare, si può utilizzare anche con chi ha difficoltà finanziarie ed è stabile negli anni (eccezione durante la pandemia); mentre la limitazione più significativa è che l'accentramento dei ricavi non tiene conto delle eventuali perdite presenti a bilancio, quindi si possono trovare valori elevati anche per club che hanno grossi problemi nella gestione dei costi. Generalmente viene utilizzato un multiplo unico deciso in base ad un campione di aziende e operazioni, un approccio fin troppo semplice che comporta l'omissione delle sostanziali differenze che contraddistinguono le varie squadre. Per ovviare a questo problema, nel calcolo dell'EV Football Benchmark ha perfezionato un algoritmo che è in grado di personalizzare i multipli in base a cinque parametri, ognuno dei quali ha un suo peso specifico:

- **Profittabilità:** viene preso in considerazione il rapporto *staff cost/revenue* degli ultimi tre anni. I costi del personale rappresentano la maggior parte delle spese di una società di calcio, comprendendo gli stipendi dei giocatori, allenatori e staff in generale. Un valore elevato compromette la capacità di generare profitti.
Data la volatilità significativa, vengono presi in considerazione con un peso minore anche l'EBIT e i profitti prodotti prima degli scambi di giocatori.
- **Popolarità:** espressa attraverso la somma del numero di *follower* tra i maggiori social media (Facebook, Twitter, Instagram, YouTube, TikTok e Weibo) nei profili ufficiali delle squadre. Viene utilizzato come indicatore della forza di un brand. La fama di una squadra è correlata ai risultati sportivi che essa ottiene e ha ottenuto, alla storia del club e alla presenza di determinati calciatori-*star* in rosa (ad esempio Cristiano

Ronaldo, il suo trasferimento in una nuova squadra ha fatto guadagnare milioni di nuovi *follower*).

- **Potenziale sportivo:** alla fine sono i risultati sul campo che contano e un team vincente attira nuovi tifosi, sponsor e giocatori di alto livello; questo comporta un aumento dei ricavi da reinvestire per migliorare ulteriormente la propria posizione. I traguardi arrivano se si ha una squadra in grado di competere, proprio per questo viene preso come indicatore delle potenzialità sportive il valore della rosa del club, nonché l'*asset* più importante per una società sportiva. Il limite principale è che avere un insieme di calciatori costosi non è una certezza di vittoria, dato che entrano in gioco numerosi variabili, ma comunque rimane l'unico modo per avere un'indicazione delle possibilità di successo.
- **Diritti televisivi:** come esposto precedentemente, risulta fondamentale il modo di ripartizione dei ricavi derivanti dai diritti tv dato che rappresentano una grossa percentuale del fatturato.
- **Stadio di proprietà:** generalmente è il secondo *asset* più importante per un club. Durante la pandemia, con le restrizioni agli eventi, le società si sono ritrovate in grosse difficoltà, a dimostrazione che grazie ad esso si registra una rilevante fetta di ricavi. In Italia la situazione è peggiore rispetto agli altri campionati: spesso gli impianti appartengono ad enti pubblici che non dimostrano nessuna volontà di rinnovamento, in altri casi le lunghe procedure e la burocrazia rallentano tutto il processo. L'unica soluzione ragionevole è l'investimento privato: i soli stadi di proprietà in Serie A sono quello di Juventus, Udinese e Atalanta. Due casi particolari sono il Sassuolo che gioca al Mapei Stadium, di proprietà dell'omonima società (che controlla la squadra emiliana), e il Monza che gioca all'U-Power Stadium di proprietà del comune e lasciato in gestione alla squadra fino al 2062. Nella stagione 2021/22 gli stadi di proprietà nei maggiori campionati erano: 4 su 17 per la Serie A, 16 su 18 in Bundesliga, 17 su 20 in Premier League, 11 su 20 nella Liga, 1 su 20 nella Ligue 1. Nella maggior parte dei casi, per raccogliere ulteriore liquidità, vengono conclusi dei contratti che accostano il nome degli stadi a qualche brand (Allianz Stadium della Juventus, Gewiss Stadium dell'Atalanta o Dacia Arena dell'Udinese.).

Con l'aiuto del modello sopra descritto, Football Benchmark ha studiato le squadre dal 2016 ad oggi. Secondo i dati del *Football Club Evaluation Report 2022* (tabella 2), dal primo anno al 2022 il club con la crescita dell'EV maggiore è stato il Paris Saint-Germain che è riuscito ad incrementare il suo valore del 153% passando da 843 milioni di euro a 2,132 miliardi, soprattutto grazie all'enorme iniezione di liquidità da parte della proprietà per consentire di rinforzare la squadra e vincere il trofeo più prestigioso, la Champions League (attualmente senza riuscirci). Altri club che hanno impressionato sono l'Inter con un aumento del 150% grazie ai più che sufficienti risultati sul campo e una gestione sportiva notevolmente migliorata dopo i diversi campi di proprietà, il Lione con +146% e il Tottenham con +139% grazie soprattutto all'inaugurazione dei nuovi stadi. Lo sviluppo delle big del calcio europeo con l'EV maggiore (Bayern Monaco, Manchester United, Real Madrid e Barcellona) non è stato altrettanto di spicco, ma anzi è rimasto praticamente invariato, solo i bavaresi sono riusciti a segnare un +10%. Prendendo le 32 squadre che sono comparse nelle top in questi anni, la crescita media è del 9,07%, mentre l'EV aggregato è di 37 miliardi di euro. Da questi dati si nota come il settore calcistico è abituato ad una crescita costante negli anni, rallentata solamente nel periodo della pandemia, confermando in parte il motivo che spinge gli investitori a comprare le squadre. Per l'analisi del report più recente si rimanda alla disamina effettuata precedentemente (capitolo 1.2.2 e 1.2.3).

Brand Finance redige annualmente uno studio in cui raccoglie i 50 brand più preziosi delle squadre di calcio. Viene calcolato da professionisti contabili in conformità con gli standard ISO sulla valutazione del marchio, tenendo conto anche degli investimenti nel marketing, delle performance finanziarie e del rapporto con gli *stakeholder*. L'obiettivo è stimare il valore che esso avrebbe nel libero mercato. Come abbiamo visto è una delle immobilizzazioni intangibili più importanti e difficili da valutare, ma risulta fondamentale per capire il valore reale di un club.

Tabella 3: Fonte Brand Finance. Top 10 dei brand calcistici nel 2022.

2022	2021	Logo	Name	Country	2022	2021
1 =	1		Real Madrid CF		€1,525M	€1,276M
2 ^	4		Manchester City FC		€1,327M	€1,118M
3 v	2		FC Barcelona		€1,325M	€1,266M
4 ^	6		Liverpool FC		€1,272M	€973M
5 v	3		Manchester United FC		€1,250M	€1,130M
6 v	5		FC Bayern Munich		€1,109M	€1,068M
7 =	7		Paris Saint-Germain		€1,027M	€887M
8 ^	9		Tottenham Hotspur FC		€873M	€723M
9 v	8		Chelsea FC		€855M	€769M
10 =	10		Arsenal FC		€793M	€675M

Dai risultati del loro ultimo report⁶¹, per il quarto anno consecutivo il primato spetta al Real Madrid. Con il valore di 1,525 miliardi di euro, il marchio è cresciuto del 19% rispetto all'anno precedente, soprattutto grazie alle vittorie di campionato e Champions League, ma non ha raggiunto il picco di 1,6 miliardi del 2019 (anno prima della pandemia). Il valore aggregato delle 8 squadre spagnole presenti è aumentato del 18% rispetto all'anno precedente, a indicare di come La Liga stia crescendo velocemente e si sta avvicinando alla Premier League, probabilmente anche grazie all'accordo concluso con CVC (di cui sopra). Le squadre inglesi però rimangono fisse in vetta con 6 posti occupati tra i primi 10, dimostrando nuovamente la superiorità rispetto agli altri campionati. La prima di queste è il Manchester City che con un valore pari a 1,3 miliardi si piazza al secondo posto, superando il Barcellona, grazie alle ottime prestazioni sia interne sia in Europa. Per quanto riguarda l'Italia, il primo club è la Juventus con 705 milioni (+25%), mentre il Milan è quello che ha ottenuto la crescita maggiore (+76%, 269 milioni) grazie alla vittoria dello scudetto. Gli altri club nostrani presenti nella top 50 sono l'Inter (+30%, 495 milioni), il Napoli (+32%, 182 milioni), la Roma (+49%, 181 milioni), l'Atalanta (+52%, 123 milioni) e la Fiorentina (*new entry*, 95 milioni). In Germania la situazione non è altrettanto rosea: Bayern Monaco a parte (+5%, 1,1 miliardi), il valore aggregato dei brand

⁶¹ Football 50 2022, Brand Finance.

delle squadre è sceso del 5%, principalmente perché i tifosi non vedono la Bundesliga come un campionato competitivo e quindi attraente, di conseguenza anche gli sponsor si interessano meno. L'unico team non europeo presente nella top 50 è il brasiliano Flamengo (96 milioni). Quest'ultimo insieme a Celtic (113 milioni), Ajax (182 milioni) e Benfica (101 milioni) sono i soli a non appartenere ai top 5 campionati.

A livello di club, i fattori che influiscono maggiormente nella valutazione sono le performance in campo e la gestione societaria, ad esempio la vittoria di una competizione o delle politiche di successo fanno buona impressione ai tifosi; mentre a livello generale, il Covid-19 e l'annuncio del progetto della Superlega sono gli eventi che hanno colpito più significativamente i valori. Nonostante ciò, come accade per gli EV, i livelli stanno tornando a quelli presenti pre-pandemia.

Per arrivare all'identificazione del valore del singolo brand, si è partiti anche dal calcolo del valore dell'intero club. L'EV consegna, infatti, la misura più oggettiva possibile, non essendo influenzato da com'è finanziata la società; ma attenzione, essendo pur sempre una stima frutto di formule ed elaborazioni, un grado di soggettività è imprescindibile. Viene utilizzato un sistema simile a quello di Football Benchmark, aggiustando il multiplo dei ricavi attraverso 7 criteri: la percezione del campionato (competitivo, emergente, storia, ecc.), la proprietà dello stadio, il valore della squadra, la forza del brand, la globalizzazione della squadra (capacità di raggiungere tutto il mondo), la storia del club e i margini operativi.

