



Dipartimento di IMPRESA e MANAGEMENT

Cattedra di STRATEGIE di IMPRESA

FOOTBALL COMPANIES E MERCATI AZIONARI:  
OPPORTUNITÀ E FATTORI DI CRITICITÀ

RELATORE:  
Prof. Luca Pirolo

CANDIDATO:  
Emilio Mirante  
649251

CORRELATORE:  
Prof. Enzo Peruffo

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

# INDICE

## 1. CAPITOLO 1 - L'*INDUSTRY* CALCIO: ANALISI DEL SETTORE

- 1.1 Gli elementi caratterizzanti lo sport del calcio
- 1.2 Le dinamiche competitive del settore del calcio professionistico: un modello imperfetto di concorrenza
- 1.3 Il censimento del calcio italiano: dati generali
- 1.4 I modelli di *governance* delle società di calcio italiane
- 1.5 Analisi economico-finanziaria del settore calcio in Italia
- 1.6 Focus: analisi della performance economico-finanziaria della Serie A
- 1.7 Benchmarking Internazionale: analisi delle top division europee

## 2. CAPITOLO 2 – LA QUOTAZIONE IN BORSA: PROCEDURA, CARATTERISTICHE E DISCIPLINA NORMATIVA

- 2.1 Il mercato finanziario: definizione, sviluppi e caratteristiche
- 2.2 Articolazione del sistema Borsa Italiana e requisiti di ammissione
  - 2.2.1 *MTA*
  - 2.2.2 *MTA International*
  - 2.2.3 *AIM Italia-MAC*
  - 2.2.4 *MIV*
- 2.3 I Soggetti Coinvolti nel Processo Di Quotazione
- 2.4 I vantaggi della quotazione
- 2.5 I fattori di criticità della quotazione
- 2.6 Le fasi del processo di quotazione

## 3. CAPITOLO 3 – LA QUOTAZIONE DELLE SOCIETÀ DI CALCIO

- 3.1 La quotazione delle società di calcio: evoluzione storico/normativa
- 3.2 Opportunità e Fattori di Rischio per le società di calcio quotate
- 3.3 Lo STOXX Europe Football Index

## 4. CAPITOLO 4 – INDAGINE SULLE PERFORMANCES DI BORSA DEI PRINCIPALI TITOLI QUOTATI : EVIDENZE EMPIRICHE

### 4.1 L'IPO della Juventus S.p.A

*4.1.1 La "Vecchia Signora": evoluzione storica della società*

*4.1.2 L'IPO*

*4.1.3 Analisi dell'andamento del titolo*

### 4.2 L'IPO della S.S. Lazio

*4.1.1 Evoluzione storica della società*

*4.1.2 L'IPO*

*4.1.3 Analisi dell'andamento del titolo*

### 4.3 L'IPO della A.S. Roma

*4.1.1 "La Lupa": Evoluzione storica della società*

*4.1.2 L'IPO*

*4.1.3 Analisi dell'andamento del titolo*

### 4.4 L'esperienza italiana: analisi dei bilanci

4.5 *Benchmarking* Internazionale: confronto con le performance borsistiche delle principali società di calcio quotate

4.6 Analisi dei Bilanci: Parken Sports & Ent., AFC Ajax Amsterdam, Borussia Dortmund GmbH

4.7 Manchester United Plc: *monetizing a successful football club*

4.8 L'impatto dei risultati sportivi sulle *performances* di borsa

*“C’era una volta il calcio dei sentimenti, dei sogni ancora possibili, dei numeri di maglia che raccontavano l’uomo prima del giocatore. Era il tempo di un pallone eroico e romantico, con i campioni che nascevano all’oratorio e morivano in osteria. Un pallone, per citare Jean-Paul Sartre, metafora della vita, un’anestesia. Seppure con il passare degli anni e delle emozioni, il calcio è diventato uno sport-spettacolo amato in tutto il mondo, questo “nuovo calcio” a noi ancora oggi emoziona, e vogliamo che continui a EMOZIONARCI”.*

*Darwin Pastorin*

## **Introduzione**

*Loisir o leisure [...] quel complesso di attività individuali e di gruppo non collegate a necessità produttive e/o riproduttive, cui si dà corso a scopo di appagamento di un bisogno di autorealizzazione, o per soddisfare un senso di piacere estetico o emotivo”<sup>1</sup>.*

Il sociologo Pippo Russo ascrive in tale macro-area il fenomeno sportivo, alla cui base è imprescindibile la presenza del tema dello svago e del divertimento, come elementi sociali e socializzanti.

Nella sua accezione originaria, quindi, lo sport, esula da qualsiasi dimensione economico-produttiva e si configura come mera attività ludica, come veicolo a disposizione dell’essere umano per impiegare il proprio tempo libero e per interagire con i propri simili.

Oggi lo sport, e in particolare il calcio, sono notevolmente evoluti: alla dimensione prettamente ludica si è affiancata, in maniera dirompente, la dimensione economica. Le società di calcio, da pure associazioni prive di scopo di lucro, sono diventate realtà commerciali e organizzative, in cui l’elemento produttivo diventa più che mai fondamentale, rischiando di scavalcare in termini di rilevanza l’aspetto prettamente sportivo.

Alla luce dei recenti sviluppi, pare limitativo indagare il fenomeno calcio dal punto di vista meramente sportivo e, esulando dalla sua componente “spettacolo di massa”, l’attenzione deve necessariamente spostarsi sulle numerose implicazioni economiche e

---

<sup>1</sup> P.Russo, *Sport e Società*, Carocci, Roma, 2004

finanziarie, che sempre più caratterizzano le moderne *football companies*, rendendole di fatto delle vere e proprie “aziende”.

Pertanto, sul piano economico, il calcio si configura sempre più come un settore imprenditoriale che risponde come ogni impresa alle logiche del mercato e della redditività, oltre a rappresentare un contributo non secondario a numerose e importanti attività accessorie: si considerino i rapporti tra calcio e pubblicità, il merchandising sportivo, la rilevanza che i diritti televisivi hanno assunto sulla *bottom line* dei bilanci delle *broadcasting companies*.

Ancora oggi, tuttavia, gli aspetti finanziari ed economici legati all’attività sportiva sono considerati da molti con sufficienza, come se fossero intrinsecamente secondari rispetto agli aspetti atletici e sociali, che al contrario sono posti al centro delle preoccupazioni primarie di chi fa e organizza sport professionistico. Ciò appare piuttosto contraddittorio allorché andiamo a considerare i numeri, i quali, al contrario delle opinioni e dei preconcetti, non possono lasciar spazio a fraintendimenti. Uno studio BNL stima che lo sport in Italia presenta un peso pari all’1,6% del PIL nazionale e genera un giro di affari pari a circa 25 miliardi di Euro, assorbendo il 2,3% circa dei consumi: un importo equivalente alla spesa per la comunicazione e pari al 17% della spesa alimentare. Allargando lo spettro d’azione, A.T. Kearney stima che il valore del business legato allo sport oscilla tra i 350 e i 450 miliardi di euro e che tra il 2000 e il 2009 il ritmo di crescita dei ricavi dell’industria sportiva è risultato pari a 3,8 volte la dinamica di crescita del PIL nell’UK.

Ponendo mente a tali considerazioni, il presente lavoro si pone l’obiettivo di indagare gli aspetti più prettamente economico-produttivo, o per così dire aziendalistici, del calcio, partendo dalla descrizione dei numeri che compongono il settore, e concentrando l’attenzione sulla realtà italiana. Più propriamente ci si concentrerà sul fenomeno della quotazione in borsa delle società di calcio, le quali a partire dalla fine degli anni 80’ nella realtà pionieristica inglese, e un decennio dopo nel Bel Paese, sbarcarono sui listini azionari. L’obiettivo era reperire le risorse finanziarie necessarie al loro sostentamento, risorse che patron avventati e boriosi usavano sperperare tramite gestione aziendali spericolate.

Attraverso tale lavoro si cercherà di capire se il *going public* ha giovato alle finanze e alle dinamiche gestionali dei club italiani, effettuando confronti su più fronti con le varie realtà internazionali, ed evidenziando le criticità che in anni di negoziazioni sui

listini azionari sono emerse, provando a fornire le giuste ricette per migliorare la situazione.

È opportuno precisare che si è volutamente focalizzata l'attenzione sul mercato calcistico Italiano: tale circostanza è derivata dalla volontà di indagare le motivazioni alla base di un declino che appare economico, prima che sportivo, e dalla necessità di identificare una serie di potenziali fonti di sviluppo e leve strategiche da azionare per dare nuova linfa vitale al fenomeno calcistico italiano, risollestando dal limbo sportivo e finanziario in cui giace.

Nel Capitolo 1 sarà fornita un'analisi generale del settore calcistico in Italia e in Europa, concentrandoci dapprima sulle dinamiche competitive e strategiche che muovono il settore, rendendolo di fatto un modello specifico di concorrenza imperfetta, e virando in seguito su uno studio prettamente quantitativo. Più propriamente verrà effettuata un'analisi economico-finanziaria del movimento calcistico in Italia, considerando i dati di bilancio aggregati dei campionati di Serie A, Serie B e Lega Pro e confrontandoli con quelli che emergono dall'analisi dei conti delle Top League Europee. L'obiettivo è quello di evidenziare i punti di forza e debolezza rispetto ai competitor internazionali, portando in evidenza gli ambiti in cui il campionato italiano risulta più debole rispetto alle leghe europee.

Il Capitolo 2 sarà dedicato alla descrizione del procedimento di IPO sui mercati azionari di Piazza Affari. In primis verrà presa in considerazione l'evoluzione del mercato finanziario in Italia, analizzandone la struttura e l'articolazione, con la relativa disciplina normativa necessaria all'ammissione alla contrattazione delle proprie azioni. In seguito saranno descritte le varie fasi e i diversi soggetti che compongono il processo di quotazione di un'azienda, nonché i vantaggi e i fattori di criticità derivanti dall'apertura del proprio capitale al pubblico.

Il Capitolo 3 focalizzerà l'attenzione sulla quotazione in borsa per le società di calcio professionistiche, illustrando il percorso storico che dagli albori ha portato le football companies in borsa e i provvedimenti normativi chiave che hanno permesso l'ammissione alla contrattazione delle S.p.A. calcistiche. Infine saranno prese in considerazione le opportunità di cui può disporre una società che quota le proprie azioni sui mercati regolamentari, ma soprattutto i notevoli rischi a cui è soggetta dopo il *going public*.

Infine, il Capitolo 4 si configura come un'analisi ad ampio spettro sulle performances che i titoli calcistici italiani e internazionali hanno fatto registrare sui mercati azionari,

dal momento dell' IPO ai giorni nostri. Ovviamente il focus sarà concentrato sulle tre società di calcio italiane che negoziano le proprie azioni a Piazza Affari, analizzando i procedimenti di IPO che le hanno viste sbarcare sui mercati e l'andamento del corso azionario dei loro titoli, anche rispetto ai principali indici di mercato. Sarà, poi, fornito un valido benchmark internazionale, considerando l'evoluzione del prezzo azionario delle più significative football companies Europee. Tale indagine sarà supportata da un'analisi di break down dei ricavi e, più in generale, da uno studio sulla composizione del fatturato e del Conto Economico di tali club, con l'obiettivo di identificare un legame tra i risultati periodici di bilancio dei team e le loro prestazioni sui mercati. Infine, data l'importanza del tema, sarà descritta la relazione tra risultati sportivi e performances azionarie delle tre società di calcio italiane quotate, effettuando uno studio sulla distribuzione di frequenze dei rendimenti azionari il primo giorno aperto di borsa successivo a un incontro sportivo.

## **CAPITOLO 1 - L'INDUSTRY CALCIO: ANALISI DEL SETTORE**

Il seguente capitolo ha l'obiettivo di fornire una panoramica generale del settore del calcio in Italia e in Europa, cercando di cogliere le eventuali differenze che emergono dal *benchmarking*.

In primo luogo sarà effettuata un'analisi delle dinamiche competitive che caratterizzano il calcio professionistico, cercando di cogliere le peculiarità concorrenziali che disciplinano il settore oggetto di analisi, sottraendolo alle tradizionali leggi che regolano la competizione economica .

Saranno, poi, analizzati sia gli aspetti generici del tema (dal numero di società esercitanti attività calcistica al numero medio di spettatori), sia le dimensioni più specificamente economiche e finanziarie.

È opportuno evidenziare in via preventiva come il settore manifesti una crescita costante nonostante la crisi congiunturale; inoltre il ruolo svolto dal calcio rappresenta un veicolo cruciale per la crescita economica del Paese, una delle possibili leve da azionare per risollevare le sorti dell'economia nazionale.

### **1.1 Gli elementi caratterizzanti lo sport del calcio**

Un recente studio del Parlamento Europeo ha evidenziato la rilevanza cruciale che lo sport esercita sull'economia Europea, stimando che circa il 4% del PIL dell' UE è generato da attività sportive professionistiche.

Ponendo mente a tali considerazioni, si può ben immaginare come il calcio, lo sport più popolare nei paesi dell'Unione Europea, rappresenti un importante veicolo sociale e culturale, ma , soprattutto , sia diventato un importante settore economico in grado di generare risorse finanziarie notevoli e attivare una serie innumerevole di business da esso strettamente dipendenti, prime tra tutte le *broadcasting companies* e le società di abbigliamento sportivo. Si tratta, tuttavia, di un *industry* fortemente atipica, le cui dinamiche competitive non sono regolate dalle leggi che disciplinano gli altri settori.

È quindi fondamentale, prima di addentrarci nelle tematiche più specifiche del presente lavoro, presentare una breve analisi teorica del settore, evidenziandone le caratteristiche concorrenziali, i modelli di sviluppo e le dinamiche che portano all'ottenimento del vantaggio competitivo.

Lo sport del calcio è caratterizzato da tre elementi essenziali<sup>2</sup>:

- La competizione
- L'incertezza del risultato
- Il sistema di regole

La competizione è vista come il naturale bisogno dell'uomo di agire confrontandosi con altri soggetti, sia a livello individuale sia a livello di gruppo. La competizione è strettamente collegata all'impegno degli atleti e ai risultati da loro ottenuti. Infatti, essi devono possedere non solo il talento naturale ma anche la capacità di affrontare un lungo processo di perfezionamento e apprendimento in un clima altamente competitivo<sup>3</sup>.

La peculiarità del settore calcistico nei suoi rapporti con le regole della competizione attiene alla necessaria interdipendenza tra i concorrenti. Una squadra di calcio non ha ragione di esistere se non ha la possibilità di confrontarsi con altre squadre, così come il campionato deve possedere un determinato numero di team non modificabile per essere portato a termine. Conseguentemente, diversamente da altri settori, l'obiettivo di eliminare i propri competitors non è perseguibile. Esiste, cioè, l'interesse reciproco alla salvaguardia delle capacità sportive e della solidità economica dei concorrenti.

L'incertezza dei risultati, d'altro canto, è fondamentale per garantire la vivacità dell'interesse degli spettatori e dei tifosi, e quindi per mantenere inalterato il livello della domanda dello spettacolo sportivo<sup>4</sup>. Se il campionato fosse nettamente dominato da un'unica squadra il livello di tensione agonistica verrebbe meno e le performance sportive degli atleti e degli allenatori ne risentirebbero, causando una perdita di interesse verso lo spettacolo sportivo e conseguentemente un abbattimento dei rendimenti economici ad esso collegati.

È infine fondamentale introdurre un sistema di regole atto a disciplinare lo svolgimento delle attività competitive, garantendo il rispetto di valori quali correttezza e lealtà, e la cui violazione comporta sanzioni commisurate al reato. In particolare, occorre sottolineare che è l'introduzione del c.d. agonismo a programma illimitato e del relativo livello professionistico nelle gare sportive che ha reso necessario l'innalzamento della disciplina sportiva al rango di vero e proprio ordinamento giuridico settoriale. In effetti, la dottrina ha progressivamente affermato la presenza degli elementi basilari

---

<sup>2</sup> G.M. Ciampiglia, *La creazione di valore nelle società di calcio*, Accademia Italiana Economia Aziendale (AIDEA), Roma

<sup>3</sup> J.D. Lichtenberg, *Psychoanalysis and Motivation*, The Analytic Press, Hillsdale, 1989

<sup>4</sup> Avv. Gen. Lenz, *Conclusioni sulla sentenza Bosman*, par.219, 2005 (Causa C-415/93).

dell'ordinamento giuridico nella struttura sportiva, e quindi nell'organizzazione del calcio, rendendo di fatto indispensabile l'introduzione di un sistema normativo che stabilisse norme tecniche comuni e regolamentasse le posizioni dei diversi concorrenti. In altre parole, diventa indispensabile fissare delle regole scritte, allo scopo di rendere comparabili i risultati raggiunti, attivando nel contempo meccanismi di controllo e di accertamento di tali risultati <sup>5</sup>.

Tuttavia, ai suddetti elementi caratterizzanti si è affiancata in maniera rilevante negli ultimi anni una dimensione più prettamente economica: lo sport market ha cambiato profondamente le dinamiche gestionali del calcio. La crescente espansione dello sport ha da tempo evidenziato, accanto alla sua principale vocazione sociale e culturale, anche la natura di importante settore economico. Gli avvenimenti sportivi sono, infatti, commercializzati su una pluralità di mercati ed è in questo senso che generano attività economiche. Esistono, poi, talune attività collegate all'attività di produzione e organizzazione dello spettacolo sportivo in quanto tale, che nel corso del tempo si sono andate sviluppando parallelamente e hanno generato veri e propri business specifici, dalle dinamiche strettamente correlate allo sport e dai fatturati milionari: basti pensare alle imprese multimediali di trasmissione degli eventi sportivi, alle *companies* di produzione di abbigliamento sportivo, alle società di *betting* e ai *bookmakers*, che stanno facendo registrare tassi di crescita dei ricavi vertiginosi.

Si è, quindi, creata all'interno delle società di calcio una vera e propria attività aziendale, più propriamente imprenditoriale / manageriale, composta da molteplici sottosistemi e caratterizzata da numerosi *stakeholders* portatori di interesse specifici, quali azionisti, finanziatori, produttori di *facilities* e servizi, media.

Ciò ci consente di analizzare il settore del calcio professionistico secondo il più classico dei modelli di analisi settoriale, il modello delle 5 forze di Porter, il quale mette in evidenza :

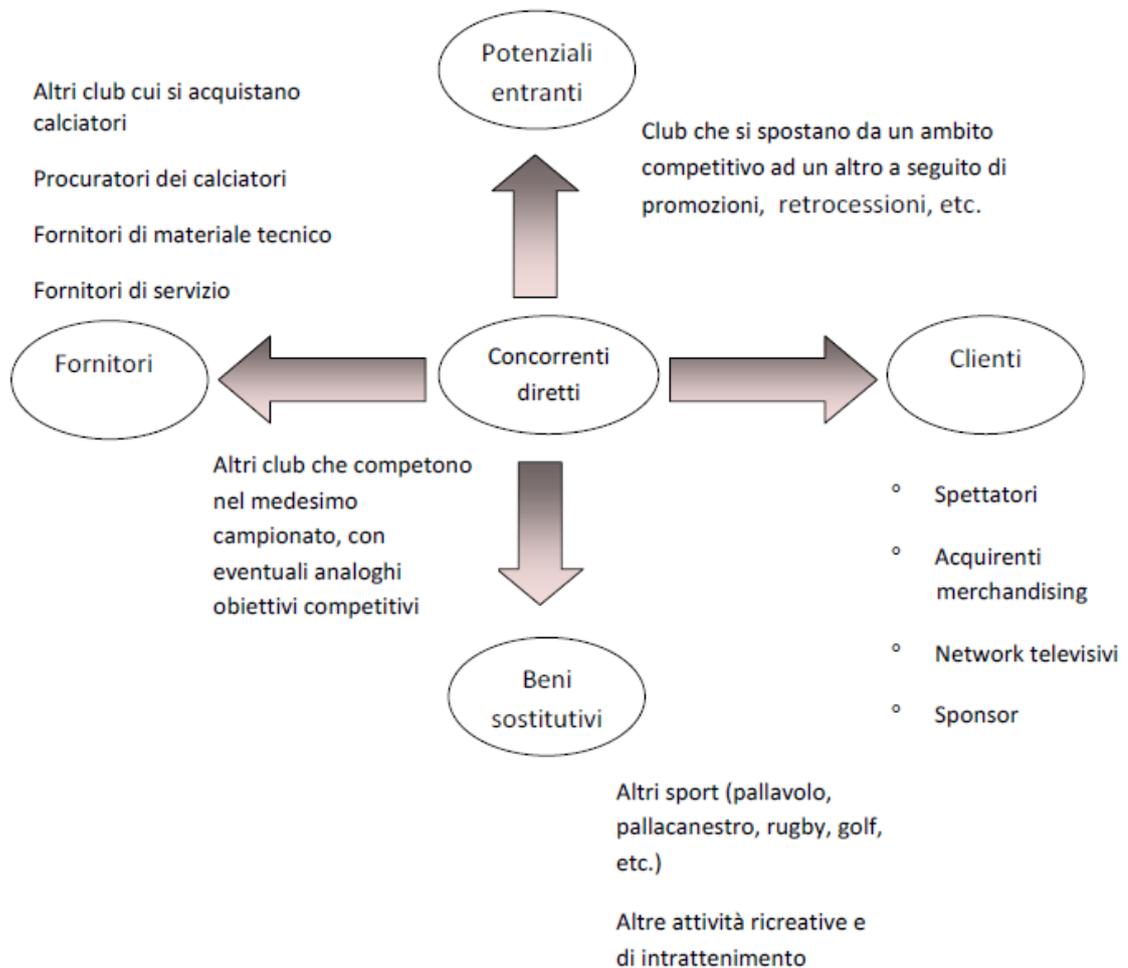
- I livelli di rivalità o di collaborazione tra le diverse società di calcio professionistiche
- I rapporti di forza contrattuale con i clienti
- I rapporti di forza contrattuale con i fornitori di attività sportiva
- Il grado di pressione esercitato da potenziali prodotti sostituivi come altri sport o attività ricreative

---

<sup>5</sup> W. Cesarini Sforza, *Il diritto dei privati*, in Riv. It. Sc. Giur., 1929, 43. ; M.S. Giannini, *Prime Osservazioni sugli ordinamenti sportivi*, in Riv. Dir. Sport. 1949,1,10; M.Sanino, *Diritto Sportivo*, Padova, 2002, 22 ss

- Il grado di mobilità di entrata o di uscita di squadre che si spostano da un ambito competitivo a un altro

In particolare<sup>6</sup>:



Sarà presente una serie di interlocutori sociali formanti un articolato sistema di interessi di natura e intensità diversa che ruotano attorno alla società di calcio; sistema caratterizzato dalla contemporanea presenza di dimensioni diverse<sup>7</sup>:

<sup>6</sup> G.M. Ciampiglia, *La creazione di valore nelle società di calcio*, Accademia Italiana Economia Aziendale (AIDEA), Roma

<sup>7</sup> G.M. Ciampiglia, *La creazione di valore nelle società di calcio*, Accademia Italiana Economia Aziendale (AIDEA), Roma

- La dimensione sportiva, alimentata da tifosi, calciatori, allenatori e enti di governo quali FIFA, UEFA, FIGC, CONI
- La dimensione economica, che interessa azionisti, finanziatori e imprese le cui performance reddituali dipendono in maniera rilevante dal settore calcistico
- La dimensione sociale che coinvolge i cittadini e le istituzioni politiche
- La dimensione della comunicazione che coinvolge media, sponsor e spettatori

Una società di calcio sarà in grado di creare valore nel momento in cui riuscirà a garantire il perseguimento dell'obiettivo sportivo, fornendo intrattenimento ai propri spettatori, e allo stesso tempo sarà in grado di ottenere un risultato apprezzabile anche relativamente alle altre dimensioni, soddisfacendo gli interessi di tutti gli stakeholders.

## **1.2 Le dinamiche competitive del settore del calcio professionistico: un modello imperfetto di concorrenza**

Per ciò che concerne l'aspetto concorrenziale, il settore del calcio professionistico è caratterizzato da una serie di caratteristiche specifiche, che come affermato precedentemente, lo sottraggono alle consuete leggi di mercato, distinguendolo nettamente da altri settori.

In prima approssimazione, infatti, ogni società di calcio esprime le proprie potenzialità attraverso la competizione sportiva e necessita, pertanto, della presenza di un numero prefissato e imm modificabile di concorrenti. Di conseguenza, diversamente da quanto avviene in altri mercati, le imprese non potranno mai in essere comportamenti escludenti al fine di ridurre il numero di competitors presenti sul mercato, seppur motivate in ogni caso dall'obiettivo di prevalere sia dal punto di vista sportivo sia da quello economico<sup>8</sup>.

A sostegno di tale tesi, la dottrina economica si è più volte espressa sottolineando come i risultati finanziari di una società di calcio dipendano dalla validità dei suoi competitors: un evento sportivo sarà tanto più attrattivo quanto più permarrà equilibrio tecnico tra i vari concorrenti, poiché maggiore sarà l'incertezza dei risultati e dunque l'appetibilità dello spettacolo per i fruitori. Di contro, qualora l'equilibrio tecnico dovesse diminuire, lasciando spazio all'egemonia protratta di una o poche squadre,

---

<sup>8</sup> Autorità Garante Della Concorrenza e del Mercato, *Indagine Conoscitiva sul Calcio Professionistico*(IC27), 2006, Roma

l'interesse dei consumatori nei confronti dell'evento sportivo diminuirebbe progressivamente, con impatto sui ritorni finanziari delle società calcistiche <sup>9</sup>.

Una seconda peculiarità caratterizza l'economia delle società calcistiche: l'obiettivo non è rappresentato dalla massimizzazione dei profitti. Secondo un ramo autorevole della teoria economica, infatti, la variabile soggettiva del fattore umano, del patrimonio intangibile, prevale sulla dimensione reddituale, rendendo elementi quali l'immagine, il prestigio e l'entusiasmo sportivo preponderanti in termini di finalità. Ciò comporta che i processi decisionali aziendali siano influenzati non solo da dinamiche e fattori di natura economica, ma anche da elementi di natura sociale : ne sono un esempio le ingenti perdite che caratterizzano i bilanci delle football companies e i massicci investimenti posti in essere dai patron societari per coprirle.

In definitiva, possiamo affermare, che l'obiettivo delle società di calcio è costituito dalla massimizzazione dell'utilità, soggetta comunque a vincoli di sostenibilità economica <sup>10</sup>.

Proseguendo l'analisi delle dinamiche competitive del settore calcistico, è opportuno sottolineare la natura di monopolio naturale delle competizioni sportive. Si definisce monopolio naturale una configurazione industriale in cui il numero ottimale di imprese presenti sul mercato è uno: ciò significa che i costi sostenuti da una sola impresa nel produrre l'intera quantità domandata sono inferiori a quelli che sosterebbero due o più imprese contemporaneamente presenti sul mercato. Sotto queste condizioni, la presenza di un unico operatore è più efficiente di una pluralità di imprese. Alla base di tale ipotesi vi è l'affermazione che qualsiasi contesto sportivo si propone come fine ultimo l'individuazione di un unico vincitore: in una medesima area geografica e in determinato periodo temporale limitato non avrebbe senso la proclamazione di due vincitori, determinando la riduzione della qualità del prodotto e la sua attrattività per i consumatori. Di conseguenza, assunto come prodotto "la competizione sportiva al fine di individuare un unico vincitore", quest'ultimo viene offerto necessariamente da un' unica impresa, che si qualifica come monopolista naturale <sup>11</sup>.

In una seconda accezione la qualità di monopolio naturale si evince dalla stessa struttura organizzativa di natura piramidale gerarchica dello sport, che presuppone

---

<sup>9</sup> W.C Neale, *The Economics of Professional Sports*, The Quarterly Journal of Economics, vol.78

<sup>10</sup> P. Sloane, *The Economics of Professional Football: The Football Club As A Utility Maximiser*, Scottish Journal of Political Economy, vol.17

<sup>11</sup> Fort e J.Quirk, *Cross-subsidization, Incentives and Outcomes in Professional Team Sports Leagues*, Journal of Economic Literature, Vol. 33, pagg 1265-1299

l'esistenza di un'unica federazione per ciascun paese. La presenza di due o più federazioni impegnate nell'organizzazione in parallelo di due campionati sportivi in concorrenza tra loro sarebbe, infatti, inefficiente. In primis si verificherebbero inefficienze legate ai notevoli costi organizzativi, quali ad esempio l'iscrizione di una squadra ad entrambe le competizioni e la difficoltà di generare i calendari. In secondo luogo, e soprattutto, subentrerebbe la necessità di definire due vincitori e l'insorgere delle problematiche di inefficienza sopra descritte. Un esempio applicabile a tale situazione si ritrova nel football americano: la presenza contemporanea di due leghe, la NFL e la AFL, ha indotto i consumatori e i tifosi stessi a fare pressioni per la creazione di una singola competizione che decretasse un unico vincitore, il Super Bowl<sup>12</sup>.

Possiamo quindi concludere che, al fine di raggiungere l'efficienza allocativa, la concorrenza nello sport, e in maniera specifica nel calcio, debba manifestarsi a livello delle singole società, rendendo contendibile la posizione assunta da ciascuna all'interno della Lega di appartenenza e garantendo un equilibrio competitivo.

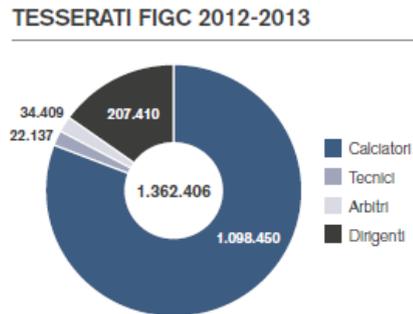
Equilibrio competitivo che si basa sull'incertezza dei risultati e deve essere mantenuto tramite una congrua diminuzione delle disparità nella distribuzione dei fattori produttivi tra le diverse società. Le soluzioni adottate in passato per i vari sport sono state molteplici ed eterogenee: nel pugilato, ad esempio, si suole segmentare gli atleti per classi di peso al fine di massimizzare l'equilibrio competitivo negli incontri; nell'automobilismo e nel nuoto si utilizza la tecnica dei tempi di qualificazione; nel basket e nel baseball uno degli strumenti maggiormente utilizzati è stato il *salary cap*, il quale pone un tetto massimo agli stipendi degli atleti e diminuisce le possibilità che siano le sole società economicamente più sane ad ottenere il diritto alle prestazioni dei migliori atleti.

---

<sup>12</sup> Autorità Garante Della Concorrenza e del Mercato, *Indagine Conoscitiva sul Calcio Professionistico* (IC27), 2006, Roma

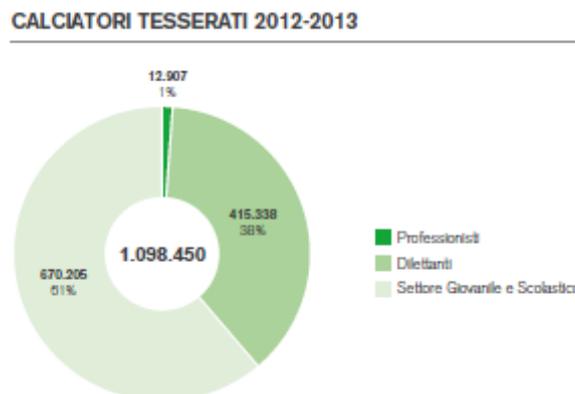
### 1.3 Il censimento del calcio italiano: dati generali

Nella stagione 2012/2013 il calcio si conferma lo sport più praticato in Italia, con un numero di tesserati per la Federazione Italiana Giuoco Calcio pari a 1.362.406 tra calciatori, tecnici, forza arbitrale e dirigenti<sup>13</sup>. In particolare:



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

I **calciatori** rappresentano la percentuale prevalente dei tesserati (80,6%). Tra questi solo 12.907 svolgono attività professionistica, mentre la restante parte esercita l'attività di calciatore in modo dilettantistico<sup>14</sup>. La presenza dei settori giovanili e scolastici è ulteriormente rilevante:



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

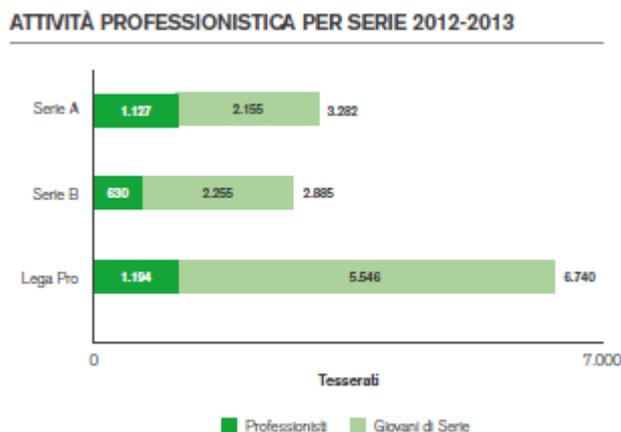
Relativamente all'attività giovanile in Italia, è opportuno effettuare un breve approfondimento, necessario a farci capire quanto il gioco del calcio sia diffuso sul territorio nazionale: il numero totale di tesserati del settore giovanile ammonta a circa il

<sup>13</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

<sup>14</sup> Ibidem

25% della popolazione di riferimento; ciò significa che mediamente 1 ragazzino su 4 è tesserato per una società di calcio<sup>15</sup>.

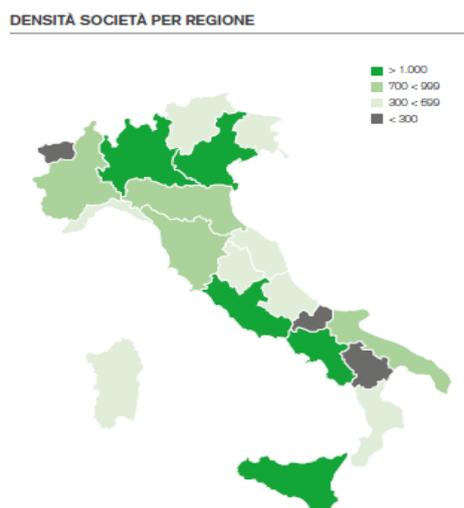
La suddivisione dei calciatori tesserati tra le 3 serie considerate (Serie A, Serie B e LegaPro) è la seguente:



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Nel 2012/2013 il numero delle **società** iscritte si è attestato a 13.908, di cui 111 professionistiche, 10.702 dilettantistiche e 3.095 relative al Settore Giovanile e Scolastico. Il dato è in decremento rispetto alla stagione precedente (-0,3%)<sup>16</sup>.

La ripartizione regionale indica che le regioni in cui l'attività societaria è più sviluppata sono Campania, Lazio, Lombardia, Veneto e Sicilia:

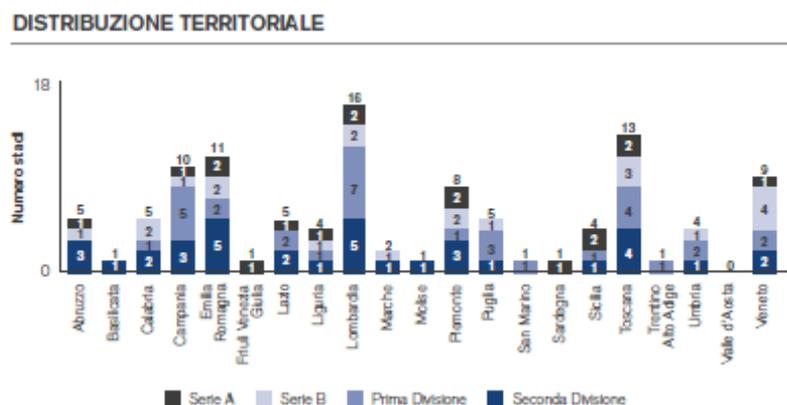


Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

<sup>15</sup> Ibidem

<sup>16</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Nella stagione 2012/2013 i campionati professionistici sono stati disputati in oltre cento impianti sportivi, dislocati su tutte le regioni italiane, ad eccezion fatta per la Valle d'Aosta. In particolare, la Serie A e la Serie B si sono disputate su 12 regioni, con una netta prevalenza delle regioni del Nord, che annoverano il maggior numero di squadre nelle massime serie, e di conseguenza il maggior numero di impianti<sup>17</sup>:



*Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014*

Preoccupante è l'età media degli stadi italiani, che ammonta per la Serie A a 64 anni. Nella massima serie italiana, il 50% degli stadi è stato inaugurato prima del 1950 e solo 6 stadi dopo il 2000. Il divario con i paesi europei è consistente, sia in termini di modernità delle strutture, sia in termini di capacità di ottenere ricavi dalle stesse.