In conclusione, attualmente non esiste ancora un metodo universalmente riconosciuto per valutare i club di calcio, poiché sono entità particolari che richiedono un approccio personalizzato. I metodi di valutazione utilizzati per le aziende in generale non sono perfettamente applicabili a causa delle caratteristiche uniche del settore calcistico. Ad esempio, oltre ai classici fattori come il valore degli *asset*, le prospettive di mercato, le performance finanziarie e i flussi di cassa attesi, la valutazione di un club può essere influenzata da fattori difficilmente stimabili da terzi, come le sinergie e le esternalità uniche per ogni investitore. Le sinergie possono derivare da fattori come la presenza di sponsor esclusivi, accordi di licenza, relazioni di lunga data con i tifosi o la comunità locale, o l'accesso privilegiato a talenti emergenti nel settore. Tali sinergie possono avere un impatto significativo sul valore di un club di calcio, ma valutarle in modo accurato può essere molto complesso e soggettivo. Allo stesso modo, le esternalità, come l'effetto della reputazione del club

sull'immagine di un investitore o il valore aggiunto derivante dall'appartenenza a una determinata lega o competizione, possono variare notevolmente a seconda delle circostanze e dei punti di vista degli investitori coinvolti. Inoltre, il momento specifico della vendita e il potere contrattuale delle parti possono influenzare il prezzo finale di un accordo. Ad esempio, se il club è in una situazione finanziaria difficile o ha bisogno di liquidità immediata, l'acquirente sarà in grado di negoziare un prezzo inferiore. D'altra parte, se il club sta vivendo un periodo di successo o ha una solida base di tifosi fedeli, la proprietà può vantare un potere contrattuale più forte e richiedere un prezzo più alto. Tutti questi fattori contribuiscono alla complessità della valutazione dei club di calcio e comportano un grado di soggettività nella determinazione del prezzo della singola transazione. Pertanto, chiunque cerchi di valutare una squadra deve tener conto di una serie di fattori unici del settore, adattare le formule e i calcoli di conseguenza e considerare attentamente le sinergie, le esternalità e il contesto specifico della vendita.

Capitolo IV: ANALISI EMPIRICA

4.1 Ultime operazioni rivelanti in Europa

Una delle recenti operazioni più rilevanti a livello continentale è stata la vendita del Chelsea da parte del magnate russo Roman Abramovich, avvenuta dopo 19 anni di proprietà per via delle sanzioni che hanno colpito gli oligarchi russi dovute alla guerra. L'acquirente è un consorzio guidato da Todd Boehly, che ha dovuto spendere circa 2,92 miliardi di euro e impegnarsi a investire altri 2,1 nel club in futuro (fonti Calcio e Finanza e Sky Sport). È interessante notare la differenza tra il prezzo di acquisizione (senza tener conto dell'impegno di denaro da investire successivamente) ed i valori risultanti dai vari metodi di valutazione esposti precedentemente. Secondo il report di Football Benchmark, l'EV della società londinese è circa 2,1 miliardi di euro, Brand Finance lo stima a 2,7 miliardi mentre Forbes propone 2,9 miliardi, cifra che si avvicina maggiormente.

Il Milan è stato oggetto di due passaggi di proprietà. Il primo nel 2018, quando il fondo Elliott Management ha acquisito le quote del club dopo la mancata restituzione da parte dell'imprenditore cinese Yonghong di un prestito di 303 milioni che gli sarebbero serviti per completare l'acquisizione del club di Milano. Nel 2022 lo stesso fondo ha venduto a RedBird: secondo le notizie rese pubbliche⁶², la cifra totale spesa per l'acquisto è compresa tra 1 e 1.3 miliardi di euro, in contrapposizione con l'EV della società milanese calcolato da Football Benchmark, pari a 578 milioni di euro, e simile ai 1,1 miliardi proposti da Forbes. La situazione inizialmente non era delle migliori, né sportivamente, né finanziariamente. Durante la nuova gestione, il management è riuscito a riportare in positivo il patrimonio (da -36 milioni del 2018 a 131 nel 2022, fonte Calcio e Finanza) e a diminuire costantemente le perdite (da 126 milioni del 2018 a 66 nel 2022, fonte Calcio e Finanza). Inoltre, dopo anni contraddistinti da risultati deludenti sul campo, è stato in grado di tornare in Champions League e vincere uno scudetto. L'unico neo rimane lo stadio di proprietà, in programma ormai da diverso tempo, ma ostacolato dalla burocrazia italiana.

Da un'analisi di Football Benchmark (Football Clubs Valuation Report 2022), guardando gli indicatori finanziari, il valore degli *asset* e i flussi di cassa attesi delle due società, è difficile giustificare la notevole differenza tra il valore calcolato secondo il report citato e il prezzo

⁶² Sky Sport propone 1 miliardo, Il Sole 24 Ore 1.2, La Gazzetta 1.3.

deciso dalle parti. La domanda da porsi è il motivo di tale differenza. La risposta è allo stesso tempo tanto semplice quanto complicata: il valore è soggettivo e ciascuna parte chiamata in causa ha la propria opinione a riguardo, come abbiamo già visto precedentemente. In questi due casi le motivazioni possono essere il prestigio dei club, la mancanza di alternative altrettanto rinomate in vendita e la possibilità di competere fin da subito per i trofei più noti. Bisogna poi tener conto che, grazie alla potenza dei due brand, gli acquirenti possono sfruttare le sinergie per altri *business* di loro proprietà. Inoltre le squadre sono posizionate in città, Milano e Londra, di importanza mondiale e che permettono di ottenere un vantaggio competitivo non indifferente (destinazione gradita dai giocatori, attrae un numero maggiore di sponsor, facilità nello svolgere operazioni significative, ecc.). Infine entrano in gioco le aspettative, le prospettive, le esternalità, il potere contrattuale delle parti e le rispettive motivazioni; tutto ciò contribuisce a rendere ancora più personale la valutazione finale della squadra e a gonfiare i prezzi.

Un'altra importante operazione che riguarda il calcio italiano vede coinvolta l'Atalanta. Essa è sicuramente la squadra nostrana che è cresciuta di più negli ultimi 10 anni. La famiglia Percassi, che l'ha acquistata nel 2010, è riuscita a trasformare una piccola realtà provinciale che lottava per la salvezza in un top team del campionato italiano in grado di competere costantemente per un posto nelle competizioni europee. Alla base della strategia operativa ci sono le spese oculate nei trasferimenti, un monte ingaggi contenuto, investimenti in infrastrutture e nel settore giovanile e un'attenzione particolare nello sviluppo e nella crescita di talenti. Grazie a questa visione, la società è riuscita ad accompagnare i risultati sportivi a quelli economici, diventando una delle poche squadre a registrare costantemente degli utili (insieme a Real Madrid e Bayern Monaco, è l'unica squadra a chiudere ciascun anno di pandemia in utile). Inoltre si ricorda che è uno dei pochi club nella penisola ad avere uno stadio di proprietà. L'insieme di queste virtuosità ha attirato l'attenzione di diversi soggetti. Nel 2022 infatti, la quota di maggioranza della squadra di Bergamo è passata nelle mani di un gruppo statunitense guidato da Pagliuca (presidente del fondo Bain Capital). L'oggetto della transazione è il 55% della società controllante, con il restante 45% che rimane alla storica proprietà dei Percassi. Secondo la stampa⁶³, la somma versata dagli americani si aggira intorno ai 300-400 milioni di

⁶³ Le fonti offrono pareri discordanti: Il Corriere e La Gazzetta propongono 275 milioni, l'Ansa e il Corriere dello Sport invece suppongono 400 milioni.

euro, con la valutazione complessiva maggiore di 500. In questo caso l'unico dato comparabile disponibile è il valore di 454 milioni di Football Benchmark.

Da mesi invece è in vendita il Manchester United. La famiglia Glazer lo ha acquistato nel 2005 sborsando 790 milioni di sterline, ma non è mai scattata la scintilla tra la proprietà e i tifosi. Dopo gli ultimi anni difficili per il club più famoso e importante in Inghilterra, sembra arrivato il momento giusto per liquidare l'investimento e raccogliere i profitti. Tra le indiscrezioni più discusse vi è la concreta possibilità che per l'operazione possano servire tra i 5 e i 7 miliardi di sterline⁶⁴. Considerando i valori proposti dai report analizzati (Football Benchmark 2,883 miliardi di euro, Forbes 4,34 e Brand Finance 3,4), la differenza tra queste valutazioni è a dir poco abissale. Inoltre, anche la capitalizzazione di borsa, di circa 2 miliardi (in data 31/01/2022, fonte Investing), risulta significativamente inferiore. Da un punto di vista puramente aziendale, considerando gli *asset* più importanti, non ci si avvicina alla cifra prevista: lo stadio Old Trafford è storico ma necessita di opere di restauro, così come il centro sportivo, la rosa ha un valore di circa 800 milioni di euro, mentre il marchio è valutato circa 1.3 miliardi (fonte Brand Finance). Allargando la visione però, si nota come il Manchester United non sia semplicemente una squadra di calcio, ma un vero e proprio brand mondiale con un seguito di centinaia di milioni di fan. Essere proprietari di una realtà così importante porta a numerosi vantaggi, partendo dallo sfruttamento di sinergie, passando per la fama e il prestigio, fino al potere politico e sociale, benefici che vanno oltre allo sfruttamento del marchio. Tra i potenziali acquirenti, gli interessi più concreti sono da parte di grossi gruppi statunitensi, che intravedono delle importanti opportunità commerciali con l'avvicinarsi dei mondiali del 2026 in Nord America, e di compratori collegati ai Paesi medio-orientali (Bahrain, Arabia Saudita, Qatar). Un punto cruciale da evidenziare è che, indipendentemente dai futuri proprietari, i tifosi si preoccupano solo dei risultati sul campo. Pertanto, l'obiettivo principale dovrebbe essere riportare il club ai successi in Inghilterra e in Europa, ristabilendo così il suo antico splendore. È importante sottolineare che se non si raggiungono tali obiettivi, è inevitabile che si verifichino attriti con i tifosi, come è successo alla famiglia Glazer.

⁶⁴ Calcio e Finanza afferma che la cifra di vendita minima è 5 miliardi di euro; la Gazzetta ha parlato di un'offerta ricevuta di 6; Football Benchmark ha pubblicato un report secondo cui il prezzo atteso è intorno ai 7.

4.2 Analisi e commento dei valori proposti.

Di seguito si procede con un'analisi dei dati proposti dai report (Brand Finance "Football 50"; Football Benchmark "Football clubs valuation report 2022"; Forbes "I club con il valore maggiore") e con un commento sviluppato dallo scrivente, basato su di essi e su ciò che è stato esaminato nei capitoli precedenti, ovvero la letteratura e le dinamiche finanziarie e sociali del mondo calcistico degli ultimi anni.

La valutazione delle squadre di calcio presenta alcuni problemi significativi che non si trovano in altri settori. Come abbiamo già visto, in questo ambiente i profitti sono rarissimi e nonostante ciò i club hanno un *market value* decisamente superiore al *book value*. Il mercato esprime spesso un valore che, a primo impatto, sembrerebbe irrazionale e slegato dalle logiche fondamentali. In realtà gli operatori riconoscono alle società un valore aggiunto che viene giustificato in gran parte da fattori non finanziari. Date le perdite, il metodo DCF non è applicabile, inoltre la capitalizzazione di Borsa offre un risultato incompleto (spiegato nel capitolo precedente, paragrafo 3.2). Per questo motivo, per il calcolo dell'EV vengono utilizzati i multipli, opportunamente aggiustati tenendo in considerazione gli specifici fattori *driver*, come nel caso dei report di Football Benchmark, Forbes e Brand Finance. Richiamando le conclusioni degli studi precedentemente analizzati⁶⁵, a livello finanziario bisogna innanzitutto ricordare che vi è una stretta correlazione tra l'EV e il fatturato, mentre la stessa non è presente con l'EBIT o con il risultato d'esercizio, proprio per le peculiarità del settore calcistico. Come ci si può aspettare, al crescere dei ricavi totali aumenta di conseguenza l'EV. Date queste ragioni, la soluzione più diffusa è l'utilizzo del multiplo *EV/fatturato*. Se da un lato è utile perché permette di valutare le società in perdita o con risultati molto volatili, dall'altro non tiene in considerazione la capacità dell'impresa di generare valore e di controllare i costi, gli *asset* a disposizione e la situazione debitoria. Nel 2008 Deloitte (*Annual Review of Football Finance*) ha affermato che il prezzo di un club variava da 1,5 a 2 volte i ricavi annuali⁶⁶. Guardando le transazioni degli ultimi anni, si può affermare con ragionevole sicurezza che il multiplo sia aumentato (analizzato successivamente).

⁶⁵ "What drives the value of football clubs: An approach based on private and socio-emotional benefits." e "What is the optimal method to value a football club?".

⁶⁶ Lo studio è stato condotto sui prezzi di acquisto di 9 club di Premier League venduti tra il 2003 e il 2008.

Nei report esaminati, il multiplo scelto è stato aggiustato in base a dei fattori *driver* che sono in grado di modellare il valore di un club in base alle proprie caratteristiche, correggendo in parte le criticità del metodo. Capiamo ora quali sono questi fattori e come influenzano l'EV finale. Partendo dagli attivi, il brand è uno dei componenti più importanti. Esso è caratterizzato da una bassa volatilità, infatti è indipendente dai risultati economici ed in parte anche da quelli sportivi. Il marchio si basa sulla reputazione sviluppata durante l'intera storia della squadra. Grazie ad esso, una società è in grado di attirare sia sponsor sia nuovi giocatori, con risvolti positivi nei ricavi finali e nelle performance. Il secondo *asset* intangibile fondamentale è il valore della rosa. Insieme al coefficiente UEFA, il prezzo totale della squadra può essere utilizzato proprio per avere un'indicazione sulle prestazioni in campo. Queste ultime infatti condizionano il prezzo dei cartellini. Inoltre, in situazioni in cui vi è la necessità di liquidità, avere dei giocatori preziosi e facili da vendere aiuta a recuperare il denaro occorrente. Si può affermare che l'EV viene influenzato positivamente in entrambi i casi, un aumento del valore della rosa o del brand equivale ad un incremento dell'EV e viceversa. Un altro *asset* importante è lo stadio di proprietà, grazie al quale una squadra si garantisce entrate costanti, non solo con i *matchdays* ma anche organizzando ed ospitando eventi. Oltre al valore dell'impianto in sé, è utile misurare il grado di sfruttamento di esso, utilizzando ad esempio l'indice di capienza media. Anche in questo caso un aumento delle cifre va a migliorare il valore finale. Rimanendo in tema di elementi intangibili che influenzano positivamente l'EV, bisogna evidenziare altri due fattori che negli ultimi anni hanno conquistato un ruolo fondamentale. Il primo è la percezione del campionato: si può notare come il semplice fatto di partecipare ad una competizione piuttosto che ad un'altra obbliga il potenziale acquirente ad effettuare delle valutazioni. Ad esempio i prezzi attuali delle squadre di Premier League sono decisamente superiori rispetto a quelli delle altre leghe, anche nel caso di team minori. Il campionato inglese, infatti, si è sviluppato molto rapidamente negli ultimi anni, con un conseguente aumento dei ricavi, in particolare i diritti tv, e dei fan. Questi ultimi sono un altro fattore chiave nella valutazione. L'espansione dei *social media* ha reso necessario lo sviluppo di strategie improntate su questi aspetti. Il numero di *followers* deve essere considerato all'interno del calcolo del valore finale di un club, nonostante esso possa essere collegato alla forza del brand, non tenerne conto potrebbe rivelarsi un errore. Ci sono club meno conosciuti globalmente perché appartengono a campionati minori (quindi con un valore di partenza del brand più basso) che, grazie ad una visione chiara e a politiche di successo, sono riusciti ad ottenere

grande seguito sui *social*, con conseguenze positive sia per i guadagni totali sia per la fama in generale (ad esempio il Galatasaray). Infine, bisogna tenere presente che i ricavi rimangono comunque un elemento portante. Essi comprendono principalmente i diritti tv, le entrate derivanti dai *matchdays*, le vendite del *merchandising* e le sponsorizzazioni. Si può notare come tra i fattori *driver* utilizzati nei report per modificare il moltiplicatore non ci sia nessun indicatore che prende in considerazione direttamente il livello di debito del club, ad esempio la posizione finanziaria netta o il totale dei debiti, ma solo indirettamente attraverso il *net assets* o il patrimonio netto. Questo dimostra che la quantità di debito presente a bilancio non va ad influenzare pesantemente il valore finale.

Nella letteratura esaminata, solamente lo studio "*What is the optimal method to value a football club?*" confronta con precisione gli esiti di diversi metodi di valutazione analizzati in questo elaborato e le differenze tra questi e i prezzi delle transazioni avvenute in quel periodo. In particolare, i metodi sono il DCF, la capitalizzazione di Borsa, il multiplo *EV/sales*, le valutazioni di Forbes e l'EV ottenuto con la formula proposta dall'autore stesso. Vengono prese in considerazione le maggiori squadre inglesi nelle stagioni che vanno dal 2003/2004 al 2011/2012. Successivamente vengono riportate le tabelle riassuntive dei risultati ottenuti⁶⁷.

⁶⁷ Le tabelle sono prese direttamente dallo studio "*What is the optimal method to value a football club?*" di Markham (2013).

Table 1: Results from selected valuation models in comparison to EPL clubs included in the Forbes 'Most Valuable Soccer Teams' 2011/12 – 2003/04

Season	Club	Market Cap. (£m)	DCF (£m) ⁱ	Rev. Multiples (£m) ⁱ	Forbes (£m)	Multivariate (£m) ⁱ
2011/12	Manchester United ⁱⁱ	1,491.2 ⁱⁱⁱ	987.0	497.2	1,394.8	1,060.4
2011/12	Arsenal ⁱⁱ	1,003.3	790.8	340.2	806.3	942.9
2011/12	Chelsea	N/A	N/A	333.4	474.9	510.5 ^{vi}
2011/12	Liverpool	N/A	N/A	275.5	386.3	352.2
2011/12	Tottenham Hotspur	83.6 ^{ix}	684.5	245.2	352.0	436.3
2011/12	Manchester City	N/A	N/A	229.8	276.5	401.1 ^{iv}
2010/11	Manchester United ⁱⁱ	N/A	1,404.5	429.6	1,243.6	958.2
2010/11	Arsenal ⁱⁱ	715.5	1,022.0	336.5	802.4	940.7
2010/11	Chelsea	N/A	N/A	308.7	440.0	426.4 ^{vi}
2010/11	Liverpool	N/A	261.7	276.8	369.1	449.6 ^{vi}
2010/11	Tottenham Hotspur	130.5	579.9	179.7	275.5	317.3
2010/11	Manchester City	N/A	N/A	187.6	194.6	411.1 ^{iv}
2009/10	Manchester United ⁱⁱ	N/A	753.9	295.7	1,115.5	952.5
2009/10	Arsenal ⁱⁱ	606.6	1,044.1	294.8	718.0	867.1
2009/10	Liverpool	N/A	239.2	266.0	499.7	520.6 ^{vi}
2009/10	Chelsea	N/A	N/A	305.0	392.7	409.8
2009/10	Tottenham Hotspur	80.3	1,082.2	169.5	226.1	367.0
2009/10	Manchester City	N/A	N/A	130.5	156.8	256.4 ^{iv}
2009/10	Newcastle United	N/A	N/A	129.1	120.4	148.2 ^{vi}
2008/09	Manchester United ⁱⁱ	N/A	1,137.8	384.4	939.5	960.7
2008/09	Arsenal ⁱⁱ	420.0	846.6	334.5	602.9	938.0
2008/09	Liverpool	N/A	441.8	238.6	507.4	332.6
2008/09	Chelsea	N/A	N/A	315.3	401.9	549.0 ^{vi}
2008/09	Tottenham Hotspur	84.0	630.1	172.2	223.6	251.1
2008/09	Manchester City	N/A	19.2	123.4	155.7	276.2 ^{iv}
2008/09	Newcastle United	N/A	N/A	149.0	143.2	137.3 ^{vi}
2008/09	Aston Villa	N/A	74.6	113.5	120.6	134.5 ^{vi}
2008/09	Everton	N/A	142.0	113.5	104.0	87.5 ^{vi}
2007/08	Manchester United ⁱⁱ	N/A	1,056.5	315.1	896.4	742.0
2007/08	Arsenal ⁱⁱ	525.8	729.5	301.3	597.6	751.2
2007/08	Liverpool	N/A	295.5	200.9	522.9	277.4 ^{vi}
2007/08	Chelsea	N/A	N/A	281.3	380.5	489.8 ^{vi}
2007/08	Tottenham Hotspur	131.3	451.2	154.6	206.2	418.1
2007/08	Newcastle United	132.4	N/A	130.6	149.4	126.2 ^{vi}
2007/08	Everton	N/A	16.8	77.1	98.1	60.4
2007/08	West Ham United	N/A	N/A	87.4	97.1	144.2 ^{vi}
2007/08	Manchester City	N/A	18.7	85.4	95.1	241.3 ^{iv}
2007/08	Aston Villa	N/A	118.7	72.9	94.6	75.6