In effetti, il tasso medio di riempimento degli stadi è pari al 56% per la Serie A e addirittura al 26% per la Serie B<sup>18</sup>. La situazione diventa ancor più negativa se si fa riferimento ai dati sul numero di spettatori.

Nella stagione 2012/2013 il numero di spettatori dei campionati professionistici è stato pari a 12.328.100, con una diminuzione del 6,4% rispetto all'anno precedente.

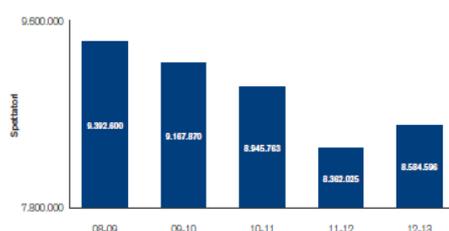
Focalizzandoci sulla Serie A, ritroviamo a partire dalla scorsa stagione un trend leggermente positivo. Infatti, il numero totale di spettatori è salito a 8.584.596 rispetto agli 8.362.025 della stagione 2011/2012 (+2,7%), con una media spettatori per partita pari a 22.591 spettatori<sup>19</sup>.

<sup>17</sup> Arel, Pwc, *Report Calcio 2014*

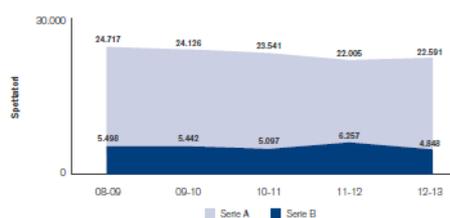
<sup>18</sup> Ibidem

<sup>19</sup> Ibidem

SERIE A – CONFRONTO SPETTATORI



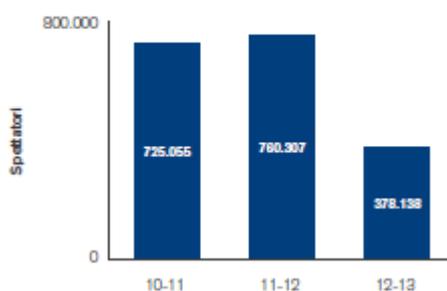
SERIE A, B – CONFRONTO MEDIA SPETTATORI PER PARTITA



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Ciò nonostante, a testimonianza della perdita di competitività in campo europeo da parte delle squadre italiane, i dati sugli spettatori relativi alle partite di Champions League disputate in Italia sono in calo. In particolare si registra un netto calo del 50% rispetto al 2011/2012, parzialmente giustificabile dal minor numero di partite disputate: 10 contro le 14 della stagione 2011/2012<sup>20</sup>.

PARTITE DI CHAMPIONS LEAGUE IN ITALIA – CONFRONTO SPETTATORI



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

#### 1.4 I modelli di *governance* delle società di calcio italiane<sup>21</sup>

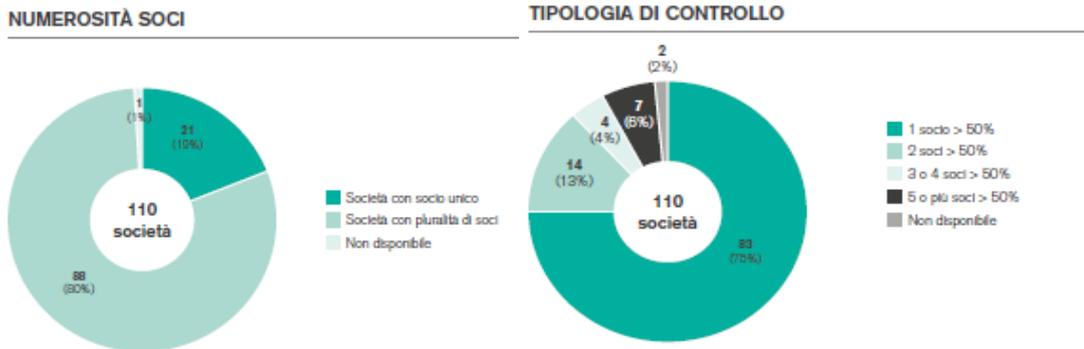
Il Report Calcio 2014, stilato da Arel, in partnership con Pwc e FIGC, effettua un'attenta analisi dei modelli di *governance* adottati dalle società di calcio professionistiche nella stagione 2012/2013, analizzando la tematiche da più punti di vista. Sono presi in considerazione gli assetti proprietari, la catena di controllo, i

<sup>20</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

<sup>21</sup> I dati relativi all'analisi dei modelli di *governance* sono interamente basati su: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

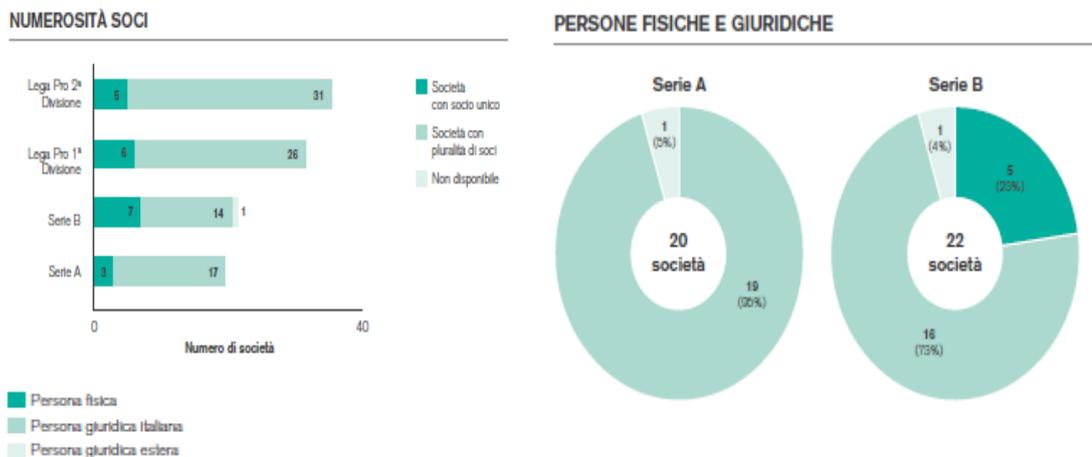
modelli di amministrazione e controllo, evidenziando le evoluzioni rispetto alle stagioni precedenti.

In primo luogo, si denota una prevalente concentrazione degli **assetti proprietari**. Sulle 110 società di calcio analizzate tra Serie A, B e LegaPro, in 83 casi un unico socio detiene una quota di partecipazione superiore al 50%. In 21 casi la proprietà appartiene ad un unico socio.



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

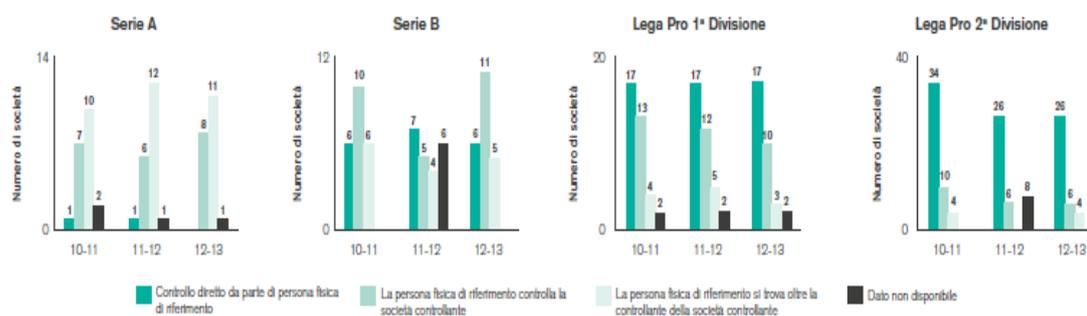
Relativamente alla Serie A, emerge che il soggetto di controllo nella quasi totalità dei casi è una società italiana, eccezion fatta per un singolo caso di controllo da parte di una persona giuridica estera. In 3 casi su 20 la società è controllata da un unico socio, nei restanti 17 la compagine azionaria è rappresentata da una pluralità di soggetti. In 19 casi un unico socio detiene più del 50% del capitale sociale.



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Per lunghezza della **catena di controllo** si intende il numero di livelli societari tramite il quale viene esercitata l'attività di direzione e coordinamento sul club calcistico. In Serie A nella maggioranza dei casi la persona fisica di riferimento, cioè il proprietario effettivo, esercita il controllo attraverso almeno 2 livelli societari. Nel complesso si avverte una propensione nel corso del tempo verso modelli di controllo sempre più indiretti, esercitati cioè attraverso una società.

CONFRONTO LIVELLO DI CONTROLLO – DATI PER SERIE



Nota: In questa sezione le società vengono divise in relazione alla lunghezza della loro "catena di controllo", cioè del numero di livelli societari che intercorrono tra il club calcistico e la persona fisica che di fatto ne ha il controllo

Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Per quanto riguarda il **sistema di Amministrazione e Controllo**, nel 99% dei casi viene adottato quello Tradizionale. Unico è il caso di sistema Dualistico, adottato da un club iscritto alla Serie A. Il numero degli Amministratori è significativamente più elevato in Serie A, dove si registra un numero medio di membri del CDA pari a 7.1 ,con un'età media pari a 55 anni, più elevata rispetto a quella delle serie inferiori. Nel 70% dei casi il controllo contabile è svolto da una società di revisione; nel restante 30% è affidato al Collegio Sindacale.

### 1.5 Analisi economico-finanziaria del settore calcio in Italia

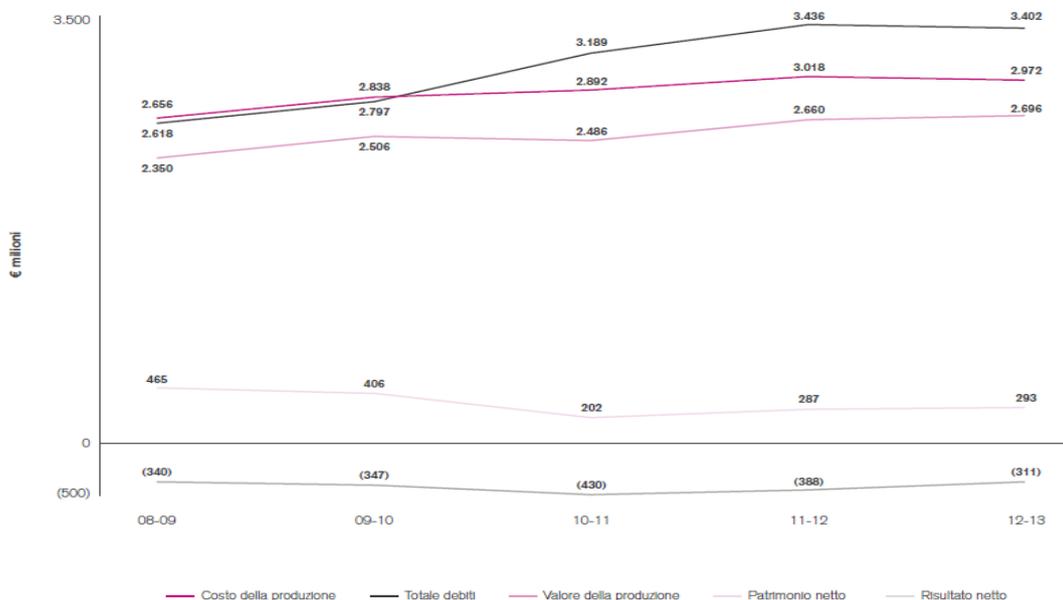
I dati che riportiamo di seguito si riferiscono ai bilanci delle società professionistiche che hanno partecipato ai campionati dal 2008 al 2013, prendendo a riferimento solo i documenti contabili chiusi e certificati al 31 Dicembre 2012.

In linea generale, i risultati economici aggregati del settore calcistico italiano sono cresciuti progressivamente nell'ultimo quinquennio, invertendo la tendenza negativa manifestata dal quadro macroeconomico deflattivo del paese e sviluppandosi in

controtendenza rispetto al periodo di recessione generale. Gli indicatori economici dimostrano come si sia avviato un nuovo orientamento di gestione delle società, oculato dal punto di vista economico-finanziario: tale modello di gestione viene posto in essere con una più attenta strategia di contenimento dei costi e con la volontà di agire per diversificare in maniera rilevante i ricavi. Tuttavia ben poche società attuano in maniera vincente tale strategia, permanendo nella maggior parte dei casi una composizione delle fonti di ricavo ancora scarsamente diversificata.

Nella stagione 2012/2013 il **valore della produzione** a livello aggregato realizzato dalle società di calcio professionistiche ha toccato quota **2.696 milioni di euro**, crescendo dell'1,3% rispetto all'esercizio precedente. Di contro, le società sono riuscite a perseguire, come affermato precedentemente, un contenimento moderato del **costo della produzione**, pari a **2.972 milioni di euro**, in diminuzione del 1,5%. Conseguentemente anche le **perdite nette** aggregate sono diminuite: dai 388 milioni di rosso del 2011/2012 si è passati a una perdita netta di **311 milioni** <sup>22</sup>. Di seguito il trend evolutivo delle suddette voci partire dal 2008:

DATI ECONOMICO-PATRIMONIALI AGGREGATI DI SINTESI 2008-2013



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Nello specifico, la crescita del Valore Della Produzione è stata garantita prevalentemente dall'aumento dei **ricavi da diritti radio-televisivi**, i quali

<sup>22</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

rappresentato la componente primaria con un valore pari al **38%** del totale e hanno fatto registrare nel 2012/2013 un tasso di crescita pari al 4,6%. L'incremento dei diritti TV fino a **1.037 milioni** di euro è stato reso possibile soprattutto grazie ai proventi derivanti dalla partecipazione di squadre italiane alle coppe europee, e in particolare alla performance delle due squadre italiane presenti nell'edizione 2012/2013 della Champions League<sup>23</sup>.

Le **plusvalenze** da cessione di calciatori si attestano sui **536 milioni** di euro, rappresentando circa il **20%** delle fonti di ricavo, mentre i **ricavi da stadio** scendono a quota **220 milioni**, in calo del 4,1% rispetto all'anno precedente. Il dato preoccupante è che tale voce è in decremento costante dal 2008: in totale nel quinquennio considerato i ricavi da stadio sono diminuiti del 18,9%. Essi, inoltre, costituiscono ancora una percentuale modesta sul valore della produzione totale: **8%**<sup>24</sup>.

Infine, si registra uno stop al trend di crescita dei **ricavi da sponsorship** e attività commerciali, che ammontano nel 2012/2013 a **401 milioni** di euro, in calo del 3,9% rispetto al 2011/2012<sup>25</sup>.

Di seguito, la ripartizione delle fonti di ricavo dal 2008 al 2013, e la parte di Conto Economico aggregato relativo al Valore Della Produzione delle 111 squadre professionistiche analizzate.

Valore della produzione aggregato	SERIE A, B E LEGA PRO									
	08-09		09-10		10-11		11-12		12-13	
Ricavi da ingresso stadio	€ 272,1 m	12%	€ 275,5 m	11%	€ 254,6 m	10%	€ 230,2 m	9%	€ 220,6 m	8%
Variazione annua percentuale			1,3%		-7,6%		-9,6%		-4,1%	
Ricavi da sponsor e attività commerciali	€ 317,0 m	13%	€ 389,5 m	15%	€ 386,9 m	16%	€ 401,9 m	15%	€ 386,1 m	14%
Variazione annua percentuale			16,6%		4,7%		3,9%		-3,9%	
Ricavi da diritti televisivi e radio	€ 999,4 m	43%	€ 1.033,4 m	41%	€ 971,3 m	39%	€ 990,7 m	37%	€ 1.036,6 m	38%
Variazione annua percentuale			3,4%		-6,0%		2,0%		4,6%	
Contributi in conto esercizio	€ 83,0 m	4%	€ 93,6 m	4%	€ 103,0 m	4%	€ 93,3 m	4%	€ 103,8 m	4%
Variazione annua percentuale			12,7%		10,0%		-9,3%		11,2%	
Altri ricavi e proventi diversi	€ 304,2 m	12%	€ 277,3 m	11%	€ 325,5 m	13%	€ 407,2 m	15%	€ 412,3 m	16%
Variazione annua percentuale			-8,9%		17,4%		25,1%		1,2%	
<b>Ricavi di vendita</b>	<b>€ 1.975,7 m</b>	<b>84%</b>	<b>€ 2.049,2 m</b>	<b>82%</b>	<b>€ 2.041,3 m</b>	<b>82%</b>	<b>€ 2.123,3 m</b>	<b>80%</b>	<b>€ 2.159,4 m</b>	<b>80%</b>
<b>Variazione annua percentuale</b>			<b>3,7%</b>		<b>-0,4%</b>		<b>4,0%</b>		<b>1,7%</b>	
Plusvalenze per cessione giocatori	€ 373,9 m	16%	€ 456,7 m	18%	€ 444,4 m	18%	€ 537,1 m	20%	€ 536,4 m	20%
Variazione annua percentuale			22,1%		-2,7%		20,9%		-0,1%	
<b>Valore della produzione</b>	<b>€ 2.349,6 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.505,9 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.485,7 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.660,4 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.695,8 m</b>	<b>100%</b>
<b>Variazione annua percentuale</b>			<b>6,7%</b>		<b>-0,8%</b>		<b>7,0%</b>		<b>1,3%</b>	

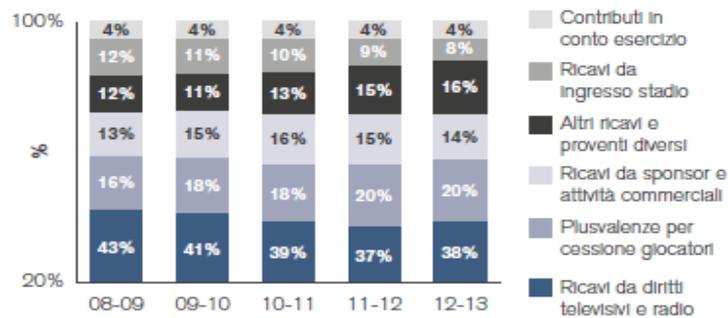
Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

<sup>23</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

<sup>24</sup> Ibidem

<sup>25</sup> Ibidem

### RIPARTIZIONE DELLE FONTI DI RICAVO 2008-2013

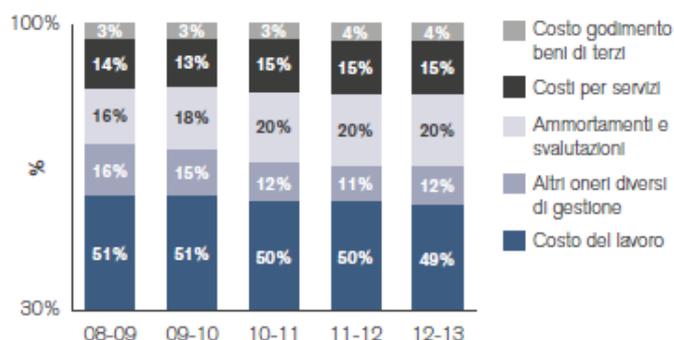


Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Passiamo ora al Costo Della Produzione, che come abbiamo visto precedentemente è diminuito in maniera virtuosa (-1,5%), garantendo performance reddituali parzialmente migliori rispetto al 2011/2012.

In particolare risultano diminuiti il **costo del lavoro** (-3,3%), il quale rappresenta la componente di costo che pesa maggiormente sui bilanci delle società (**49%**), e il costo dei servizi (-3,1%), il quale rappresenta il 15% dei costi totali di produzione. Si registra, tuttavia un aumento massiccio degli **oneri diversi di gestione**, tra cui rientra il costo delle comproprietà, pari al 6,7%<sup>26</sup>. Si riporta, di seguito la parte di Conto Economico Aggregato relativo al Costo della Produzione, e la ripartizione delle fonti di costo dal 2008 al 2013.

### RIPARTIZIONE DELLE VOCI DI COSTO 2008-2013



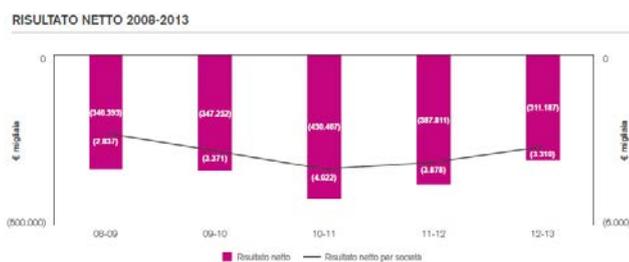
Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

<sup>26</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Costo della produzione aggregato	SERIE A, B E LEGA PRO									
	08-09		09-10		10-11		11-12		12-13	
Costi per servizi	€ 371,1 m	14%	€ 381,0 m	13%	€ 420,2 m	15%	€ 448,0 m	15%	€ 434,1 m	15%
Variazione annua percentuale			2,7%		10,3%		6,6%		-3,1%	
Costo godimento beni di terzi	€ 88,9 m	3%	€ 94,4 m	3%	€ 110,3 m	3%	€ 122,2 m	4%	€ 119,1 m	4%
Variazione annua percentuale			6,2%		16,8%		10,9%		-2,6%	
Costo del lavoro	€ 1.367,3 m	51%	€ 1.460,4 m	51%	€ 1.455,6 m	50%	€ 1.504,7 m	50%	€ 1.455,3 m	49%
Variazione annua percentuale			6,8%		-0,3%		3,4%		-3,3%	
Altri oneri diversi di gestione	€ 397,0 m	16%	€ 393,9 m	15%	€ 337,3 m	12%	€ 332,2 m	11%	€ 354,5 m	12%
Variazione annua percentuale			-0,8%		-14,4%		-1,5%		6,7%	
Ammortamenti e svalutazioni	€ 431,9 m	16%	€ 508,6 m	18%	€ 569,0 m	20%	€ 611,2 m	20%	€ 608,6 m	20%
Variazione annua percentuale			17,8%		11,9%		7,4%		-0,4%	
<b>Costo della produzione</b>	<b>€ 2.656,2 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.838,3 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.892,4 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 3.018,2 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.971,6 m</b>	<b>100%</b>
Variazione annua percentuale			6,9%		1,9%		4,4%		-1,5%	

Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Infine, come introdotto in precedenza, vediamo l'andamento del **risultato netto d'esercizio** su base aggregata. Come riporta il grafico, nel periodo di riferimento, esso registra sempre una perdita netta, che si attesta a 311 milioni di euro nell'ultima stagione, in parziale miglioramento rispetto all'esercizio precedente.



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

## 1.6 Focus: analisi della performance economico-finanziaria della Serie A

### RISULTATI DI SINTESI 2008-2013 SERIE A

SERIE A									
Campione analizzato:	20 su 20	20 su 20							
Dati chiave/Indici	08-09	09-10	Var. %	10-11	Var. %	11-12	Var. %	12-13	Var. %
Valore della produzione	€ 1.874 m	€ 2.097 m	11,9%	€ 2.031 m	-3,2%	€ 2.146 m	5,6%	€ 2.308 m	7,5%
Costi operativi	(€ 1.600 m)	(€ 1.833 m)	7,9%	(€ 1.823 m)	-0,5%	(€ 1.854 m)	1,7%	(€ 1.927 m)	3,9%
Ebitda	€ 175 m	€ 264 m	50,7%	€ 208 m	-21,2%	€ 292 m	40,4%	€ 381 m	30,4%
Ammortamenti e svalutazioni	(€ 364 m)	(€ 435 m)	19,8%	(€ 483 m)	10,9%	(€ 523 m)	8,1%	(€ 546 m)	4,5%
Ebit	(€ 189 m)	(€ 172 m)	9,0%	(€ 275 m)	-59,9%	(€ 231 m)	16,3%	(€ 165 m)	28,3%
Proventi (oneri) straordinari e finanziari	(€ 15 m)	€ 16 m	n.a.	(€ 6 m)	n.a.	(€ 40 m)	>100%	(€ 12 m)	-68,0%
Ebt	(€ 204 m)	(€ 156 m)	23,6%	(€ 281 m)	-80,4%	(€ 271 m)	4,1%	(€ 177 m)	34,2%
Imposte	(€ 26 m)	(€ 40 m)	54,3%	(€ 19 m)	-52,8%	(€ 10 m)	-35,5%	(€ 25 m)	104,0%
Risultato netto	(€ 230 m)	(€ 195 m)	14,8%	(€ 300 m)	-53,3%	(€ 281 m)	6,0%	(€ 202 m)	28,0%
Costo del lavoro p.tesserato/ricavi di vendita	63%	64%		65%		65%		60%	
Patrimonio netto/Totale attività	14%	12%		5%		6%		7%	
Debiti finanziari/Totale debiti	23%	27%		35%		32%		32%	

Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Analizzando il prospetto di Conto Economico aggregato, riportante i risultati di bilancio delle 20 squadre di Serie A al termine della stagione 2012/2013, si notano immediatamente i risultati positivi realizzati dalle società della massima lega nell'ultimo esercizio.

Per la seconda stagione consecutiva il Valore della Produzione è cresciuto più che proporzionalmente rispetto al Costo della Produzione: un tasso di crescita pari al 7,5% il primo; tasso di crescita pari al 4,1% il secondo (Costi Operativi + Ammortamenti e Svalutazioni). Conseguentemente il risultato netto d'esercizio della Serie A è in forte miglioramento rispetto a quello della stagione 2011/2012 (+28%), sebbene si continui a registrare una perdita netta a fine esercizio, pari a 202 milioni di euro <sup>27</sup>.

Tuttavia, è necessario ricordare che sul risultato netto incide in maniera determinante la voce Ammortamenti, Accantonamenti e Svalutazioni, in aumento rispetto alla stagione precedente del 4,5%.

Ponendo mente a queste considerazioni andiamo a focalizzare l'attenzione sull'Ebitda, indicatore fondamentale per stimare la marginalità di una società e la bontà delle sue

<sup>27</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

performance operative, poiché depurato delle componenti di costo non monetarie (Ammortamenti e Accantonamenti) e delle voci a impatto negativo che non riguardano la gestione ordinaria (proventi e Oneri derivanti dalla gestione finanziaria e straordinaria).

L'Ebitda al 2012/2013 presenta un incremento del 30% , registrando un valore aggregato di 381 milioni e un valore medio per società quindi, pari a 19 milioni <sup>28</sup>.

#### EBITDA 2008-2013

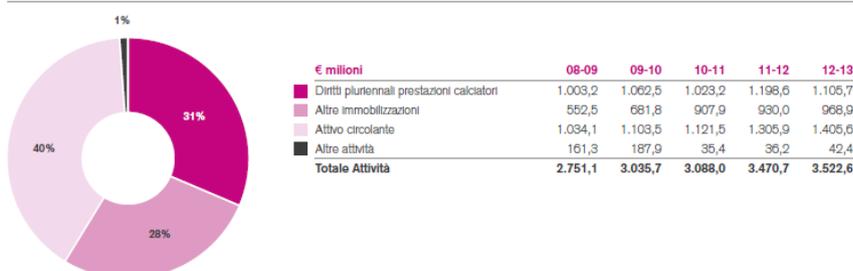


Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Pertanto, gli indicatori economici confermano la volontà delle società di intervenire sui costi operativi, garantendone l'abbattimento, e concentrare gli sforzi verso i risultati reddituali, sia a causa della recente crisi finanziaria, sia a causa delle pressioni esercitate dalla UEFA tramite l'introduzione della regolamentazione sul Financial Fair Play.

Spostando l'attenzione sul versante Patrimoniale, possiamo subito proporre la ripartizione totale delle attività e delle passività:

#### RIPARTIZIONE TOTALE ATTIVITÀ 2012-2013



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

<sup>28</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

#### RIPARTIZIONE TOTALE PASSIVITÀ 2012-2013



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

Emergono due considerazioni generali:

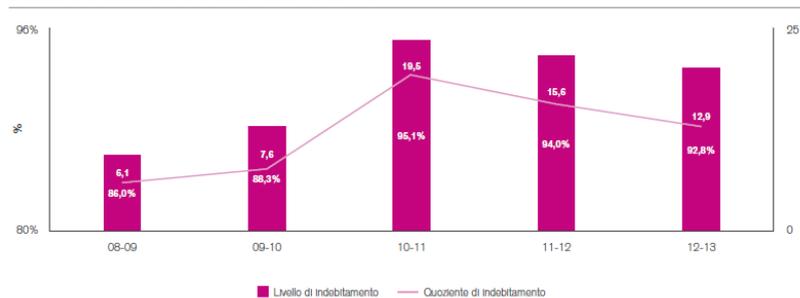
- 1) Una quota consistente dell'attivo patrimoniale è rappresentata dai diritti pluriennali relativi alle prestazioni dei calciatori, che costituiscono una voce di natura immateriale a carattere pluriennale, poiché il relativo valore corrisponde ad un asset per la società che detiene il diritto alla prestazione sportiva del calciatore tesserato.
- 2) Una quota molto consistente del passivo patrimoniale è rappresentata dai debiti (84%), che continuano a pesare eccessivamente sui bilanci delle società calcistiche, palesemente sottocapitalizzate e dotate di un patrimonio netto spesso irrisorio (254 milioni a livello aggregato, in crescita rispetto agli anni precedenti)<sup>29</sup>.

Tale dato si riflette ovviamente in un *Livello di Indebitamento* (Debito/Capitale Investito) molto alto, precisamente pari al 92%, e in un *Quoziente di Indebitamento* di 12,9. Dati che dimostrano come le società di calcio siano poco solide dal punto di vista patrimoniale e come, anche in virtù di una Posizione Finanziaria poco favorevole (880 milioni), siano considerate poco appetibili dal mercato del pubblico risparmio in termini di sicurezza e stabilità. La loro elevata esposizione debitoria le rende asset su cui difficilmente si realizza un investimento di natura strategica<sup>30</sup>.

<sup>29</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

<sup>30</sup> Ibidem

LIVELLO E QUOZIENTE DI INDEBITAMENTO 2008-2013



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

È opportuno analizzare in dettaglio il **Valore Della Produzione**: si può osservare come l'incremento del 7,5% (da 2145 milioni a **2307 milioni**) sia imputabile a una crescita costante in tutti i comparti da cui l'aggregato è composto.

Valore della produzione	08-09		09-10		10-11		11-12		12-13	
Ricavi da ingresso stadio	€ 219,3 m	12%	€ 226,7 m	11%	€ 208,3 m	10%	€ 186,4 m	9%	€ 189,7 m	8%
Variazione annua percentuale			3,4%		-8,1%		-10,5%		1,8%	
Ricavi da sponsor e attività commerciali	€ 262,8 m	14%	€ 310,4 m	15%	€ 318,4 m	16%	€ 343,9 m	16%	€ 341,0 m	15%
Variazione annua percentuale			18,1%		2,6%		8,0%		-0,9%	
Ricavi da diritti televisivi e radio	€ 975,8 m	52%	€ 999,4 m	48%	€ 931,0 m	46%	€ 913,0 m	43%	€ 987,4 m	43%
Variazione annua percentuale			2,4%		-6,9%		-1,9%		8,1%	
Contributi in conto esercizio	€ 13,7 m	1%	€ 29,5 m	1%	€ 23,7 m	1%	€ 22,6 m	1%	€ 35,3 m	2%
Variazione annua percentuale			115,2%		-19,7%		-4,8%		56,4%	
Altri ricavi e proventi diversi	€ 130,6 m	6%	€ 148,0 m	7%	€ 192,8 m	9%	€ 252,2 m	11%	€ 266,4 m	12%
Variazione annua percentuale			13,3%		30,3%		30,8%		13,6%	
<b>Ricavi di vendita</b>	<b>€ 1.602,2 m</b>	<b>85%</b>	<b>€ 1.714,0 m</b>	<b>82%</b>	<b>€ 1.674,3 m</b>	<b>82%</b>	<b>€ 1.718,1 m</b>	<b>80%</b>	<b>€ 1.839,8 m</b>	<b>80%</b>
Variazione annua percentuale			7,0%		-2,3%		2,6%		7,1%	
Plusvalenze per cessione giocatori	€ 272,0 m	15%	€ 383,3 m	18%	€ 356,9 m	18%	€ 427,8 m	20%	€ 467,8 m	20%
Variazione annua percentuale			40,9%		-6,9%		19,9%		9,4%	
<b>Valore della produzione</b>	<b>€ 1.874,2 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.097,3 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.031,2 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.145,9 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.307,6 m</b>	<b>100%</b>
Variazione annua percentuale			11,9%		-3,2%		5,6%		7,5%	

Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

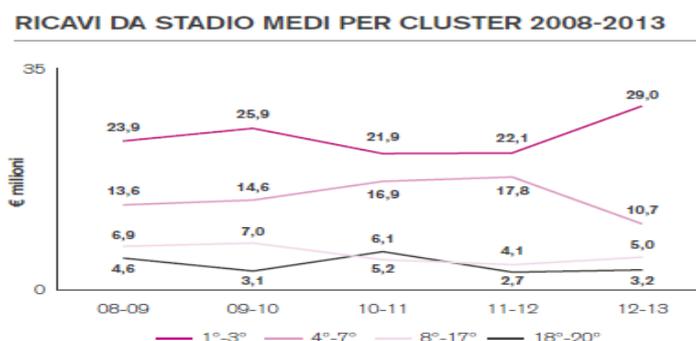
In particolare sono 4 le voci principali :

- Ricavi da ingresso stadio (**8%**)
- Ricavi da sponsor e attività commerciali (**16%**)
- Ricavi da diritti TV (**43%**)
- Ricavi da plusvalenze per cessioni calciatori (**20%**)

I **ricavi da ingresso stadio** nella stagione 2012/2013 sono pari a 190 milioni di euro, in crescita dell'1,8 % a causa della promozione di squadre del calibro di Torino, Sampdoria e Pescara che possono contare su un bacino di pubblico sicuramente maggiore rispetto alle retrocesse Lecce, Novara e Cesena. Interessante è la ripartizione

dei ricavi da stadio per tipologia: 55% da abbonamenti, 45% da biglietti. Il prezzo medio di 18 euro è linea con i dati dell'anno precedente<sup>31</sup>.

Ovviamente se consideriamo le squadre classificate nelle prime 3 posizioni in classifica, il divario in termini di incassi medi da stadio rispetto alle altre squadre è notevole:



Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

I ricavi da sponsor e attività commerciali ammontano a 341 milioni di euro, e per la prima volta in 4 anni decrescono (-0,9%). In particolare i ricavi da sponsor sono pari al 60%, i ricavi da altre attività commerciali pari al 40%<sup>32</sup>. Nello specifico i ricavi da sponsor sono così suddivisi:



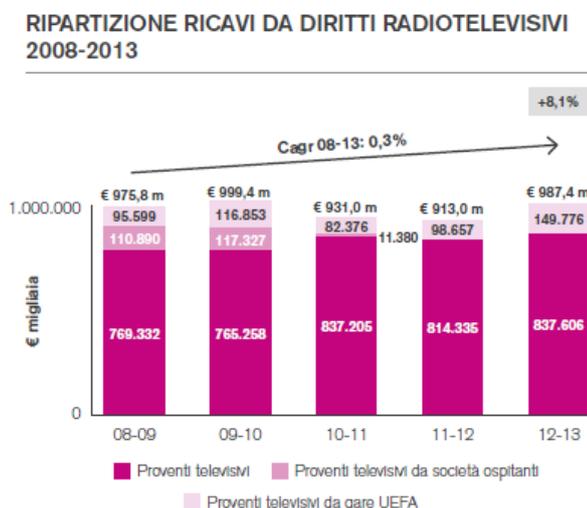
Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

I ricavi da diritti radiotelevisivi raggiungono i 987 milioni di euro, confermando i trend di crescita passati e crescendo dell'8,1% rispetto al 2011/2012, prevalentemente a causa delle buone prestazioni dei club italiani partecipanti alla Champions League e

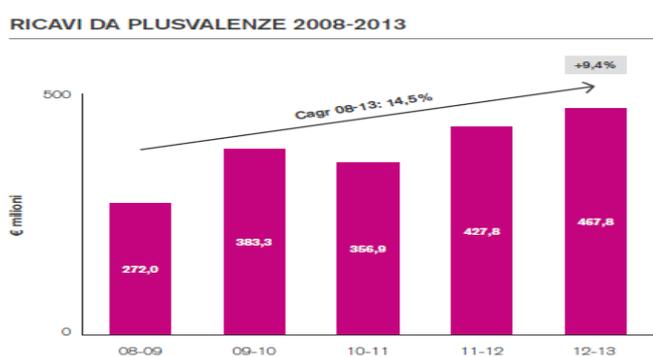
<sup>31</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

<sup>32</sup> Ibidem

all'Europa League. In effetti circa il 15 % dei ricavi totali proviene da diritti su gare Uefa, i quali sono più che raddoppiati rispetto alla scorsa stagione <sup>33</sup>.