Season	Club	Market Cap. (£m)	DCF (£m) ⁱ	Rev. Multiples (£m) ⁱ	Forbes (£m)	Multivariate (£m) ⁱ
2006/07	Manchester United ⁱⁱ	N/A	696.4	248.1	786.0	805.9
2006/07	Arsenal ⁱⁱⁱ	420.0	194.8	207.4	495.0	468.8
2006/07	Chelsea	N/A	N/A	225.0	290.5	310.7 ^{iv}
2006/07	Liverpool	N/A	247.5	179.2	245.6	259.7
2006/07	Newcastle United	82.5	206.9	124.6	140.7	133.4
2006/07	Tottenham Hotspur	78.9	74.6	111.2	131.5	185.8
2006/07	Manchester City	N/A	72.3	92.7	112.5	151.1
2006/07	Everton	N/A	59.7	87.2	89.3	88.2 ^{vi}
2006/07	West Ham United	N/A	202.0	78.0	84.4	163.1
2006/07	Aston Villa	N/A	27.4	73.5	75.7	73.2 ^{vii}
2005/06	Manchester United ⁱⁱ	N/A	563.8	235.8	765.9	703.5
2005/06	Arsenal ⁱⁱⁱ	323.5	485.7	207.6	469.1	574.3
2005/06	Chelsea	N/A	N/A	219.9	283.4	298.2 ^v
2005/06	Liverpool	N/A	346.5	181.6	206.4	309.0
2005/06	Newcastle United	59.2	144.2	130.5	168.5	188.4
2005/06	Manchester City	10.5	42.1	91.3	123.8	74.6
2005/06	Tottenham Hotspur	44.8	205.7	105.8	119.4	259.5
2005/06	Everton	N/A	38.7	89.9	77.0	102.2 ^{vi}
2005/06	Aston Villa	46.7	95.1	77.4	66.9	81.6
2004/05	Manchester United ⁱⁱ	N/A	513.5	253.6	690.2	800.5
2004/05	Arsenal ⁱⁱⁱ	234.9	541.6	235.3	338.2	564.0
2004/05	Chelsea	N/A	N/A	228.2	247.7	262.5 ^v
2004/05	Liverpool	N/A	N/A	137.4	243.3	133.6
2004/05	Newcastle United	57.3	155.3	135.2	215.7	246.7
2004/05	Tottenham Hotspur	29.6	7.4	99.5	164.4	192.0
2004/05	Manchester City	8.1	35.7	92.9	144.6	98.8
2004/05	Aston Villa	36.2	164.7	83.8	130.2	86.1
2004/05	Leeds United	N/A	N/A	81.0	74.5	14.2
2003/04	Manchester United ⁱⁱ	624.0	796.0	259.50	717.5	790.1
2003/04	Arsenal ⁱⁱⁱ	98.0	115.7	176.75	291.6	386.4
2003/04	Liverpool	N/A	297.2	153.76	270.4	289.6
2003/04	Newcastle United	52.8	211.2	144.67	240.8	281.7
2003/04	Chelsea	N/A	95.9	164.90	205.1	215.4
2003/04	Tottenham Hotspur	21.9	N/A	99.76	166.4	152.9
2003/04	Leeds United	N/A	N/A	96.01	88.9	5.6

i) Multivariate Model, Revenue Multiples and DCF calculations are based on figures from the annual reports of each club (those with multiple annual reports are listed below) and the Deloitte Annual Review of Football Finance reports from 2003-2012.

ii) Manchester United annual reports: Manchester United Limited, Manchester United Football Club Limited Red Football Limited, Red Football Limited and Red Football Shareholder Limited.

iii) Arsenal annual reports: Arsenal Holdings PLC and The Arsenal Football Club Public Limited Company.

iv) Net loss and debt figures were stripped out of calculations to reflect true position of club.

v) Annual loss removed to reflect the true position of club.

vi) Profit adjusted to reflect once off transfer fee received for Wayne Rooney.

vii) Net debt figure stripped out of calculations to reflect true position of club.

viii) Manchester United's Market Capitalisation is based on the closing price on 10/08/12 – the club's first day of trading in New York

ix) Tottenham Hotspur's Market Capitalisation is based on the closing price on 13/01/012 – the club's last day of trading in London.

Table 2: Comparison of actual club sale values with Forbes and Multivariate valuations 2003/04 – 2011/12

Transaction Date	Club	Cost (£m)	Forbes (£m)	Multivariate (£m)
22 December 2003	Bolton Wanderers	53.6 ¹⁴	N/A	51.1
28 June 2005	Manchester United	800 ¹⁵	690.2	800.5
19 July 2006	Portsmouth	64 ¹⁶	N/A	43.0
14 August 2006	Aston Villa	75.2 ¹⁷	75.7	81.6
21 November 2006	West Ham United	108 ¹⁸	N/A	111.7
06 February 2007	Liverpool	219 ¹⁹	245.6	259.7
06 July 2007	Manchester City	81.6 ²⁰	123.8	74.6
18 July 2007	Newcastle United	131 ²¹	140.7	133.4
28 January 2008	Derby County	20 ²²	N/A	20.9
23 September 2008	Manchester City	233.3 ²³	95.1	241.3
28 May 2009	Sunderland	20 ²⁴	N/A	20.1
20 August 2009	Birmingham City	96.5 ²⁵	N/A	82.6
19 November 2010	Blackburn Rovers	43.7 ²⁶	N/A	69.6
15 October 2010	Liverpool	300 ²⁷	507.4	332.6
18 August 2011	Queens Park Rangers	68.18 ²⁸	N/A	62.0

Table 3: Comparison of actual club sale values to variations of Forbes and Multivariate valuations with Average and Standard Deviation calculations 2003/04 – 2011/12

Transaction Date	Club	Cost (£m)	Forbes Variation (£m)	Variation on actual %	Multivariate Variation (£m)	Variation on actual %
22 December 2003	Bolton Wanderers	53.6	N/A	N/A	-2.5	-4.7
28 June 2005	Manchester United	800	-109.8	-13.7	0.5	0.1
19 July 2006	Portsmouth	64	N/A	N/A	-21.0	-32.8
14 August 2006	Aston Villa	75.2	0.5	0.7	6.4	8.6
21 November 2006	West Ham United	108	N/A	N/A	3.7	3.4
06 February 2007	Liverpool	219	26.6	12.1	40.7	18.6
06 July 2007	Manchester City	81.6	42.2	51.8	-7.0	-8.6
18 July 2007	Newcastle United	131	9.7	7.4	2.4	1.8
28 January 2008	Derby County	20	N/A	N/A	0.9	4.4
23 September 2008	Manchester City	233.3	-138.2	-59.2	8.0	3.4
28 May 2009	Sunderland	20	N/A	N/A	0.1	0.6
20 August 2009	Birmingham City	96.5	N/A	N/A	-13.9	-14.4
19 November 2010	Blackburn Rovers	43.7	N/A	N/A	25.9	59.2
15 October 2010	Liverpool	300	207.4	69.1	32.6	10.9
18 August 2011	Queens Park Rangers	68.18	N/A	N/A	-6.2	-9.0
Average					-9.7	2.8
Standard Deviation					42.2	19.7

Dalla tabella 1 si può osservare innanzitutto che i valori di Forbes e del modello multivariato sono cresciuti nel corso degli anni. In generale, il calcolo con il multiplo *EV/Sales* presenta valori parecchio bassi rispetto a Forbes e multivariato. Stessa caratteristica presente nella capitalizzazione di Borsa e nella maggior parte dei casi anche nel DCF. È però da evidenziare che i valori non hanno una correlazione marcata, dato che cambiano a seconda del team e dell'anno presi in considerazione. Per un'analisi approfondita più recente sulle maggiori squadre di Premier League si rimanda ad un paragrafo successivo.

Con riferimento ai prezzi delle transazioni concluse, è difficile affermare quale metodologia sia la migliore. Le valutazioni di Forbes e del modello multivariato sono quelle che si avvicinano maggiormente (tabelle 2 e 3). Mentre il DCF e la capitalizzazione di mercato, ove possibili, offrono un valore finale che sottovaluta la stima del prezzo. Le motivazioni derivano dai limiti espliciti precedentemente. Il multiplo *EV/sales*, oltre a presentare la stessa criticità, semplifica troppo il calcolo escludendo i fattori *driver* fondamentali che variano per ciascun club.