I **ricavi da plusvalenza** sono pari a 486 milioni di euro, confermando il trend positivo dell'ultimo quinquennio (CAGR 14,5%) e facendo registrare un tasso di crescita rispetto alla stagione precedente del 9,4%. Ciò significa che mediamente ogni società di serie A guadagna annualmente dalle cessioni dei propri calciatori 23,4 milioni di euro. Ovviamente la media cresce consideriamo il cluster di squadre dal 1 al 3 posto : 28,7 milioni<sup>34</sup>.



Soffermiamoci, ora, sul **Costo della Produzione**, il quale ha fatto registrare nel 2012/2103 un aumento del 4,1% , imputabile per gran parte all'aumento del 21,5%

<sup>33</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

<sup>34</sup> Ibidem

degli **oneri diversi di gestione**, voce di costo che comprende le minusvalenze per cessioni giocatori e che pesa per il 12% sul totale.

Viceversa, è da segnalare, in linea con quanto esposto prima, una tendenza alla riduzione progressiva del monte stipendi calciatori. Infatti il **costo del lavoro** cresce solo dell'1%, ma tale aumento è imputabile alla crescita degli stipendi degli altri dipendenti della società, e non al monte ingaggi calciatori, che anzi diminuisce, seppur di pochi punti percentuali.

Di conseguenza, si registra un miglioramento delle prospettive reddituali delle società di calcio: la quantità di valore erosa dal totale dei salari diminuisce. Ne è una dimostrazione il rapporto Costo del Lavoro/Ricavi di Vendita, che diminuisce dal 69% al 65% <sup>35</sup>.

Costo della produzione	08-09		09-10		10-11		11-12		12-13	
Costi per servizi	€ 267,0 m	13%	€ 265,6 m	12%	€ 316,5 m	14%	€ 337,7 m	14%	€ 343,5 m	14%
Variazione annua percentuale			-0,5%		19,2%		6,7%		1,7%	
Costo godimento beni di terzi	€ 73,3 m	4%	€ 76,8 m	3%	€ 93,8 m	4%	€ 90,4 m	4%	€ 104,3 m	4%
Variazione annua percentuale			4,8%		22,2%		6,1%		4,9%	
Costo del lavoro	€ 1.063,7 m	51%	€ 1.165,7 m	51%	€ 1.158,9 m	50%	€ 1.182,0 m	50%	€ 1.193,7 m	48%
Variazione annua percentuale			10,6%		-0,6%		2,0%		1,0%	
Altri oneri diversi di gestione	€ 304,9 m	14%	€ 324,9 m	15%	€ 263,7 m	11%	€ 234,3 m	10%	€ 284,6 m	12%
Variazione annua percentuale			6,6%		-21,9%		-7,7%		21,5%	
Ammortamenti e svalutazioni	€ 363,8 m	18%	€ 435,8 m	19%	€ 483,4 m	21%	€ 522,6 m	22%	€ 546,4 m	22%
Variazione annua percentuale			19,8%		10,9%		8,1%		4,5%	
<b>Costo della produzione</b>	<b>€ 2.062,7 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.268,8 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.306,3 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.376,0 m</b>	<b>100%</b>	<b>€ 2.472,5 m</b>	<b>100%</b>
Variazione annua percentuale			10,0%		1,7%		3,0%		4,1%	

Fonte: Arel, Pwc, Report Calcio 2014

## 1.7 Benchmarking Internazionale: analisi delle top division europee

### 1.5.1 Il censimento del calcio europeo: dati generali

Il calcio è uno dei settori produttivi più globalizzati e internazionalizzati. Pertanto un'analisi del sistema calcistico nazionale non può prescindere da un confronto con quelli che possono essere considerati i top competitors, ovvero le principali leghe calcistiche europee. L'obiettivo è cercare di cogliere le principali differenze

<sup>35</sup> Arel, Pwc, Report Calcio 2014

sistematiche e gli elementi su cui agire per riportare il calcio italiano in una posizione di leadership economica e sportiva.

L'analisi viene svolta solo sulle società iscritte alla massima serie, tra quelle appartenenti alle 54 Federazioni affiliate alla UEFA, con particolare riferimento alle 10 Top League: Premier League (Inghilterra), Bundesliga (Germania), La Liga (Spagna), Serie A (Italia), Ligue 1 (Francia), Prem'er-Liga (Russia), Primeira Liga (Portogallo), Süper Lig (Turchia), Eredivise (Olanda), Scozia.

L'assoluta rilevanza del fenomeno calcistico in Europa è testimoniata dai dati: circa 17 milioni di calciatori tesserati, più di 178.000 società iscritte. La nazione con più calciatori tesserati è la Germania (5,7 milioni), quella con più società iscritte l'Inghilterra (29.200) <sup>36</sup>.

Sono tre i dati su cui occorre concentrare l'attenzione in via preliminare: l'età media dei calciatori, la quantità di risorse giovanili impiegati in prima squadra, il numero di calciatori stranieri presenti in ogni lega.

Tra le 5 Top Division Europee l'Italia è quella che registra l'età media dei tesserati più elevata, 27,44 anni; la Germania è la lega che detiene l'età media più bassa, 25, 7 anni <sup>37</sup>.

Di contro, La Liga spagnola è il campionato in cui si impiega il maggior numero di calciatori proveniente dal vivaio: infatti il 22,75% dei tesserati proviene dal settore giovanile delle società. D'altronde la Spagna è celebre per l'approccio mirato al tema: le società investono ingenti risorse nella costruzione e nella gestione delle c.d. *canteras*, vere e proprie fucine di giovani talenti, seguiti e "coltivati" in tutti gli aspetti della loro crescita. Anche in questo campo l'Italia fa registrare i risultati peggiori: infatti, solo il 7% dei calciatori iscritti alla Serie A proviene dai settori giovanili. Il dato è tuttavia in crescita rispetto al 5,6% della stagione precedente <sup>38</sup>.

Per ciò che concerne il numero di calciatori stranieri, la Premier League Inglese si conferma la lega più multietnica: il 61% dei tesserati proviene da un altro paese. Segue a ruota l'Italia, col 52,5% <sup>39</sup>.

---

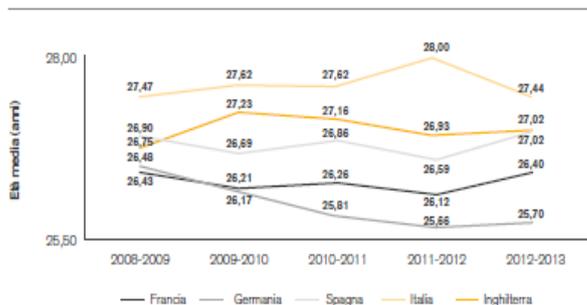
<sup>36</sup> UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

<sup>37</sup> Ibidem

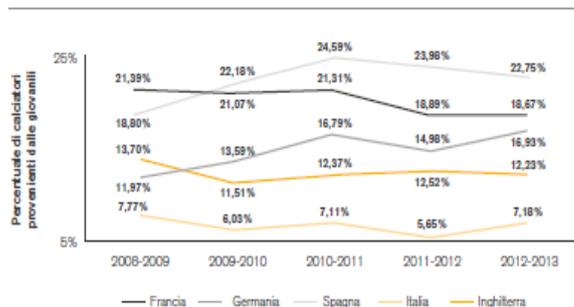
<sup>38</sup> Ibidem

<sup>39</sup> Ibidem

CONFRONTO ETÀ MEDIA TOP DIVISION



CONFRONTO PERCENTUALE DI CALCIATORI PROVENIENTI DALLE GIOVANILI\* TOP DIVISION



Fonte: UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

È opportuno prendere in considerazione un ulteriore fenomeno: l'affluenza agli stadi. Se consideriamo le gare di campionato, le coppe europee e le coppe nazionali, la top division inglese rappresenta il campionato europeo con la maggior presenza di pubblico, ovvero un totale di 16.9 milioni di spettatori. Seguono Germania (15,4 milioni), Spagna (13,4 milioni), Italia (9,8 milioni), e Francia (8,5 milioni)<sup>40</sup>. Come risulta dalla tabella seguente, in termini di affluenza media per partita in campionato la Germania si classifica al primo posto (42.624 spettatori), l'Inghilterra al secondo (35.921 spettatori) e la Spagna al terzo (28.237). Seguono Italia, Francia e Olanda<sup>41</sup>.

SOCIETÀ DI TOP DIVISION 2012-2013						
						TOTALE
Numero società	18	20	20	20	20	98
Numero partite di campionato	307	380	380	380	380	1.827
Affluenza media campionato	42.583	35.921	28.237	22.591	19.211	29.194
Affluenza totale campionato	13.073.111	13.649.923	10.730.155	8.584.596	7.300.218	53.338.003
Capienza media campionato	46.028	37.715	38.840	40.170	28.383	37.916
Riempimento % capienza	93%	95%	73%	56%	68%	77%
Affluenza potenziale totale	14.130.528	14.331.643	14.759.371	15.264.734	10.785.483	69.271.759
Gap di affluenza	1.057.417	681.720	4.029.216	6.680.138	3.485.265	15.933.756

Fonte: UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

È, inoltre, rilevante sottolineare come l'Italia sia nettamente inferiore rispetto alle altre leghe europee per capacità di riempimento stadio: la percentuale di riempimento rispetto

<sup>40</sup> UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

<sup>41</sup> Ibidem

alla capienza totale è del 52%, dato irrisorio se confrontato con il 95% della Premier League, il 95% della Bundesliga e il 73% della Liga Spagnola <sup>42</sup>.

Ponendo mente a tali considerazioni, si evince come l'asset stadio sia una delle principali leve da azionare per restituire competitività sportiva ed economica ai team italiani. Ne è un esempio virtuoso la Juventus, che sulla scia dei top club europei, ha intrapreso la strada dello stadio privato: un investimento importante, che tuttavia ha fornito e sta fornendo i suoi ritorni sia dal punto di vista sportivo, sia soprattutto dal punto di vista economico, garantendo la diversificazione delle fonti di ricavo e costituendosi come una delle principali componenti di reddito per la società.

### 1.5.2 Analisi economico-finanziaria delle Top League in Europa

Nonostante il periodo di recessione, il settore del calcio professionistico europeo continua a crescere in termini economici.

Il **fatturato** aggregato dei club di prima divisione supera i 14 miliardi di euro, in crescita del 7% rispetto all'anno precedente <sup>43</sup>.

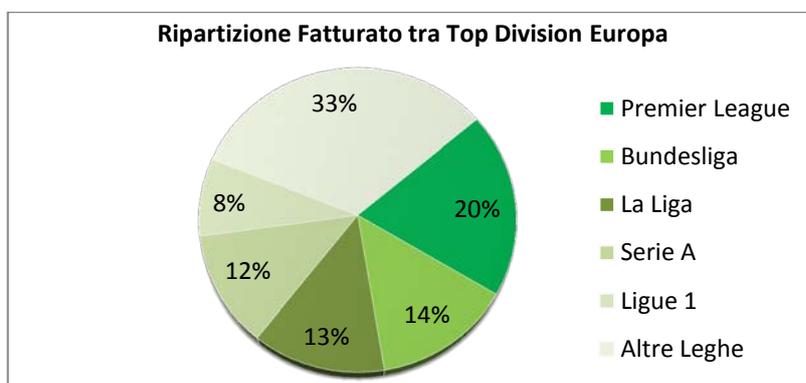
CONTO ECONOMICO AGGREGATO						
	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR 2008-2012
Diritti media	4,0	4,2	4,5	4,8	5,5	+8,2%
Sponsor e advertising	2,8	3,0	3,2	3,3	3,3	+4,1%
Ricavi da gare	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	-0,4%
Ricavi commerciali e altri ricavi	2,0	2,1	2,5	2,5	2,8	+8,7%
<b>Fatturato totale*</b>	<b>11,4</b>	<b>11,7</b>	<b>12,8</b>	<b>13,2</b>	<b>14,1</b>	<b>+5,5%</b>
Costi per il personale	7,1	7,5	8,2	8,6	9,2	+6,7%
Costi netti da trasferimenti**	0,3	0,5	0,9	0,8	0,6	+14,1%
Altri costi***	4,6	5,0	5,3	5,5	5,4	+4,3%
<b>Costi totali</b>	<b>12,0</b>	<b>12,9</b>	<b>14,4</b>	<b>14,8</b>	<b>15,2</b>	<b>+6,1%</b>
<b>Risultato netto</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>+14,9%</b>

Fonte: UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

<sup>42</sup> Ibidem

<sup>43</sup> UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

Dato ancor più incoraggiante è il CAGR del quinquennio 2008-2012, pari al 5,5% : un tasso di crescita che supera di gran lunga lo 0,7% dell'economia europea. Si capisce come il settore di riferimento sia particolarmente promettente e attrattivo, e debba necessariamente configurarsi come un volano di spinta e crescita per l'intero continente. Il sistema calcistico denota un significativo grado di polarizzazione: le principali 5 top division incidono per il 65% sul fatturato totale. Anche tra le prime 5 divisioni esistono differenze importanti: il primato viene mantenuto saldamente dalla Premier League che, con un fatturato aggregato di 2.7 miliardi di euro, rappresenta da sola il 20 % dei ricavi totali. Seguono la Bundesliga e La Liga, rispettivamente con un fatturato totale di 1.9 miliardi ( 14%) e 1.8 miliardi (13%). La forza e la stabilità dell'economia tedesca si riflettono nella capacità di generare ricavi, prevalentemente da sponsor e attività commerciali, i quali contribuiscono per circa il 50% sui ricavi totali dei clubs. La Liga soffre delle condizioni economiche negative del paese, e rimane fortemente polarizzata: circa 1 miliardo dei ricavi (56%) è generato solo da Real Madrid e Barcellona. L' Italia è quarta con 1.7 miliardi di euro e un peso sul fatturato totale del 12%. La Ligue 1 segue a 1.1 miliardi di euro, registrando una crescita del 9%, dovuta per la maggior parte alle straordinarie performance del PSG, i cui ricavi si sono incrementati in maniera significativa del 120% <sup>44</sup>.



*Fonte: UEFA, The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

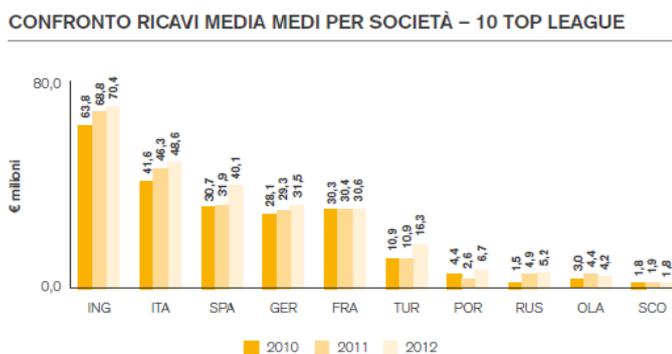
Come vediamo dal Conto Economico Aggregato sopra riportato la componente principale dei ricavi è rappresentata dai **diritti media**, che rappresentano il **39%** del

<sup>44</sup> UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*.

I dati divergono da quelli presentati nelle pagine precedenti, poiché nella seguente analisi il fatturato è considerato al netto delle plusvalenze da cessioni calciatori

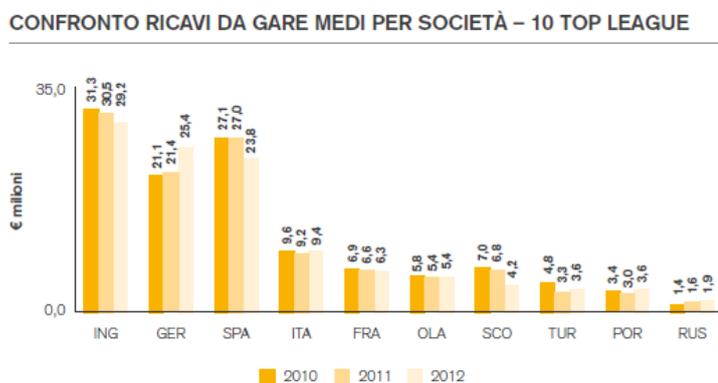
totale (5,5 miliardi). La polarizzazione è evidente soprattutto per tale categoria, con l'80% del totale assorbito dalle 5 principali divisioni<sup>45</sup>.

Se consideriamo i ricavi da diritti TV medi per società l'Inghilterra risulta largamente in testa, con 70,4 milioni di euro, seguita da Italia (48 milioni di euro) e Spagna (40,1 milioni di euro); seguono Germania e Francia, rispettivamente 31,5 e 30,6 milioni per società<sup>46</sup>.



Fonte: UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

Le altre componenti di ricavo sono costituite dai **ricavi da stadio** e dai **ricavi da sponsor** e attività commerciali: i primi con una quota del **17%** sul totale (2,5 miliardi), i secondi con una quota del **23%** (3,3 miliardi). Se consideriamo i ricavi medi per entrambi le componenti, notiamo che per quanto riguarda i ricavi da stadio medi per società l'Inghilterra è prima con un fatturato medio per società pari a 29,2 milioni, seguita da Germania e Spagna, con 25,4 e 23,6 milioni. Come si nota dal grafico la Serie A è nettamente staccata dalle prime tre, con ricavi medi da stadio per società pari a 9,4 milioni<sup>47</sup>.