Considerato che i dati appena mostrati derivano da uno studio che ha più di dieci anni, viene ora proposta una tabella che confronta i valori dei club all'inizio dell'anno 2022, basata sui report analizzati precedentemente (Football Benchmark, Forbes, Brand Finance). Inoltre, essa viene accompagnata da altre due tabelle in cui vengono riassunti tutti i fattori *driver* per la creazione di valore di ciascuna squadra, divisi tra quelli puramente finanziari e il resto. Essi sono inclusi nella formula matematica che le società di consulenza hanno utilizzato per stilare i loro report. L'ordine è in base alle top 32 squadre per EV secondo Football Benchmark nel 2022.

Leggenda e note:

Premier League
La Liga
Bundesliga
Serie A
Ligue 1
Altro

Nota 1: La capitalizzazione di Borsa è presa in data 31/01/2022. Fonte Investing.

Nota 2: Prezzi indicati secondo le informazioni pubbliche e articoli di testate giornalistiche (Sky, Calcio e Finanza, Il Sole 24 Ore, Forbes, Financial Times).

Nota 3: Viene calcolata la media dei ricavi dal 2018 al 2022 per i top 20 team della Football Money League 2022; per le restanti squadre viene preso come indicazione solo il dato relativo all'ultima stagione. Fonte: Football Money League 2022 di Deloitte.

Nota 4: Viene calcolata la media dei rapporti dal 2018 al 2022 per i top 20 team della Football Money League 2022. Fonte: Football Money League 2022 di Deloitte.

Nota 5: Secondo i dati pubblici disponibili. Fonti: i report finanziari annuali delle squadre.

Nota 6: Presenze medie allo stadio nella stagione 2022/2023, in quanto quelle precedenti sono influenzate dal Covid19. Fonte: Transfermarkt.

Nota 7: Valore rosa in data 31/01/2022. Fonte: Transfermarkt.

Nota 8: Somma del numero di followers di Facebook, Instagram, Twitter, Youtube, TikTok, Weibo per ciascuna squadra in data 31/12/2022. Fonte: Football Benchmark.

Nota 9: Coefficiente relativo alla stagione 2021/2022. Fonte: il sito ufficiale della UEFA.

Fonti:

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=1921b94e286b>

Deloitte: <https://www2.deloitte.com/it/it/pages/technology-media-and-telecommunications/articles/deloitte-football-money-league-2022---deloitte-italy---tmt.html>

Football Benchmark: https://www.footballbenchmark.com/library/football_clubs_valuation_the_european_elite_2022

Brand Finance: <https://brandirectory.com/rankings/football/>

Markham: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238265

Transfermarkt: <https://www.transfermarkt.it/>

Investing: <https://it.investing.com/>

UEFA: <https://it.uefa.com/>

Tabella 4: confronto tra le valutazioni analizzate nell'elaborato. In milioni di euro. Rielaborazione personale.

CONFRONTO VALUTAZIONI							
	CLUB	E.V. 2022 (Foot. Bench.)	E.V. 2022 (Forbes)	E.V. 2022 (Brand Fin.)	Modello di Markham	Borsa ¹	Prezzo acquisto ²
1	Real Madrid	3.184 €	4.800 €	3.593 €	1.811 €		
2	Manchester United	2.883 €	4.340 €	3.428 €	1.054 €	1.992 €	5000-7000 (previsto)
3	Barcelona	2.814 €	4.700 €	3.032 €	458 €		
4	Bayern Monaco	2.749 €	4.100 €	4.736 €	2.140 €		
5	Liverpool	2.556 €	4.200 €	3.592 €	1.308 €		5000 (previsto)
6	Manchester City	2.483 €	4.000 €	3.442 €	2.475 €		
7	Chelsea	2.179 €	2.925 €	2.660 €	1.010 €		2900-3100 € (5/2022)
8	Paris Saint-Germain	2.132 €	3.000 €	3.365 €	319 €		
9	Tottenham	1.912 €	2.210 €		1.274 €		
10	Juventus	1.597 €	2.300 €	2.294 €	616 €		
11	Arsenal	1.584 €	1.930 €	1.746 €	851 €		
12	Atletico Madrid	1.234 €	1.400 €		517 €		
13	Borussia Dortmund	1.226 €	1.700 €		984 €	471 €	
14	Inter	996 €	949 €		179 €		
15	Milan	578 €	1.100 €		268 €		1100-1300 € (5/2022)
16	West Ham	541 €	850 €		813 €		
17	Leicester	526 €	870 €		20 €		
18	Napoli	483 €			189 €		
19	Ajax	473 €			1.512 €	264 €	
20	Lione	456 €			246 €	113 €	
21	Atalanta	454 €			847 €		450-500 € (2/2022)
22	Everton	450 €	890 €		745 €		
23	Eintracht Francoforte	428 €					
24	Roma	413 €			22 €		
25	Siviglia	390 €					
26	Valencia	385 €					
27	Galatasaray	344 €				113 €	
28	Benfica	326 €					
29	Porto	311 €				20 €	
30	Aston Villa	308 €	700 €				
31	Villarreal	303 €					
32	Lazio	302 €			192 €	70 €	

Tabella 5: riassunto dei *driver* finanziari più rilevanti nel calcolo della valutazione di un club. In milioni di euro. Rielaborazione personale.

FATTORI DRIVER FINANZIARI							
	CLUB	Ricavi medi ³	Rapporto salari/ricavi medio ⁴	Patrimonio Netto 2022 ⁵	Risultato d'esercizio 2022 ⁵	Tot fixed assets 2022 ⁵	Tot liabilities 2022 ⁵
1	Real Madrid	711	61%	546,447	12,936	1287,654	1722,775
2	Manchester United	641	59%	148,576	-134,596	1231,069	1358,841
3	Barcellona	693	73%	-353,000	124,000	840,000	1756,000
4	Bayern Monaco	638	54%	504,000	12,700	441,100	97,200
5	Liverpool	586	62%	234,991	2,838	592,982	314,116
6	Manchester City	621	61%	813,364	48,620	1032,074	434,656
7	Chelsea	510	70%	467,000	-133,488	512,071	1569,588
8	Paris Saint-Germain	586	80%	151,900	-368,700	566,083	799,000
9	Tottenham	465	46%	206,530	-58,468	1845,964	1961,206
10	Juventus	418	74%	750,292	-238,000	645,464	750,292
11	Arsenal	414	65%	224,065	-52,997	844,408	692,913
12	Atletico Madrid	346	68%	111,317	-22,637	809,031	604,469
13	Borussia Dortmund	350	60%	308,944	-35,376	334,810	132,961
14	Inter	315	68%	-86,605	-140,056	616,475	881,150
15	Milan	210	82%	131,230	-67,000	346,203	244,480
16	West Ham	219	70%	348,991	-0,683	143,555	0,000
17	Leicester	212	87%	-47,165	-235,066	418,837	567,624
18	Napoli	175	74%	68,830	-51,951	169,871	258,967
19	Ajax	187	21%	197,636	-24,320	342,199	265,988
20	Lione	135	39%	78,100	-55,000	463,400	383,400
21	Atalanta	167	38%	178,866	11,367	211,004	166,275
22	Everton	214	91%	343,893	-474,798	183,693	352,157
23	Eintracht Francoforte	208					
24	Roma	190	88%	-340,366	-219,291	231,272	703,591
25	Siviglia	186					
26	Valencia	109					
27	Galatasaray	67					
28	Benfica	197					
29	Porto	154					
30	Aston Villa	211					
31	Villarreal	179					
32	Lazio	165	61%	58,643	-22,345	281,628	264,005

Tabella 6: riassunto dei *driver* non finanziari più rilevanti nel calcolo della valutazione di un club. In milioni di euro. Rielaborazione personale.

ALTRI FATTORI DRIVER

	CLUB	Marchio (Brand Fin.)	Valore rosa ⁷	Coefficiente UEFA ⁹	Indice medio di presenze allo stadio ⁶	Followers ⁸
1	Real Madrid	1.525 €	780	30,0	86%	326,430
2	Manchester United	1.300 €	794	18,0	99%	208,668
3	Barcellona	1.325 €	636	15,0	84%	313,174
4	Bayern Monaco	1.109 €	816	26,0	100%	119,204
5	Liverpool	1.272 €	889	33,0	98%	127,786
6	Manchester City	1.327 €	993	27,0	97%	121,429
7	Chelsea	855 €	883	25,0	98%	137,584
8	Paris Saint-Germain	1.027 €	910	19,0	93%	171,978
9	Tottenham	873 €	581	5,0	99%	77,833
10	Juventus	705 €	566	20,0	91%	132,375
11	Arsenal	793 €	526		99%	94,353
12	Atletico Madrid		647	19,0	82%	
13	Borussia Dortmund	191 €	576	10,0	100%	47,068
14	Inter	495 €	552	18,0	96%	58,864
15	Milan	269 €	467	7,0	95%	61,616
16	West Ham		351	21,0	100%	10,888
17	Leicester		514	13,0	99%	20,393
18	Napoli	182 €	506	9,0	82%	12,821
19	Ajax	182 €	364	22,0	96%	21,662
20	Lione		324	21,0	76%	11,086
21	Atalanta	123 €	380	16,0	86%	
22	Everton		464		99%	12,784
23	Eintracht Francoforte		200	28,0	97%	
24	Roma	181 €	391	23,0	84%	25,517
25	Siviglia		425	12,0	82%	7,667
26	Valencia		298		82%	
27	Galatasaray		102	15,0	87%	39,409
28	Benfica	101 €	288	20,0	86%	
29	Porto		224	10,0	82%	9,274
30	Aston Villa		437		98%	11,593
31	Villarreal		367	24,0	69%	5,085
32	Lazio		267	9,0	61%	

Con riferimento ai tre report (Football Benchmark, Forbes e Brand Finance), Football Benchmark offre le valutazioni minori, mentre Forbes le maggiori, avvicinandosi maggiormente ai prezzi di vendita dei club. Questo è dovuto principalmente al peso che viene dato ai fattori *driver* all'interno del calcolo. Per nessuno dei tre metodi è stata resa pubblica la formula utilizzata, ma tutti affermano di partire dall'uso del multiplo *EV/sales* tratto da transazioni comparabili, per poi svilupparsi secondo le proprie idee.