Fonte: UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

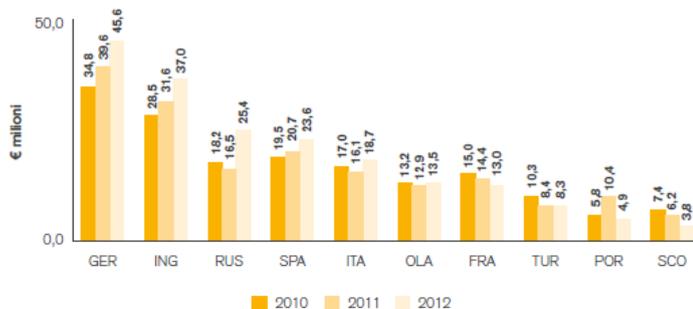
<sup>45</sup> Ibidem

<sup>46</sup> UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

<sup>47</sup> Ibidem

Relativamente ai ricavi medi per società sul fronte sponsor e commerciali, spicca il primato della Bundesliga tedesca con 45,6 milioni per società. Seguono Inghilterra (37 milioni), Russia (25,4 milioni) e Spagna (23,6 milioni)<sup>48</sup>.

CONFRONTO RICAVI DA SPONSOR, ADVERTISING E COMMERCIALI MEDI PER SOCIETÀ – 10 TOP LEAGUE



Fonte: UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

Se il fatturato continua a crescere a ritmi sostenuti, lo stesso trend caratterizza, purtroppo i **costi**, che nella stagione 2012/2013 aumentano in maniera contenuta del 2,1%, ammontando totalmente a **15,2 miliardi** di euro. La lega che maggiormente incide in termini di costi è la Premier League, con un ammontare di costo pari a 3 miliardi, circa 1/3 dei costi totali. Seguono Germania, Spagna, Italia e Francia<sup>49</sup>.

		NUMERO DI SOCIETÀ	TOTALE COSTI MEDI PER SOCIETÀ		COSTI TOTALI
			€ migliaia	Incidenza sul fatturato	€ migliaia
ING	+	20	150.425	108%	3.008.504
GER		18	106.241	98%	1.912.342
SPA		20	92.790	100%	1.855.802
ITA		20	95.693	112%	1.913.854
FRA		20	62.699	107%	1.253.971
RUS		16	61.428	110%	982.843
TUR		18	37.541	123%	675.733
OLA		18	23.197	95%	417.546
POR		16	24.932	140%	398.906
SCO		12	11.621	112%	139.457

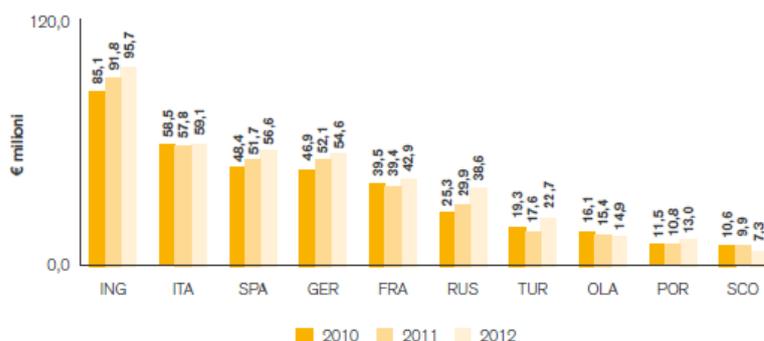
Fonte: UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

<sup>48</sup> UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

<sup>49</sup> Ibidem

La voce che pesa maggiormente sul Conto Economico è rappresentata dal **costo del lavoro**, pari a 9,2 miliardi di euro e quindi al 60,5 % dei costi totali. Il costo per il personale incide sul fatturato per il 65%, configurandosi come l'elemento di spesa che assorbe maggiormente le risorse generate dalle società. Tale dato diventa ancor più negativo in Francia, dove il rapporto tra costi sostenuti per gli stipendi e fatturato è pari al 73%, e in Inghilterra e Italia, dove il suddetto indice sfiora il 70%. È comunque necessario sottolineare come le spese per monte ingaggi più elevate siano sostenute nella Premier League Inglese, con un costo per il personale medio per società pari a 95,7 milioni, di molto più elevato rispetto all'Italia, secondo classificato per costo del lavoro, dove il costo per il personale medio per società ammonta a 59,1 milioni<sup>50</sup>.

CONFRONTO STIPENDI PER IL PERSONALE MEDI PER SOCIETÀ  
- 10 TOP LEAGUE



Fonte: UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

Analizzando il Conto Economico notiamo, quindi, come nonostante le ottime performance a livello aggregato delle società europee, permanga un **risultato economico negativo (-1,1 miliardi)**, seppur in netto miglioramento rispetto all'esercizio precedente (+14%) e con un incidenza sui ricavi del 7,7%, la migliore dal 2008.

Anche riguardo a tale voce, il primato (questa volta negativo) è detenuto dall'Inghilterra, con un risultato netto totale pari a -227 milioni di euro. Segue l'Italia con una perdita di circa 200 milioni. Sono da sottolineare, tuttavia, i progressi compiuti: rispetto alla stagione 2011/2012, la Premier League ha quasi dimezzato la perdita netta

<sup>50</sup> UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

d'esercizio, mentre la Serie A ha migliorato del 37% le sue performance reddituale, riducendo la perdita netta da 317 milioni a 200 milioni.

I trend di crescita sono confermati anche in Germania, Spagna e Olanda, le uniche divisioni a far registrare, per la prima volta a partire dal 2009, un **utile**: 32 milioni la Bundesliga, 4 milioni La Liga e 22 milioni l'Eredivise<sup>51</sup>.

CONFRONTO RISULTATO NETTO AGGREGATO – 10 TOP LEAGUE					
		RISULTATO NETTO AGGREGATO 2010	RISULTATO NETTO AGGREGATO 2011	RISULTATO NETTO AGGREGATO 2012	RISULTATO NETTO AGGREGATO - TOTALE 2010-2012
ING		-509,9	-430,6	-227,3	-1.167,8
GER		-77,9	37,6	32,9	-7,4
SPA		-95,1	-147,2	4,1	-238,3
ITA		-244,0	-319,4	-200,0	-763,4
FRA		-108,0	-53,7	-85,8	-247,4
RUS		-82,0	-246,1	-86,0	-414,0
TUR		-66,4	-41,3	-124,4	-232,1
OLA		-71,8	-58,6	22,2	-108,2
POR		-32,0	-50,7	-114,0	-196,7
SCO		-0,5	-3,3	-14,5	-18,3

Dati in € milioni

Fonte: UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

<sup>51</sup> UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*

## **CAPITOLO 2 – LA QUOTAZIONE IN BORSA: PROCEDURA, CARATTERISTICHE E DISCIPLINA NORMATIVA**

La quotazione identifica quel processo attraverso il quale i titoli di un'azienda vengono ammessi alla negoziazione sui mercati organizzati. Si tratta di un'operazione di

finanza straordinaria poiché presenta caratteri di eccezionalità, sia dal punto di vista della frequenza con la quale essa si manifesta, sia per l'impatto che essa produce sulla situazione economico-finanziaria dell'impresa interessata.

La quotazione non rappresenta soltanto un mero strumento che permette all'azienda di diversificare le fonti di finanziamento e di accedere a nuove risorse monetarie: il *going public* è una decisione di natura strategica che rivoluziona totalmente la struttura e la cultura aziendali, ponendo le basi per un processo di riorganizzazione totale.

Quotarsi in borsa è un segnale di leadership. Significa manifestare al pubblico la volontà di porre in essere un processo di crescita e sviluppo strategico. Esprime la convinzione di voler valorizzare l'azienda, dotandola degli strumenti più efficaci per competere su scala internazionale.

Le motivazioni che spingono un'impresa a quotarsi sono molteplici, e variano a seconda dei casi: finanziare un investimento di sviluppo internazionale, migliorare la propria immagine, provvedere a un ricambio generazionale. Analizzeremo in seguito i razionali strategici alla base dell'apertura del capitale al pubblico.

Ciò che in sede introduttiva è fondamentale rimarcare è che la quotazione in borsa è un processo notevolmente complesso e articolato, che offre una serie di opportunità all'impresa, ma è altresì colmo di minacce: obblighi di natura informativa al mercato gravosi, normativa vincolante, sforzi di natura monetaria non indifferenti e soprattutto, una sostanziale modifica dell'approccio organizzativo e culturale per l'impresa.

Ponendo mente a tali considerazioni, è facile intuire come la scelta debba essere attentamente ponderata dal management.

L'impresa può rastrellare capitale sui mercati finanziari tramite diverse tecniche. Generalmente si suole distinguere tra Offerta Pubblica e Offerta Privata. Nel primo caso l'offerta di titoli in sottoscrizione è dedicata al pubblico indistinto dei risparmiatori agenti sul mercato borsistico. Nel secondo caso l'offerta viene rivolta esclusivamente a

determinate categorie di investitori, quali azionisti dell'impresa, dipendenti e investitori istituzionali.

In particolare, le offerte pubbliche possono configurarsi come IPO o *Seasoned Offers*.

L' *Initial Public Offering* (IPO) costituisce la prima emissione sul mercato regolamentato delle azioni di una società di capitali. Essa può avvenire in tre modi:

- Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) : comporta l'emissione di nuove azioni e la loro collocazione sul mercato del pubblico risparmio. L'offerta quindi si accompagna a un aumento di capitale e il ricavato della vendita delle azioni alimenta le casse della società.
- Offerta Pubblica di Vendita (OPV) : le azioni collocate sul mercato sono titoli già esistenti, ceduti dagli azionisti attuali dell'impresa. In questo caso non si verifica raccolta di capitale per l'impresa e il ricavato della vendita viene intascato dagli azionisti cedenti
- Offerta Pubblica di Vendita E Sottoscrizione (OPVS) : è una tecnica mista che coniuga le due modalità precedenti. I titoli offerti al mercato saranno, quindi, in parte derivanti da aumento di capitale e in parte derivanti dai vecchi azionisti dell'impresa.

Le *Seasoned Offers* si sostanziano nel collocamento sul mercato di azioni, e più in generale titoli, di aziende già quotate e attivamente operanti sul mercato borsistico.

Il seguente capitolo affronta in maniera dettagliata gli aspetti e i *topics* principali dell'argomento.

In primis, sono descritti sinteticamente il ruolo e l'evoluzione del mercato finanziario, focalizzando l'attenzione sul mercato borsistico italiano, sia da un punto di vista strutturale/storico sia da un punto di vista di articolazione e funzionamento.

Proseguendo, viene fornita un'analisi sui soggetti che a vario titolo intervengono nel procedimento di quotazione di un'impresa e sono presi in considerazione i vantaggi e i fattori di criticità legati al *going public* che la letteratura e l'evidenza empirica hanno messo in evidenza.

Il capitolo si chiude con la disamina delle varie fasi e dei tempi in cui si articola il procedimento di quotazione.

## 2.1 Il mercato finanziario: definizione, sviluppi e caratteristiche

Il mercato finanziario è lo spazio dove viene effettuato il trasferimento del risparmio tra gli operatori economici in avanzo finanziario (tipicamente famiglie) e i soggetti che si trovano in deficit finanziario (tipicamente imprese): ivi avviene lo spostamento di risorse da i soggetti che ne detengono in quantità preponderanti rispetto ai bisogni, e desiderano allocarle a condizioni vantaggiose, agli individui che viceversa necessitano di tali risorse per compiere spese di varia natura.<sup>52</sup>

Nell'uso comune, tuttavia, il termine è andato assumendo connotazioni più circoscritte, riferendosi allo scambio di attività finanziarie standardizzate e prontamente mobilizzabili attraverso la cessione “sul mercato”, cioè ad acquirenti non noti al venditore: in tale accezione, “mercato finanziario” è così divenuto sinonimo di “mercato mobiliare”. Nel mercato finanziario così definito rientrano, tipicamente, i mercati dei titoli obbligazionari e azionari, mentre non sono compresi i mercati dei prodotti bancari o assicurativi.<sup>53</sup>

Il mercato finanziario è dunque lo strumento che permette alle imprese di reperire le c.d. fonti di finanziamento: le risorse, cioè, necessarie allo svolgimento della loro operatività, a sostenere la crescita, a pianificare ed effettuare investimenti necessari al loro sviluppo. Si può quindi facilmente intuire come le politiche e le strategie finanziarie delle aziende di una determinata area geografica siano notevolmente influenzate dalle caratteristiche del mercato stesso: le modalità e il grado di propensione delle imprese a ricorrere al mercato dipendono strettamente dal livello di sviluppo, dall'accessibilità e dall'organizzazione di quest'ultimo. Laddove, ad esempio, il sistema finanziario sia caratterizzato da maggiori strumenti di tutela degli azionisti e dei risparmiatori, e preveda un complesso di norme che tutelano la trasparenza informativa e la vigilanza, il sistema industriale sarà certamente più orientato a tale modalità di finanziamento.

Di contro, l'evoluzione e la strutturazione di un mercato risentono fortemente delle caratteristiche macroeconomiche dell'apparato industriale sottostante che, come ci insegna la storia economico – finanziaria, possono differire notevolmente, sia in

---

<sup>52</sup> Monti, E., Onado, M., *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna 1989.

<sup>53</sup> Tommaso Padoa Schioppa, *Enciclopedia delle Scienze Sociali*, Treccani, 1994.

termini spaziali che temporali. Basti considerare l'enorme differenza che sussiste tra il mercato borsistico statunitense, caratterizzato da un sistema industriale di riferimento composto da enormi aziende ad azionariato diffuso, e il mercato borsistico in Italia, in cui l'apparato produttivo è costituito prevalentemente da PMI a gestione familiare.

L'istanza che il ruolo del mercato si differenzi in funzione delle caratteristiche del sistema macroeconomico viene confermata dalla copiosa letteratura sul tema. In particolare, molteplici studi affermano che il sistema imprenditoriale di un paese è positivamente influenzato da un apparato finanziario moderno ed efficiente, e viceversa, un'economia florida e attiva agisce in modo virtuoso sulla dinamicità del sistema finanziario correlato. L'interconnessione tra variabili finanziarie ed economiche è, quindi, notevole.<sup>54</sup>

Ulteriore interconnessione si verifica rispetto al sistema giuridico del paese: affinché un mercato sia efficiente è, cioè, necessario che vi sia un sistema di normative e regolamenti atti a favorirne la diffusione la tutela. In relazione a tale variabile, possiamo distinguere due grandi famiglie di ordinamenti giuridici, i sistemi di common law e i sistemi di civil law. Storicamente, i sistemi di common law in voga nei paesi di matrice anglosassone prevedono un'attenzione specifica per il buon funzionamento dei mercati e sistemi di protezione e tutela degli azionisti. Tale fattore si configura certamente come un valido elemento di supporto alla crescita e allo sviluppo dei mercati.<sup>55</sup>

In base alle suddette caratteristiche, tendenzialmente concernenti il grado di sviluppo e la diffusione dei mercati finanziari, possiamo distinguere due grandi macro categorie di paesi: i sistemi *market-oriented* e i sistemi *bank-oriented*.<sup>56</sup>

I paesi *market-oriented* sono tipicamente quelli di matrice anglossasone (USA, UK, Canada). In essi le aziende adottano come principale canale di finanziamento i mercati finanziari, che assumono un ruolo rilevante anche in termini di monitoraggio delle performance e cessione delle quote di controllo. In particolare, in tali categorie di paesi si rileva un'elevata propensione alla quotazione in borsa, facilitata da requisiti meno stringenti e da procedure di ammissione più snelle. Inoltre, le aziende tendono a

---

<sup>54</sup> Visentini G., Musolino M., *La competitività del sistema bancario e finanziario italiano*, Luiss Guido Carli, 2003

<sup>55</sup> La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, *Law and Finance*, Journal of Political Economy, Volume 106, Issue 6, Dec. 1998, 1113- 1155

<sup>56</sup> Rajan, Zingales , *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, The Journal of Finance, Vol. 50, No. 5. (Dec., 1995), pp. 1421-1460

ricorrere alla collocazione delle azioni sul mercato sin dalle prime fasi del loro ciclo di vita.<sup>57</sup>

I paesi *bank-oriented* sono quelli dell'Europa Continentale e il Giappone. In essi il ruolo del settore bancario è fondamentale e le aziende, fino a pochi anni fa, ricorrevano quasi esclusivamente a tale canale per reperire le fonti di finanziamento necessarie allo sviluppo e ai progetti di investimento, relegando il mercato borsistico a luogo di azione appannaggio di poche, grandi realtà aziendali. Di conseguenza il numero delle aziende quotate è inferiore rispetto ai paesi *market-oriented* ed è rappresentato prevalentemente da imprese di grandi dimensione, operanti da molti anni e che godono della fiducia consolidata della comunità economica.<sup>58</sup>

I mercati finanziari possono essere classificati secondo una varietà di criteri. Vanno qui ricordati quello della collocazione temporale dello scambio, che porta a distinguere tra mercati "a pronti" e "a termine", a seconda che la consegna dei titoli sia contestuale o differita; il criterio della quotazione del titolo, che distingue tra mercati primario e secondario rispettivamente per i titoli di nuova quotazione o già presenti sul mercato; quello della durata del titolo, che individua un mercato dei titoli a breve o a lungo termine (rispettivamente *money market* e *capital market* nella dizione inglese); quello della regolamentazione, che distingue tra mercati ufficiali e non (*over the counter*); quello del meccanismo di formazione dei prezzi, che distingue i mercati ad asta da quelli con *market maker*, i mercati in cui la contrattazione è continua da quelli in cui è scandita nel tempo; infine il criterio che, sulla base dello strumento trattato, distingue i mercati dei titoli di proprietà, dei titoli di debito e dei titoli derivati.<sup>59</sup>

### *Evoluzione del mercato finanziario in Italia*

Come visto precedentemente, l'Italia rientra in pieno nella classificazione dei paesi c.d. "bancocentrici":

i mercati finanziari presentano uno scarso sviluppo rispetto ai più avanzati e dinamici mercati anglosassoni; la principale fonte di finanziamento è rappresentata dal ricorso al credito, peraltro sempre più oneroso e selettivo (c.d. *credit crunch*); la capitalizzazione

---

<sup>57</sup> Rajan, Zingales, *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5. (Dec., 1995), pp. 1421-1460

<sup>58</sup> *Ibidem*

<sup>59</sup> Tommaso Padoa Schioppa, *Enciclopedia delle Scienze Sociali*, Treccani, 1994

di borsa del mercato italiano è ridotta e il tasso medio di quotazione è inferiore rispetto a tutti i Paesi avanzati dell'Europe Continentale.