Football Benchmark aggiusta il multiplo con cinque diversi fattori *driver* che influenzano il prezzo finale: la capacità di gestione dei costi misurata con il rapporto *stipendi/ricavi*; il potenziale sportivo con riferimento al valore della rosa; i ricavi, in particolare quelli da diritti tv; l'indice medio di presenze allo stadio; il numero di *followers* sui *social* in correlazione con il brand per capire la forza economica del marchio. Secondo Brand Finance, i fattori *driver* sono: la percezione campionato, lo stadio, il valore della rosa, il brand, il grado di globalizzazione, la storia e i margini operativi. Infine, Forbes si limita a spiegare che l'EV è stato calcolato basandosi su transazioni comparabili, includendo: la redditività dello stadio (ma non il valore dello stesso), il reddito operativo (inteso come utile prima degli interessi, delle imposte, dei deprezzamenti, degli ammortamenti e delle spese o ricavi derivanti dal trasferimento dei giocatori) e il debito costituito da prestiti con scadenza superiore ad un anno. Si possono riscontrare subito delle similitudini. Innanzitutto i fattori *driver* si possono dividere in due macroaree: una che misura la componente economica del club (ricavi, redditività, entrate dello stadio, ecc.) e una che valuta la popolarità e competitività della squadra (brand, valore rosa, grado di globalizzazione, percezione del campionato, ecc.). Forbes si differenzia dato che considera i risultati operativi e il totale dei debiti, quindi ha una visione più classica, mentre gli altri due si concentrano anche su fattori non economici come i *followers* o la storia delle squadre. In conclusione si può affermare che risultati finali divergono in base al peso che viene dato a ciascun fattore nella formula matematica, impossibili da stimare con le informazioni a disposizione.

Esaminando i risultati ottenuti con la formula di Markham (paragrafo 3.2.2, richiamata nell'immagine sottostante), si nota a primo impatto che probabilmente non è più affidabile come quando è stata proposta. Le cifre infatti sono decisamente minori rispetto a tutti i report.

$$\text{Club Valuation} = (\text{Revenue} + \text{Net Assets}) \times \frac{(\text{Net Profit} + \text{Revenue})}{\text{Revenue}} \times (\text{Stadium Capacity \%}) \div (\text{Wage Ratio \%})$$

Analizzando la formula⁶⁸, non sembrerebbe esserci una base che fa riferimento ai metodi di valutazione classici, al contrario dei report in cui viene utilizzato il multiplo *EV/sales*. Inoltre, a parere di chi scrive, non si tiene conto di alcuni *driver* che sono diventati fondamentali negli anni. Il punto di partenza del calcolo è ottenuto sommando *revenue* e *net assets*, che rappresentano gli elementi base della valutazione secondo l'autore. Successivamente il risultato viene aggiustato secondo tre indicatori: *(ricavi + risultato d'es.)/ricavi* va ad aumentare il valore nel caso in cui la società faccia registrare degli utili; la percentuale di riempimento medio dello stadio, così strutturata, andrà sempre ad erodere il valore, tranne nel caso in cui durante una stagione lo stadio sia sempre al completo (=100% quindi x1), mentre non potrà mai aumentarlo (la capienza non può superare il 100%); infine il peso degli stipendi sui ricavi totali indica la capacità del management di gestire i costi dei giocatori, quindi in caso aumenti la spesa, il valore finale diminuirà. Ci sono delle mancanze evidenti: non si tiene conto del valore del brand, della rosa, della quantità di debito, del prestigio e della competitività della squadra, questo porta a sottovalutare il valore finale dei club. Inoltre, a differenza di quando è stata proposta la formula, lo sviluppo dei *social* e la globalizzazione del calcio ha reso ancora più importante il marchio e le sinergie che derivano dal possesso di una squadra di calcio.

Per quanto riguarda la capitalizzazione di Borsa, viene confermata la sottovalutazione per i motivi affrontati nel capitolo precedente. Solitamente si tratta di quote di minoranza con volumi di scambio molto bassi che comportano una stagnazione del prezzo. Si ricorda infatti che un soggetto privato acquista delle azioni di una società di calcio per motivi differenti rispetto agli altri settori. Se da un lato può essere uno strumento di diversificazione, dall'altro raramente garantisce performance finanziarie soddisfacenti. Nella maggior parte dei casi le azioni vengono comprate per supportare la propria squadra del cuore o per soddisfare il desiderio di appartenenza ad essa, di conseguenza non vi è nessun interesse nell'aumento dei prezzi o nella raccolta di dividendi.

⁶⁸ Presa dallo studio "What is the optimal method to value a football club?" di Markham (2013).

È curioso invece esaminare il differenziale che è presente tra le stime proposte e i prezzi delle transazioni concluse (Chelsea, Milan, Atalanta) o quelli previsti per le squadre attualmente in vendita (Manchester United, Liverpool). In generale, c'è una sottovalutazione del prezzo finale da parte dei report. Se da un lato il valore degli *asset*, le prospettive di mercato e le performance finanziarie non sembrano giustificare le cifre ipotizzate per chiudere una transazione, dall'altro diversi altri fattori non quantificabili, come le potenziali sinergie e le esternalità uniche per ogni interessato e, pertanto, impossibili da misurare, potrebbero far lievitare il prezzo a livelli impensabili. Quindi, a parere di chi scrive, le stime proposte nei report possono essere presi come valore minimo o limite inferiore, al di sotto del quale il proprietario del club non è disposto a vendere (a meno che non sia una situazione particolare in cui è propenso ad accettare un prezzo inferiore pur di liquidare in fretta). Da questa base di partenza deve poi essere aggiunta la componente soggettiva che varia da compratore a compratore, quindi molto complicata da stimare. Inoltre, si può scegliere tra i valori proposti dai tre report in base alle proprie necessità o idee, ad esempio Forbes offre una valutazione basata maggiormente sulle performance finanziarie mentre Brand Finance è orientato sul brand dell'azienda, quindi sulle potenzialità commerciali.

Tabella 7: multipli *EV/sales*.

CLUB	EV/Sales con prezzo	EV/Sales con EV Foot. Ben.	EV/Sales con EV Br. Fin.	EV/Sales con EV Forbes
Real Madrid		4,478	5,053	6,751
Manchester United	9,360	4,498	5,348	6,771
Barcellona		4,062	4,376	6,784
Bayern Monaco		4,311	7,428	6,430
Liverpool	8,532	4,362	6,130	7,167
Manchester City		4,000	5,544	6,443
Chelsea	5,882	4,273	5,216	5,735
Paris Saint-Germain		3,639	5,744	5,121
Tottenham		4,114		4,755
Juventus		3,824	5,493	5,508
Arsenal		3,822	4,213	4,657
Atletico Madrid		3,564		4,044
Borussia Dortmund		3,503		4,857
Inter		3,158		3,009
Milan	5,720	2,755		5,243
West Ham		2,473		3,885
Leicester		2,481		4,104
Napoli		2,760		
Ajax		2,529		
Lione		3,378		
Atalanta	2,994	2,719		

Come abbiamo detto in precedenza, nel 2008 Deloitte proponeva di utilizzare per le valutazioni dei club un multiplo *EV/sales* che oscillava tra 1,5 e 2. Ad oggi i multipli sembrano essere incrementati esponenzialmente (tabella 7): con riferimento alle transazioni concluse analizzate, l'Atalanta è quella che viene valutata con il multiplo⁶⁹ più simile a quello consigliato da Deloitte, ovvero 2,994; mentre il Milan con 5,72 e il Chelsea con 5,882 lo hanno più che raddoppiato; per quanto riguarda le transazioni probabili, il Manchester United con 9,36 e il Liverpool con 8,53 propongono dei numeri fuori dalle attuali logiche di mercato.

Tabella 8: ricavi totali delle squadre divise tra i top 5 campionati a distanza di 8 anni. In milioni di euro. Fonte: Calcio e Finanza.

Campionato	2009/10	2017/18	Var. % ricavi 10/18
Premier League	2.500	5.440	117,6%
Bundesliga	1.664	3.168	90,4%
Liga	1.622	3.073	89,5%
Ligue 1	1.072	1.692	57,8%
Serie A	1.532	2.217	44,7%

Come si può notare dalla tabella 8, nel giro di 8 anni i ricavi delle squadre di calcio hanno subito degli incrementi molto importanti: la Premier League ha più che raddoppiato le proprie entrate, seguita dalla Bundesliga e dalla Liga, mentre in Francia e in Italia la crescita è stata minore ma comunque rilevante. Un aumento del denominatore, a parità di multiplo, equivale ad una crescita dell'EV.

Ad esempio: nel 2010 una squadra inglese con 500 milioni di ricavi, utilizzando un multiplo pari a 2, avrebbe avuto un EV di circa 1 miliardo; nel 2018, ipotizzando un raddoppio delle entrate e mantenendo costante il multiplo, avrebbe avuto un EV di circa 2 miliardi. Ma nella realtà non è così semplice. Le tabelle 10 (Premier League) e 12 (Serie A) dimostrano come nella pratica gli EV siano cresciuti in maniera più che proporzionale rispetto ai ricavi, ciò significa che sono aumentati anche i valori dei multipli utilizzati nei calcoli delle valutazioni (confermato dalle tabelle 7, 11 e 13). Per comprendere l'accrescimento dei multipli, si richiamano le motivazioni extra finanziarie che portano a comprare un team spendendo dei

⁶⁹ Per trovare il multiplo della prima colonna viene diviso il prezzo di acquisto presunto dalle notizie pubbliche con la media dei ricavi degli ultimi 3 anni (fonte: Deloitte).

prezzi che non vengono giustificati dai modelli tradizionali (già abbondantemente descritte in precedenza), come il potere politico e sociale o la visibilità.