Le ragioni alla base dell'arretratezza del mercato italiano sono molteplici, riconducibili a variabili di natura storica, economica e politica.

L'assetto del comparto finanziario italiano è stato definito al termine della seconda guerra mondiale, prevedendo una rigida separazione tra banca e industria , e la creazione di enti pubblici investiti della gestione dei principali aspetti dell'economia, come l'IRI.

La grande presenza di PMI, che hanno caratterizzato lo sviluppo dell'economia del Bel Paese, ha fatto sì che queste ultime raccogliessero risorse esclusivamente tramite il sistema bancario, creando uno squilibrio tra capitale proprio e capitali di terzi. Il ruolo centrale svolto dal sistema creditizio da un lato, e la legislazione normativa e fiscale dall'altro, hanno sfavorito il ricorso all'investimento in borsa da parte dei risparmiatori. In particolare, la carente regolazione del mercato mobiliare, la scarsa tutela degli azionisti e della trasparenza informativa, la mancanza di una normativa contabile e di *corporate governance* specifica, hanno contribuito a creare un clima generale di sfiducia nei confronti del mercato borsistico, spesso considerato come luogo in cui gli intrecci politici e le manovre speculative erano ben più rilevanti delle logiche economico-aziendali.<sup>60</sup>

Negli anni 90, poi, è stato avviato un processo di riforma generale, volto a conferire credibilità e affidabilità al sistema Borsa Italiana, promuovendo uno sviluppo necessario a ristabilire la competitività rispetto ai principali mercati internazionali. È stato varato il decreto EuroSim e introdotto il Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (TUF).<sup>61</sup> Inoltre, è stato avviato il processo di privatizzazione dei mercati finanziari, tramite il quale l'attività di organizzazione e gestione dei mercati borsistici, precedentemente effettuata dallo Stato per mezzo di Borsa Valori di Milano, ha assunto carattere di impresa privata: è nata così Borsa Italiana S.p.A.

Il processo di riforma ha solo parzialmente risolto il problema. Il mercato italiano resta, in ogni caso, scarsamente sviluppato rispetto ai "competitors" internazionali, sia in termini di numero di società quotate sia in termini di capitalizzazione.

---

<sup>60</sup> Visentini G., Musolino M., *La competitività del sistema bancario e finanziario italiano*, Luiss Guido Carli, 2003

<sup>61</sup> Il TUF è stato introdotto col D.Lgs. n58 del 24 febbraio 1998

Al Giugno 2014 il numero delle società quotate in Borsa Italiana è pari a **333**, con una capitalizzazione totale di **498 miliardi** di euro. Di seguito i dati per dettaglio riportati sul sito ufficiale di Borsa Italiana:

CAPITALISATION % PIL			
	30 Dec 2014	30 May 2014	30 Jun 2014
MTA	28,6%	32,1%	34,4%
<i>of which Stars</i>	1,4%	1,6%	1,5%
<b>Total</b>	<b>28,7%</b>	<b>32,2%</b>	<b>31,5%</b>

Fonte : elaborazione personale dal sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

DOMESTIC COMPANIES CAPITALISATION			
	30 Dec 2014	30 May 2014	30 Jun 2014
MTA Capitalisation	445 167	508 086	496 770
<i>of which Stars</i>	21 475	24 737	23 563
MIV	291	289	278
AIM Italia - MAC	1 183	1 649	1 728
<b>Total</b>	<b>446 641</b>	<b>510 024</b>	<b>498 776</b>

Fonte : elaborazione personale dal sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

LISTED COMPANIES			
	30 Dec 2014	30 May 2014	30 Jun 2014
MTA Domestic	243	240	240
<i>of which Stars</i>	67	67	68
MTA Foreign	5	5	5
<i>of which Stars</i>	1	1	1
MIV	6	6	6
MTA International	36	36	36
AIM Italia - MAC	36	44	46
<b>Total</b>	<b>326</b>	<b>331</b>	<b>333</b>

Fonte : elaborazione personale dal sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Il *NYSE*, la più grande borsa valori del mondo, quota circa 2800 società e ha una capitalizzazione di borsa di 18 trilioni di dollari.<sup>62</sup> Il *London Stock Exchange* quota invece circa 2440 società, con una capitalizzazione di borsa di 4182 miliardi di sterline<sup>63</sup>.

Come è evidente, numeri che si discostano fortemente dai dati relativi a Piazza Affari e che forniscono l'idea delle sostanziali distanze tra lo sviluppo dei diversi modelli di mercati finanziari.

## 2.2 Articolazione del sistema Borsa Italiana e requisiti di ammissione

**Borsa Italiana** nasce dalla privatizzazione dei mercati di borsa e dal 1998 si occupa dell'organizzazione, della gestione e del funzionamento dei mercati finanziari.

A partire dal 1° ottobre 2007 è diventata effettiva l'integrazione tra il Gruppo Borsa Italiana ed il **Gruppo London Stock Exchange**, che ha dato vita al mercato leader in Europa per quanto riguarda gli scambi azionari, gli scambi di ETF, di *covered warrant* e *certificates* così come di strumenti del reddito fisso.

Obiettivo principale di Borsa Italiana è sviluppare i mercati e massimizzarne la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza.

Fra le sue responsabilità, quelle principali sono:

- vigilare sul corretto svolgimento delle negoziazioni;
- definire i requisiti e le procedure di ammissione e di permanenza sul mercato per le società emittenti;
- definire i requisiti e le procedure di ammissione per gli intermediari;
- gestire l'informativa delle società quotate

Il Gruppo Borsa Italiana è formato da numerose società<sup>64</sup>:

- **BI Market Services S.p.A.** è la società del Gruppo che deriva dall'integrazione di sei business unit prima in capo a Borsa Italiana e tutte caratterizzate da servizi commerciali con contenuti tecnologico/informativi, logistici e consulenziali rivolti alle società e agli intermediari: Retail Data Vending, Application Service Provider, Events Management, Academy, Web Advertising.

---

<sup>62</sup> Fonte [www.nyse.com](http://www.nyse.com)

<sup>63</sup> Fonte [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

<sup>64</sup> Fonte [www.borsaitaliana.com](http://www.borsaitaliana.com)

- **Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. (CC&G)** ha come obiettivo la garanzia dell'integrità dei mercati. La presenza di CC&G elimina il rischio di controparte divenendo essa stessa garante unica del buon esito dei contratti, tramite la gestione del sistema di garanzia a Controparte Centrale (CCP)
- **FTSE International Limited** è uno dei leader mondiali nella creazione e gestione di oltre 100.000 indici azionari, obbligazionari e di hedge funds. FTSE è una società indipendente controllata dal Financial Times e dal London Stock Exchange.
- **GATElab** è una società con sedi in Italia ed Inghilterra che fornisce servizi di trading avanzato in tutto il mondo utilizzando tecnologie software e hardware, applicate alle soluzioni a bassissima latenza per le istituzioni finanziarie attive nel settore dell'High Frequency Trading
- **MillenniumIT** è tra i principali provider di soluzioni tecnologiche per i mercati finanziari.
- **Monte Titoli S.p.A** è il più efficiente provider europeo di servizi di post-trading ed è il depositario centrale nazionale per tutti gli strumenti finanziari di diritto italiano, oggi accentrati presso la Società in forma quasi esclusivamente dematerializzata.
- **Proquote Limited** offre software per l'ottimizzazione dei costi dei mercati finanziari e un servizio dati in real-time via internet a una vasta platea di buy side, sell side, *retail*, privati e professionisti.
- **Società per il Mercato dei Titoli di Stato S.p.A. - MTS Group** gestisce una delle principali piattaforme elettroniche per la negoziazione all'ingrosso dei titoli di Stato italiani e altri titoli a reddito fisso
- **Turquoise** è un società di investimento autorizzato regolata dal Financial Services Authority (FSA), acquisita dal London Stock Exchange nel febbraio del 2010. Turquoise fornisce ai suoi clienti una piattaforma paneuropea di trading.

Al fine di rispondere alle esigenze diverse delle aziende che intendono collocare strumenti finanziari azionari sui mercati, Borsa Italiana ha strutturato un sistema articolato su quattro mercati principali:

- MTA (Mercato Telematico Azionario)
- MTA International

- AIM Italia- MAC
- MIV (Mercato degli Investment Vehicles)

### 2.2.1 MTA

L'MTA è il mercato di quotazione principale di Borsa Italiana, in cui si si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e warrant delle più importanti imprese italiane. Esso è tendenzialmente rivolto a società operanti in settori tradizionali e consolidati, caratterizzate da redditività positiva, elevata *market share* e significative prospettive di crescita.

L'MTA è a sua volta suddiviso in 5 segmenti principali, a seconda del rispetto o meno di determinati requisiti relativi a dimensione e liquidità. I segmenti identificano a loro volta un indice di riferimento <sup>65</sup>

- **FTSE MIB:** include i primi 40 titoli per dimensione e liquidità
- **FTSE Italia Mid Cap:** include i 60 titoli delle società con maggiore capitalizzazione, escludendo quelli già inclusi nel FTSE MIB
- **FTSE Italia Small Cap:** include altre azioni al di fuori del FTSE MIB e FTSE Mid Cap, che rispettano i requisiti minimi di liquidità e flottante
- **FTSE Italia Micro Cap:** include altre azioni al di fuori del FTSE MIB e FTSE Mid Cap, che non rispettano i requisiti minimi di liquidità e flottante
- **Segmento Star:** è il segmento dedicato alle imprese di piccole e medie dimensione con capitalizzazione compresa tra 40 milioni di euro e 1 miliardo di euro, che si impegnino a rispettare requisiti elevati di trasparenza informativa, *corporate governance* e liquidità. A esso è associato l'indice FTSE Italia STAR e contemporaneamente i titoli inseriti nel FTSE STAR fanno parte anche degli altri indici, in funzione delle caratteristiche di liquidità e flottante.

Ai suddetti indici si affianca poi l'indice generale **FTSE Italia All-Share**, che comprende tutti i titoli inclusi nel FTSE MIB, FTSE Mid Cap e FTSE Small Cap.

---

<sup>65</sup> *Mercato Telematico Azionario: dai forma alle tue ambizioni*; Ottobre 2013 Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group

## *Requisiti di ammissione all'MTA*

Per realizzare la quotazione la società deve soddisfare due tipologie di requisiti, i requisiti sostanziali e i requisiti formali.

I requisiti sostanziali non sono desumibili da norme e regolamenti, bensì attengono a un insieme di caratteristiche strategiche e organizzative che contraddistinguono una società quotata virtuosa. Si tratta sinteticamente di verificare la capacità dell'impresa di generare risultati positivi nel medio-lungo periodo, rispettare buone prospettive di crescita, elaborare piani strategici chiari e lungimiranti, rispettare un certo grado di qualità nella struttura organizzativa e di management, impegnarsi a garantire la massima trasparenza informativa verso la platea di *stakeholders*.

Più stringenti e dettagliati sono invece i requisiti formali, contenuti nel Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana. Più specificamente, possiamo suddividere i requisiti formali idealmente in due tipologie: requisiti relativi all'emittente e requisiti relativi alle azioni.

L'**emittente** deve rispettare le seguenti condizioni<sup>66</sup>

1. Esercizio di un'attività capace di generare ricavi, sia direttamente sia attraverso le proprie controllate;
2. Pubblicazione e deposito dei bilanci anche consolidati degli ultimi 3 esercizi, di cui almeno l'ultimo corredato da un giudizio di certificazione da parte della società di revisione contabile di riferimento, ex art.156 dei TUF.
3. Le società risultanti da operazioni straordinarie o che abbiano subito recenti modifiche nella loro struttura patrimoniale dovranno produrre, inoltre, il conto economico e lo stato patrimoniale pro-forma relativo all'esercizio immediatamente precedente alla domanda di ammissione e altri documenti pro-forma previsti dalle Istituzioni.

Le **azioni** invece devono possedere i seguenti requisiti<sup>67</sup>:

1. Capitalizzazione di mercato prevedibile pari ad almeno 40 milioni di euro
2. Sufficiente diffusione delle azioni presso gli investitori, la quale si realizza quando il flottante è pari ad almeno il 25% del capitale

---

<sup>66</sup> Guida alla quotazione in Borsa, AIFI, Borsa Italiana, PWC

<sup>67</sup> Ibidem

Inoltre, particolarmente onerosi sono gli **obblighi informativi** e la documentazione richiesta<sup>68</sup>:

1. Bilanci di esercizio, relazioni semestrali e relazioni trimestrali
2. Documenti contenenti riclassificazioni, valutazioni finanziarie e relativi a particolari operazioni poste in essere nel periodo di quotazione
3. Dati relativi alle diverse fasi di implementazione delle strategie indicate
4. Documentazione relativa a cambiamenti dello scenario operativo e/o competitivo
5. Documentazione relativa a cambiamenti nella struttura organizzativa
6. Dichiarazioni del management
7. Documentazione relativa a operazioni straordinarie
8. Q-MAT, un documento riassuntivo della società, che consente di analizzare il Business Model della quotanda, identificare gli Stakeholder rilevanti e analizzare il settore di riferimento
9. Prospetto informativo

All'atto della domanda di ammissione o successivamente alla quotazione la società potrà richiedere la qualifica di **STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti)**, comparto dedicato alle PMI che ricercano la massima visibilità di mercato al fine di rientrar più facilmente nel target di investimento di investitori istituzionali.

I requisiti richiesti alle imprese per l'ammissione al segmento STAR sono i seguenti<sup>69</sup>:

1. Capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di euro
2. Flottante pari almeno al 35% de capitale per la prima quotazione (IPO)
3. Flottante pari almeno al 25% per la permanenza nel segmento o per l'accesso da parte di società già quotate
4. Nomina di uno *specialist*, un soggetto cioè che assicuri la liquidità del titolo mediante attività di negoziazione e di analisi finanziaria, realizzando studi in occasione della pubblicazione dei dati di bilancio e due road show all'anno
5. Pubblicazione dei bilanci, delle relazioni semestrali e trimestrali e dei comunicati sul sito ufficiale, fornendo anche una versione inglese
6. La società deve aderire ai principi di corporate *governance* esposti nel Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana: ciò impone la nomina di un numero adeguato

---

<sup>68</sup> Guida alla quotazione in Borsa, AIFI, Borsa Italiana, PWC

<sup>69</sup> Ibidem

di amministratori non esecutivi ed indipendenti e di un comitato per il controllo interno

7. Incentivazione del management tramite sistemi di remunerazione variabili legati al risultato
8. Nomina di un *Investor Relator* che si occupi dei rapporti con la comunità finanziaria

### **2.2.2 MTA International**

Dall'ottobre 2006 è presente su Borsa Italiana il mercato *MTA International*, il segmento di Borsa Italiana dedicato ad azioni di emittenti di diritto estero già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari da più di 18 mesi.

Questo segmento permette di negoziare su MTA alcuni dei titoli più liquidi dell'area euro in modo fungibile con i mercati di prima quotazione, utilizzando però la filiera di trading e post-trading di Borsa Italiana e beneficiando dei suoi costi competitivi.

Le principali caratteristiche dell'MTA International sono<sup>70</sup>:

- Nel segmento possono essere ammesse alle negoziazioni, senza la necessità di predisporre un sistema informativo, le azioni già quotate su un altro mercato regolamentato europeo da più di 18 mesi
- Le ammissioni di titoli su MTA International saranno comunicate con un apposito Avviso di Borsa, che riporterà la data di inizio delle negoziazioni
- È prevista una specifica procedura di ammissione nonché obblighi informativi, iniziali e continuativi, a cura del soggetto che richiede l'ammissione
- Fasi e orari di negoziazione degli strumenti sono analoghi al segmento Blue-Chips.

---

<sup>70</sup> Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *Manuale delle operazioni straordinarie*, 2009, IPSOA

### 2.2.3 AIM Italia-MAC

AIM Italia-MAC è il mercato che nasce il 1 marzo 2012 dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC, al fine di razionalizzare l'offerta dei mercati dedicati alle PMI e proporre un unico mercato pensato per le PMI più dinamiche e competitive del nostro Paese. Esso è dedicato, quindi, alle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita. A tali soggetti si propone un nuovo strumento di accesso a flussi qualificati di finanziamento, necessari per sostenere gli investimenti e lo sviluppo delle numerose realtà ad alto potenziale agenti sul territorio italiano.

Il notevole successo riscontrato da tale tipologia di piattaforma è dovuto alla semplicità del processo di quotazione particolarmente snello, caratterizzato da tempi brevi e procedure meno costose.

Infatti, AIM Italia si basa su un regolamento flessibile, concepito per offrire un percorso semplificato alla quotazione e al tempo stesso adempimenti post-quotazione calibrati sulla struttura delle piccole e medie imprese. In soli 10 giorni Borsa Italiana è in grado di ammettere l'azienda, con una notevole riduzione dei tempi previsti rispetto alla quotazione sugli altri mercati <sup>71</sup>.

A differenza dei mercati regolamentati, AIM Italia presenta criteri di ammissione ridotti. Non è prevista una dimensione minima o massima della società in termini di capitalizzazione e, per quanto riguarda il flottante, è sufficiente una soglia minima del 10%.<sup>72</sup>

Inoltre, essendo AIM un sistema multilaterale di negoziazione, e non un mercato regolamentato ai sensi MIFID, il collocamento degli strumenti azionari non comporta l'obbligo di stesura di un prospetto informativo. L'unico documento ufficiale da compilare è la domanda di ammissione, la quale deve avere ad oggetto tutti gli strumenti finanziari oggetto di quotazione

Gli stessi obblighi post-quotazione, come anticipato precedentemente, sono meno gravosi: è necessario presentare esclusivamente il bilancio annuale d'esercizio, le relazioni semestrali e l'informativa price sensitive.<sup>73</sup>

---

<sup>71</sup> *AIM Italia: Il mercato per fare impresa*, Ottobre 2013 Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group

<sup>72</sup> *Ibidem*

<sup>73</sup> *Ibidem*

Tuttavia, l'emittente che intenda accedere all'AIM è tenuto a nominare e mantenere in via continuativa un *Nomad* (*Nominated Advisor*), una soggetto cioè responsabile nei confronti di Borsa Italiana di valutare l'appropriatezza dell'emittente. Il *Nomad* è il consulente che accompagna la società durante la fase di ammissione e per tutta la permanenza sul mercato. Il ruolo del *Nomad* è supportare la società negli adempimenti derivanti dallo status di società quotata, garantire la trasparenza informativa nei confronti degli investitori e mantenere la reputazione del mercato, a beneficio delle stesse società quotate.<sup>74</sup>

È inoltre necessario nominare uno *Specialist*, soggetto analogo a quello previsto per l'ammissione al mercato STAR, in grado di garantire la liquidità del titolo ammesso a quotazione.