Tabella 9: evoluzione degli EV delle maggiori squadre inglesi. In milioni di euro. Fonte: Forbes.

CONFRONTO EV FORBES NEGLI ANNI

CLUB	2005	2010	2012	2018	2022	incremento dal 2010 al 2018
Manchester United	985,16 €	1.277,34 €	1.670,22 €	3.499,70 €	4.340,00 €	174%
Liverpool	347,27 €	572,20 €	462,58 €	1.650,11 €	4.200,00 €	188%
Manchester City	206,39 €	179,55 €	331,10 €	2.099,99 €	4.000,00 €	1070%
Chelsea	353,55 €	449,67 €	568,67 €	1.750,28 €	2.925,00 €	289%
Tottenham	234,66 €	258,90 €	421,51 €	1.050,00 €	2.210,00 €	306%
Arsenal	482,73 €	822,17 €	965,51 €	1.899,67 €	1.930,00 €	131%
Media	434,96 €	593,31 €	736,60 €	1.991,62 €	3.267,50 €	360%

Tabella 10: confronto di EV e ricavi tra gli anni 2010 e 2022 nelle maggiori squadre inglesi. In milioni di euro. Fonte: Deloitte per i ricavi e Forbes per gli EV. La penultima colonna indica il numero di trofei vinti dal 2010 al 2022, tra partentesi quelli internazionali (fonte: Wikipedia). L'ultima colonna richiama il numero di *followers* della tabella 6. Rielaborazione personale.

CLUB	Ricavi 2010	Ricavi 2022	Incremento %	EV 2010	EV 2022	Incremento %	Trofei (internazionali)	Followers
Manchester United	350,00 €	689,00 €	97%	1.277,34 €	4.340,00 €	240%	+11 (1)	208,67
Liverpool	225,30 €	701,00 €	211%	572,20 €	4.200,00 €	634%	+8 (3)	127,79
Manchester City	152,80 €	731,00 €	378%	179,55 €	4.000,00 €	2128%	+17 (0)	121,43
Chelsea	255,90 €	568,00 €	122%	449,67 €	2.925,00 €	550%	+13 (6)	137,58
Tottenham	146,30 €	522,00 €	257%	258,90 €	2.210,00 €	754%	+0	77,83
Arsenal	274,10 €	433,00 €	58%	822,17 €	1.930,00 €	135%	+8 (0)	94,35
Media	234,07 €	607,33 €	187%	593,31 €	3.267,50 €	740%	tot. internaz. 10	127,94

Tabella 11: evoluzione dei multipli dal 2010 al 2022 nelle maggiori squadre inglesi. Calcolati in base ai dati della tabella 10. Rielaborazione personale.

CLUB	Multiplo 2010	Multiplo 2022	Incremento %
Manchester United	3,65	6,30	73%
Liverpool	2,54	5,99	136%
Manchester City	1,18	5,47	366%
Chelsea	1,76	5,15	193%
Tottenham	1,77	4,23	139%
Arsenal	3,00	4,46	49%
Media	2,32	5,27	159%

Le tabelle 9, 10 e 11 provano a illustrare l'evoluzione del calcio inglese durante gli anni. È stato scelto questo campione perché rappresentativo del campionato che ha avuto la crescita

maggiore tra i top 5. La tabella 9 mette in risalto gli EV proposti da Forbes dal 2005 al 2022 dei maggiori club di Premier. In particolare, prendendo in considerazione lo stesso periodo della tabella 8, si evidenzia che le crescite vertiginose degli EV sono dovute in parte all'aumento dei ricavi, mentre il restante deriva, come detto, da altri fattori (visibilità, potere politico e sociale, ecc.). Le tabelle 10 e 11 confrontano l'incremento delle entrate, degli EV, dei trofei, dei *followers* e dei multipli delle squadre inglesi. Le cifre marcano la differenza presente tra due gruppi: uno composto dal Manchester United e l'Arsenal e l'altro con le restanti. I team del primo insieme sono squadre storiche, che hanno raggiunto l'apice della gloria ad inizio anni 2000 per poi iniziare una fase calante, affrontando parecchie difficoltà e non riuscendo più a vincere costantemente; le altre invece sono squadre relativamente "giovani", che hanno iniziato ad essere delle potenze solamente nell'ultimo periodo (Liverpool a parte), ottenendo ottimi risultati sportivi e incrementando il numero di tifosi. Il caso più eclatante è il Manchester City che, con l'acquisto da parte dello sceicco Mansour nel 2008 per circa 210 milioni di sterline (fonte: The Sun), ha iniziato un ciclo di crescita esponenziale, spinto dagli investimenti in infrastrutture e in fuoriclasse. Dal 2010 al 2022 i ricavi sono incrementati del 378%, mentre l'EV del 2128% (tabella 10). Secondo le ultime stime di Forbes, il valore del club è intorno ai 4 miliardi di euro.

Tabella 12: confronto di EV e ricavi tra gli anni 2010 e 2022 nelle maggiori squadre italiane. In milioni di euro. Fonte: Deloitte per i ricavi e Forbes per gli EV. La penultima colonna indica il numero di trofei vinti dal 2010 al 2022, tra parentesi quelli internazionali (fonte: Wikipedia). L'ultima colonna richiama il numero di *followers* della tabella 6. Rielaborazione personale.

CLUB	Ricavi 2010	Ricavi 2022	Incremento %	EV 2010	EV 2022	Incremento %	Trofei (internazionali)	Followers
Juventus	205,00 €	400,60 €	95%	488,39 €	2.300,00 €	371%	+19 (0)	132,38
Inter	224,80 €	308,40 €	37%	307,47 €	949,00 €	209%	+10 (2)	58,86
Milan	235,80 €	264,90 €	12%	595,59 €	1.100,00 €	85%	+4 (0)	61,62
Media	221,87 €	324,63 €	48%	463,82 €	1.449,67 €	221%	tot. internaz. 2	84,29

Tabella 13: evoluzione dei multipli dal 2010 al 2022 nelle maggiori squadre italiane. Calcolati in base ai dati della tabella 12. Rielaborazione personale.

CLUB	Multiplo 2010	Multiplo 2022	Incremento %
Juventus	2,38	5,74	141%
Inter	1,37	3,08	125%
Milan	2,53	4,15	64%
Media	2,09	4,32	110%

Per quanto riguarda la Serie A, le uniche squadre a presenziare costantemente all'interno dei report di Forbes sono Juventus, Inter e Milan. Esse hanno registrato una crescita media dei ricavi (48%, tabella 12) in linea con la media italiana (44%, tabella 8). Anche in questo caso, gli incrementi degli EV non vengono giustificati esclusivamente dagli aumenti dei fatturati, in quanto crescono anche i multipli. La Juventus è il club che si è sviluppato maggiormente, grazie soprattutto ai 9 scudetti consecutivi e ad una partecipazione stabile in Champions League. Negli ultimi anni però le due squadre milanesi stanno recuperando terreno.

Mettendo a confronto i valori delle migliori squadre dei due campionati, è curioso notare come i multipli nel 2010 erano relativamente simili, mentre nel 2022 la discrepanza è importante. Questo offre già una prima indicazione sulla percezione che i soggetti esterni hanno delle due competizioni, ed insieme al raffronto con i ricavi, i *followers* e i trofei, riaprono nuovamente il tema della differenza che si è creata tra le due leghe (ampiamente discusso precedentemente). Si ricorda rapidamente che la Premier League è riuscita a creare un campionato di livello maggiore, molto seguito anche al di fuori dei confini nazionali, offrendo così una visibilità più elevata ed aumentando i valori dei brand e le entrate annuali. Oltre a ciò, le squadre competono costantemente per la vittoria dei maggiori trofei continentali.

Un fattore che va ad influenzare pesantemente la crescita degli EV è sicuramente il successo sportivo. I dati (tabelle 10 e 12) dimostrano che le squadre che hanno collezionato il maggior numero di trofei si sono espanse maggiormente. Si ricorda infatti che le vittorie portano maggiori ricavi e nuovi fan. In particolare, le competizioni internazionali, soprattutto la Champions League, offrono grande visibilità e prestigio. Ad esempio il Manchester City e il PSG negli ultimi anni stanno inseguendo costantemente la Champions League, tant'è che è diventata un'ossessione che ha spinto le proprietà a spendere cifre folli per rinforzare le rispettive squadre. Dal 2010 le inglesi sono state capaci di vincere 10 trofei internazionali, contro i 2 delle italiane (3 con la Conference League 2022 della Roma, che però è esclusa dal confronto perché non è presente nei vecchi report di Forbes). Sicuramente ciò ha contribuito allo sviluppo della Premier League, con il calcio nostrano che nel contempo è rimasto indietro. Nel 2023 le prestazioni internazionali dei team della penisola sono migliorate, portando in semifinale delle tre Coppe continentali ben 5 squadre sulle 12 totali (rispetto alle 2 inglesi). Per quanto riguarda i fan, dal 2010 è esplosa l'utilizzo dei *social*, quindi per misurare la crescita dei *followers* è sufficiente richiamare il numero totale di seguaci indicato da Football

Benchmark nel 2022. Anche in questo caso è evidente la superiorità dei club anglosassoni, mentre in Italia solamente la Juventus riesce a mantenere il passo. Ciò rimarca ancora una volta come le squadre della Premier League siano maggiormente seguite a livello globale. La piattaforma più utilizzata in ambito calcistico è Instagram (fonte Football Benchmark). Grazie alle sue caratteristiche riesce a sfruttare la visibilità potenziale che offre il mondo del pallone. Per quanto riguarda le nuove generazioni invece, sta spopolando TikTok. È diventato fondamentale per i club comunicare attraverso questi strumenti per attrarre nuove fette di pubblico, farsi conoscere globalmente e dare la possibilità ai fan di interagire con essi.

CONCLUSIONE

Dopo aver analizzato l'evoluzione economica nel calcio, emerge chiaramente che negli ultimi anni c'è stata una rapida crescita del settore, principalmente dovuta alla globalizzazione e all'internazionalizzazione dello sport. L'espansione in nuovi continenti, al di fuori di quello storico europeo, ha permesso di conquistare un nuovo pubblico di appassionati, portando di conseguenza ad un aumento dei ricavi complessivi, ad una maggiore visibilità e influenza politica e sociale. Tra i vari campionati, la Premier League è la lega che ha avuto lo sviluppo maggiore. In generale, le squadre che sono cresciute maggiormente sono quelle contraddistinte dai migliori risultati sportivi. Una moltitudine di club ha attirato l'attenzione sia di nuovi tifosi, ma anche di potenziali investitori. Infatti, di pari passo sono cambiate anche le tipologie di *governance*, accogliendo nuovi attori come gli investitori istituzionali, le ricche proprietà arabe o i magnati. Per quanto riguarda i primi, i soggetti principali sono i fondi di *private equity*. Il loro obiettivo primario è il ritorno economico: essi operano comprando un club, offrendo il loro supporto nella crescita per poi venderlo ed incassare i margini. Mentre per quanto riguarda gli altri due, gli scopi principali sono diversificare gli investimenti e sfruttare la visibilità che il calcio è in grado di dare.

Questa crescita esponenziale ha inevitabilmente portato ad un aumento sia del numero delle transazioni concluse, sia dei valori delle società stesse, raggiungendo cifre che fino a qualche anno fa sembravano impensabili. Tuttavia, quando si tratta di valutare i club di calcio, i tradizionali metodi di valutazione aziendale non sono sempre adatti e possono offrire risultati fuorvianti. Le particolarità del settore, come il valore dei giocatori, del brand e i risultati d'esercizio spesso negativi, richiedono un approccio più specifico. Il metodo classico del DCF è raramente applicabile e spesso sottovaluta le potenzialità di un club. La capitalizzazione di Borsa ha la stessa criticità. Inoltre, il calcolo proposto da Markham (approfondito negli ultimi due capitoli), in passato funzionava, mentre ora sembrerebbe non risultare più credibile, probabilmente per lo sviluppo di alcuni fattori che all'epoca non avevano ruoli chiave (ad esempio attualmente i follower sono correlati al valore del marchio, per giunta il *Financial Fair Play* ha obbligato le società a rivedere le politiche di bilancio). Si è visto come il multiplo *EV/Sales* sia in grado di dare una stima affidabile del valore di una società di calcio, avvicinandosi maggiormente ai prezzi delle transazioni concluse, ma solamente se viene aggiustato secondo determinanti fattori *driver*. Questi permettono di includere nel calcolo

delle grandezze che normalmente non verrebbero considerate (rosa, stadio, brand, risultati sportivi, ecc.). L'approccio appena illustrato viene utilizzato negli algoritmi delle società di consulenza per redigere i loro report annuali in cui cercano di stimare i valori dei maggiori club di calcio. Nessuna formula usata, però, viene resa pubblica.

È fondamentale sottolineare che il prezzo e il valore sono due concetti distinti. Il valore è determinato da fattori *driver* oggettivi come quelli menzionati in precedenza, e, sebbene rimane presente un grado di soggettività dovuto dalle stime di essi (ad esempio capire il corretto valore di una rosa comporta una valutazione sui singoli giocatori), effettuare una previsione è possibile, mentre fare delle ipotesi sul prezzo è più complicato. Esso, infatti, viene influenzato dal potere contrattuale delle parti coinvolte, dalle loro motivazioni e dalle sinergie realizzabili. È difficile per un osservatore esterno calcolare in modo accurato queste componenti. Dall'analisi dei dati effettuata nell'ultimo capitolo, si può notare come i prezzi differenziano sempre dagli EV proposti, proprio per questa ragione.

La valutazione delle società di calcio è un compito complesso che richiede un approccio personalizzato in base alle caratteristiche della squadra e alle volontà dell'acquirente. È necessario tenere conto delle peculiarità del settore (società in perdita, flussi in entrata variabili legati alle prestazioni sportive, la *fan base*, lo *status* del campionato, ecc.) e degli elementi che influenzano il valore finale (la rosa, le infrastrutture, il campionato, il marchio, i risultati in campo) per arrivare a delle stime che possano essere quanto meno attendibili. Nonostante l'esistenza di algoritmi avanzati, il prezzo finale di una società calcistica è spesso il risultato di negoziazioni e accordi tra le parti interessate, rendendo quindi difficile una valutazione da parte di terzi, dato che, come abbiamo visto, sono presenti delle difficoltà nel tradurre monetariamente le sinergie e il potere contrattuale. In conclusione, a parere di chi scrive, studiare esclusivamente una formula da seguire e focalizzare l'attenzione sui prezzi di transazioni concluse, risulta limitante e non fornisce un quadro esaustivo sul tema della valutazione dei club. Quello che conta maggiormente è capire quali sono le dinamiche che regolano le decisioni. Grazie ad esse, infatti, si riesce a comprendere al meglio l'evoluzione del mondo del calcio e, conseguentemente, prevedere gli sviluppi futuri della direzione intrapresa.

BIBLIOGRAFIA

Report Deloitte "Football Money League 2023".

Report Football Benchmark "The European Elite 2022".

Report Brand Finance "Football 50 2022".

Report Brand Finance "Football Sustainability Index 2023".

Alaminos, David, and Manuel Ángel Fernández. "Why do football clubs fail financially? A financial distress prediction model for European professional football industry." *PloS one* 14.12 (2019): e0225989.

Galariotis, Emiliós, Christophe Germain, and Constantin Zopounidis. "A combined methodology for the concurrent evaluation of the business, financial and sports performance of football clubs: the case of France." *Annals of Operations Research* 266.1-2 (2018): 589-612.

Miragaia, Dina, et al. "Interactions between financial efficiency and sports performance: Data for a sustainable entrepreneurial approach of European professional football clubs." *Journal of Entrepreneurship and Public Policy* (2019).

Sanchez, Luis Carlos, Ángel Barajas, and Patricio Sánchez-Fernández. "Sports finance: Revenue sources and financial regulations in European football." *J. García, Sports (and) Economics* (2019): 327-366.

Richau, Lukas, et al. "The sky is the limit?! Evaluating the existence of a speculative bubble in European football." *Journal of Business Economics* 91 (2021): 765-796.

Hamil, Sean, et al. "The governance and regulation of Italian football." *Soccer & Society* 11.4 (2010): 373-413.

Migliaccio, Guido, and Martina Maria Corea. "Economic-financial dimension of Italian soccer teams and sports results: some relationships." 12th Annual Conference of the EuroMed Academy of Business. 2019.

Faccia, Alessio, et al. "Measuring and monitoring sustainability in listed European football clubs: A value-added reporting perspective." *Sustainability* 12.23 (2020): 9853.

Prinz, Aloys, and Stefan Thiem. "Value-maximizing football clubs." *Scottish Journal of Political Economy* 68.5 (2021): 605-622.

García-del-Barrio, Pedro, and Stefan Szymanski. "Goal! Profit maximization versus win maximization in soccer." *Review of Industrial Organization* 34 (2009): 45-68.

Rohde, Marc, and Christoph Breuer. "The market for football club investors: a review of theory and empirical evidence from professional European football." *European Sport Management Quarterly* 17.3 (2017): 265-289.

Markham, Tom. "What is the optimal method to value a football club?" SSRN 2238265 (2013).

Prigge, Stefan, and Lars Tegtmeier. "Market valuation and risk profile of listed European football clubs." *Sport, Business and Management: An International Journal* 9.2 (2019): 146-163.

Huth, Christopher. "Who invests in financial instruments of sport clubs? An empirical analysis of actual and potential individual investors of professional European football clubs." *European Sport Management Quarterly* 20.4 (2020): 500-519.

Aguiar-Noury, Alice, and Pedro Garcia-del-Barrio. "Performance and Revenues in European Football: Clubs' Media Visibility and Brand Value." *International Journal of the Economics of Business* 29.3 (2022): 241-269.

Dietl, Helmut M., et al. "Organizational differences between US major leagues and European leagues: implications for salary caps." Available at SSRN 3489168 (2011).

Avila-Cano, Antonio, and Francisco Triguero-Ruiz. "On the control of competitive balance in the major European football leagues." *Managerial and Decision Economics* 44.2 (2023): 1254-1263.

Hagen, Jan, and Maria Nascimento Cunha. "The history of investing in football and factors affecting stock price of listed football clubs." *International Journal of Financial Management* 9.4 (2019): 31-41.

Tiscini, Riccardo, and Alberto Dello Strologo. "What drives the value of football clubs: An approach based on private and socio-emotional benefits." *Corporate Ownership and Control* 14.1 (2016): 673-683.

Todaro, Niccolò Maria, Brian McCullough, and Tiberio Daddi. "Stimulating the adoption of green practices by professional football organisations: a focus on stakeholders' pressures and expected benefits." *Sport Management Review* (2022): 1-25.

Gimet, Celine, and Sandra Montchaud. "What drives european football clubs' stock returns and volatility?." *International Journal of the Economics of Business* 23.3 (2016): 351-390.

Sanchez, Luis Carlos, Angel Barajas, and Patricio Sanchez-Fernandez. "Are football clubs as pieces of art or as regular corporations? An empirical evidence of market valuation of football clubs in the big 5 leagues." *Managing Sport and Leisure* (2022): 1-20.

SITOGRAFIA

<https://www.footballbenchmark.com/home>

<https://www2.deloitte.com/it/it.html>

<https://kpmg.com/it/it/home.html>

<https://www.forbes.com/?sh=2e1cad572254>

<https://www.calcioefinanza.it/>

<https://www.transfermarkt.it/>

<https://football-observatory.com/>

<https://www.gazzetta.it/>

<https://www.quotidiano.net/>

<https://sport.sky.it/>

<https://www.ft.com/stream/44cc3b84-8c00-4d39-b1f9-2d787aa6a39a>

<https://it.wikipedia.org/>

<https://www.sportbusinessmanagement.it/>