Di seguito, un prospetto sintetico che illustra la procedura di ammissione all'AIM Italia:



Fonte: [www.borsaitaliana.com](http://www.borsaitaliana.com)

## 2.2.4 MIV

Il 24 maggio 2010 sono entrate in vigore le modifiche al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da

Borsa Italiana S.p.A., che tra l'altro, hanno previsto l'introduzione di un nuovo segmento professionale : il Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* o MIV, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. dedicato alle c.d. *Special Investment Vehicles* (le "SIV"). Le SIV sono definite dal Regolamento quali società la cui politica d'investimento si distingue, in particolare, per l'assenza di

<sup>74</sup> AIM Italia: Il mercato per fare impresa, Ottobre 2013 Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group

diversificazione ed il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento in via prevalente in una società o attività.<sup>75</sup>

Il segmento professionale dedicato alle SIV rende così accessibile il mercato regolamentato anche alle *Special Purposes Acquisition Companies* (le "SPAC"), sino ad oggi "quotabili" soltanto sul sistema multilaterale di negoziazione rappresentato dall'AIM Italia. Le SPAC, nate nella prassi anglosassone, sono società di investimento, costituite prevalentemente da investitori professionali, con lo scopo di raccogliere capitale di rischio presso il pubblico (mediante la quotazione della SPAC) da investire nell'acquisizione, eventualmente con successiva fusione per incorporazione, di una o più società industriali.<sup>76</sup>

Nel mercato MIV possono essere negoziate azioni, obbligazioni convertibili, warrant, diritti di opzione nonché combinazioni di strumenti finanziari emessi dalla SIV.

Il mercato MIV è aperto sia a investitori professionali che a investitori *retail*, e si compone attualmente di 4 segmenti primari:<sup>77</sup>

- **Fondi chiusi:** segmento in cui sono negoziate le quote di fondi chiusi mobiliari e immobiliari;
- ***Investment companies:*** segmento in cui sono negoziate le azioni di società la cui politica di investimento prevede un sufficiente livello di diversificazione e il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento in partecipazioni di maggioranza o minoranza di società quotate e non quotate
- ***Real estate investment companies:*** segmento in cui sono negoziate le azioni di società la cui politica di investimento prevede un sufficiente livello di diversificazione e che svolgono in via prevalente attività di investimento e/o locazione in campo immobiliare;
- ***SIV (Special Investment Vehicles):*** segmento riservato ai soli investitori professionali, in cui sono negoziate le azioni di: -società la cui politica di investimento non prevede un sufficiente livello di diversificazione, fra cui le *SPAC (Special Purpose Acquisition Companies)*; -società la cui politica di investimento si caratterizza in termini di particolare complessità, fra cui i veicoli *multi-strategy*.

---

<sup>75</sup> *Legal Update: Capital Markets*, Gianni, Origoni, Grippo & Partners, Maggio 2010.

<sup>76</sup> *Ibidem*

<sup>77</sup> *MIV – Il mercato degli Investment Vehicles*, Giugno 2012 Borsa Italiana - London Stock Exchange Group

Di seguito i requisiti di ammissione al mercato MIV, dettagliatamente schematizzati da Borsa Italiana S.p.A. :

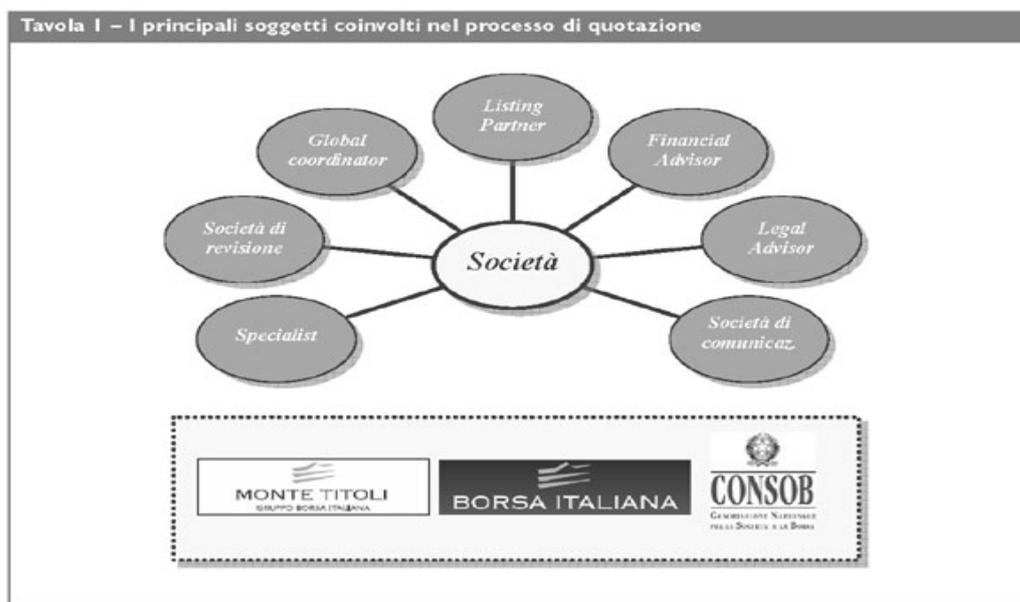
	Fondi chiusi	Investment companies	REIC	SIV
<b>Capitalizzazione</b>	€ 40 mln (€ 25 mln per i fondi chiusi mobiliari)	€ 40 mln	€ 40 mln	€ 40 mln
<b>Flottante</b>	25%	25%	35%	35%
<b>Bilanci certificati</b>	3 (se esistenti)	3 (se esistenti)	3 (se esistenti)	3 (se esistenti)
<b>Prospetto Informativo</b>	✓	✓	✓	✓
<b>Investment Policy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Descritta nel Regolamento del Fondo</li> <li>• Nel caso di fondi mobiliari chiusi, almeno il 25% del totale delle attività deve essere investito entro 24 mesi dall'ammissione</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Minimo 3 investimenti, nessuno dei quali rappresenti più del 50% del totale dell'attivo</li> <li>• Almeno il 50% del totale dell'attivo deve essere investito entro 36 mesi dall'ammissione (pena lo scioglimento della società)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Minimo 3 investimenti, nessuno dei quali rappresenti più del 50% del totale dell'attivo</li> <li>• Almeno 3 locatari, di cui nessuno rappresenti più del 50% del totale ricavi da locazione</li> <li>• Almeno il 50% del totale dell'attivo deve essere investito entro la data di avvio delle negoziazioni</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Libera in termini di diversificazione degli investimenti</li> <li>• Almeno il 50% del totale degli attivi deve essere investito entro 36 mesi dall'ammissione</li> </ul>
<b>Track record del management</b>	✓ (almeno 3 anni)	✓ (almeno 3 anni)	✓ (almeno 3 anni)	✓ (almeno 3 anni)
<b>Amministratori indipendenti</b>	Raccomandato	Obbligatorio	Obbligatorio	Raccomandato
<b>Specialista</b>	✓	×	×	×
<b>Altri documenti</b>	Regolamento del Fondo approvato da Banca d'Italia	Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa	Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa	Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa

Fonte : [www.borsaitaliana.com](http://www.borsaitaliana.com)

## 2.3 I Soggetti Coinvolti nel Processo Di Quotazione<sup>78</sup>

La quotazione nei mercati regolamentati è un processo notevolmente complesso e articolato, che esige una serie di competenze ed *expertise* specifici che le aziende non possono fisiologicamente possedere al loro interno.

Di conseguenza emerge la necessità, e in alcuni casi l'obbligo legislativo, per l'emittente di nominare una serie di consulenti e operatori specializzati, che avranno il compito di assisterlo e supportarlo nelle fasi preparatorie che precedono la quotazione dei titoli, durante il collocamento vero e proprio e anche nei periodi successivi di negoziazione degli strumenti. Esaminiamo brevemente i soggetti coinvolti nel processo di quotazione.



Fonte: Cremona, Monarca, Tarantino, Manuale delle operazioni straordinarie, 2009, IPSOA

### **Financial Advisor**

Il Financial Advisor è il soggetto che si occupa del coordinamento del processo di quotazione, assistendo l'impresa durante tutto l'iter, dalle fasi preparatorie ai momenti di collocamento dei titoli sul mercato.

Egli ha svariati compiti, primo tra tutti l'elaborazione dello studio di fattibilità, tramite il quale verifica che l'emittente possieda le caratteristiche per l'accesso al mercato e che

<sup>78</sup> Il seguente paragrafo è stato redatto sulla base delle indicazioni fornite in *Guida alla quotazione in Borsa*, AIFI, Borsa Italiana, PWC

L'IPO sia effettivamente un'operazione vantaggiosa e in grado di generare valore. L'*advisor* collabora inoltre nella stesura del prospetto informativo, dell'*offering circular* e del Q-Mat. Ha un ruolo fondamentale di assistenza nella scelta del global coordinator, dello sponsor e degli altri soggetti coinvolti. L'*advisor* è inoltre coinvolto nella scelte riguardanti i titoli da emettere, i rapporti con gli organismi del mercato e la promozione dell'immagine aziendale attraverso gli organismi di stampa e la comunità finanziaria. Collabora, infine, con il global coordinator e lo sponsor nella definizione del valore di riferimento dell'azienda e nella conseguente fissazione del prezzo di collocamento.

La nomina del Financial Advisor non è obbligatoria, ma fortemente consigliata. Tipicamente, la scelta dell'*advisor* deve tenere conto della percentuale di successo delle esperienze di quotazione passate da esso coordinate e dalla sua visibilità e reputazione internazionale, fattori che possono influire positivamente sul successo dell'operazione.

### ***Sponsor (o Listing Partner)***

Lo sponsor è un intermediario finanziario che ha il compito principale di rendersi garante nei confronti del mercato della qualità economico-finanziaria dell'impresa quotanda che egli assiste, e di assicurare alla comunità finanziaria e alla platea di investitori che il processo di quotazione avvenga nel rispetto degli standard normativi e regolamentari.

Durante la preparazione alla quotazione lo sponsor deve:

- Riferire a Borsa Italiana tutte le informazioni sull'emittente di cui è a conoscenza e dichiarare che i dati previsionali siano redatti secondo la migliore prassi
- Attestare che l'emittente utilizzi procedure contabili adeguate
- Assicurare di avere informato il management della società emittente degli obblighi derivanti dall'ammissione a quotazione

Dopo la quotazione lo sponsor deve:

- Pubblicare almeno due analisi finanziarie all'anno sull'emittente
- Organizzare almeno due volte all'anno incontri tra management e comunità finanziaria

In base ai Regolamenti di Borsa Italiana lo sponsor è obbligatorio, e deve essere nominato tra le banche, imprese di investimento e intermediari finanziari iscritti

nell'elenco speciale di cui all'art.107 del Testo Unico Bancario. Deve inoltre presentare caratteristiche di indipendenza rispetto all'emittente

### ***Global Coordinator***

Il Global Coordinator, obbligatorio per legge, è l'intermediario finanziario che si occupa di coordinare l'intero processo di quotazione e soprattutto la fase esecutiva di collocamento dell'offerta. Molto spesso coincide con lo sponsor.

Ha il compito principale di formare il consorzio di collocamento, di cui è *lead manager*, tipicamente formato da banche, società finanziarie, SGR, SIM, e banche d'affari.

In base agli obblighi assunti dal consorzio con l'emittente si distinguono 4 tipologie di consorzio:

- Consorzio di collocamento: non garantisce il buon esito del collocamento, ma solo l'impegno della capacità distributiva dei soggetti partecipanti al consorzio
- Consorzio di garanzia: svolge una funzione residuale, impegnandosi a sottoscrivere i titoli non collocati
- Consorzio di collocamento e garanzia: si impegna a collocare un certo quantitativo di titoli, assumendosi l'obbligo di sottoscrivere quelli residui
- Consorzio di assunzione a fermo: provvede all'acquisto di una tranches di titoli, da riclassare sul mercato a proprio rischio.

Effettua quindi la direzione del processo di collocamento dei titoli, contribuendo alla definizione del *pricing* dell'offerta e alla promozione dell'azienda presso i maggiori investitori istituzionali, raccogliendo, tra l'altro, gli ordini. Infine, collabora con gli altri soggetti coinvolti nello studio di fattibilità, nella redazione del prospetto informativo e nella *due diligence*.

### ***Specialist***

Lo *specialist* è un intermediario finanziario che si impegna a sostenere la liquidità del titolo sul mercato. Esso è obbligatorio solo per il segmento STAR. Al fine di svolgere il suo compito primario egli effettua le seguenti attività:

- Espone continuamente sul mercato proposte di acquisto e vendita a prezzi che non si discostino tra loro di una percentuale superiore a quella stabilita nelle Istruzioni dalla Borsa Italiana

- Pubblica almeno due analisi finanziarie all'anno sull'emittente e organizza incontro tra management e comunità finanziaria

### ***Società di revisione, Legal Advisor e Società di comunicazione***

La società di revisione, oltre a svolgere il ruolo primario di certificazione dei bilanci dell'emittente, si occupa di predisporre la documentazione di carattere economico – finanziaria- contabile e di revisionare gli aspetti contabili contenuti del prospetto informativo.

Il *legal advisor* cura tutti gli aspetti di natura normativa, fiscale e contrattualistica.

La società di comunicazione si occupa della fase di marketing: cura i rapporti con la stampa e i media e garantisce la diffusione di un'immagine positiva dell'emittente.

### ***Consob***

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia, la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

La Consob disciplina le procedure di sollecitazione del pubblico risparmio e pertanto stabilisce le modalità di redazione e pubblicazione del prospetto informativo. Al fine di assicurare la trasparenza e al tutela degli investitori, prevede obblighi informativi per le società quotande relativi a :

- Operazioni straordinarie, acquisizioni e cessioni
- Modifiche dell'atto costitutivo, emissioni di obbligazioni ed acconti sui dividendi, acquisto di azioni proprie
- Modifiche del capitale sociale
- Partecipazioni reciproche
- Composizione degli organi sociali
- Operazioni aventi per oggetto l'emissione di strumenti finanziari da parte di soggetti appartenenti al gruppo
- Informazione periodica e altre informazioni sui fatti rilevanti

La Consob esegue, inoltre, ispezioni presso le società al fine di accertare l'esattezza e la completezza dei dati di bilancio.

## 2.4 I vantaggi della quotazione

La quotazione in borsa rappresenta un rilevante “momento di discontinuità aziendale”, comportando una serie di modifiche dell’assetto organizzativo e dell’operatività dell’impresa che devono essere necessariamente tenute in considerazione, poiché potenziali fonti di destabilizzazione ed elementi distruttori del valore eventualmente creato tramite l’apertura del proprio capitale al pubblico.

Pertanto è fondamentale che l’azienda analizzi eventuali vantaggi e svantaggi legati alla quotazione delle proprie azioni, ed effettui un congruo *trade-off*.

Le motivazioni che spingono una società a ricorrere al mercato mobiliare sono molteplici e variegata, e riguardano aspetti che vanno ben oltre le tematiche meramente finanziarie : si tratta di considerare elementi di natura strategica, sociale, organizzativa e politica, che appartengono sia alle caratteristiche dell’azienda sia al contesto operativo che la circonda.

Ponendo mente a tali considerazioni, si ritiene che il metodo migliore per analizzare ed esporre i razionali strategici alla base di un’operazione di quotazione sui mercati sia suddividerli in relazione ai principali *stakeholders* : azienda, azionisti e management.

### 1.4.1 Vantaggi per l’impresa

*Agevolare l’afflusso di capitali per finanziare i progetti di crescita*- l’apertura al mercato borsistico rende sicuramente più facile e veloce per l’impresa trovare fonti di finanziamento in grado di apportare liquidità, necessaria per sostenere investimenti rilevanti per espandere le dimensioni e il raggio di azione dell’impresa, quali ad esempio investimenti per supportare l’internazionalizzazione, per aumentare la capacità produttiva o effettuare acquisizioni rilevanti.<sup>79</sup>

*Diversificazione delle fonti di finanziamento* – tramite la quotazione l’impresa ha accesso diretto a una fonte di finanziamento diversificata, che le permette di ridurre la dipendenza dal canale bancario, la cui erogazione del credito è sempre più frazionata e costosa. Ciò comporta, inoltre, un miglioramento qualitativo della struttura finanziaria, garantendo un ribilanciamento tra *Equity* e Debito: una struttura finanziario equilibrata

---

<sup>79</sup> Perrini Francesco, *Le nuove quotazione alla Borsa Italiana. Evidenze empiriche delle PMI*, Egea, 1999

rende l'azienda meno rischiosa agli occhi del mercato, più elastica nei piani di investimento e potenzialmente più competitiva.<sup>80</sup>

*Miglioramento dello standing creditizio e effetto certificazione* - la quotazione determina una maggiore capacità dell'impresa di ottenere prestiti dal canale bancario e una riduzione dell'onerosità del credito per due ordini di ragioni: in primis, la riduzione della leva finanziaria che deriva dall'emissione di nuove azioni (*Equity*) ; in secondo luogo la maggior sicurezza percepita rispetto all'azienda, derivante dalla necessità di rispettare gli obblighi di trasparenza informativa e di maggior disciplina di governo imposti dal regolamento di mercato, nonché la certificazione dei dati contabili e la vigilanza a cui è soggetta. L'impresa viene quindi percepita come più affidabile e ciò facilita anche la chiusura di accordi commerciali, in una sorta di "effetto certificazione".<sup>81</sup>

*Migliorare l'immagine aziendale* - l'ammissione ai mercati regolamentati determina un accrescimento della visibilità e del prestigio dell'azienda, configurandosi come un importante elemento di marketing strategico, in un mondo in cui l'immagine percepita dai consumatori determina le fortune delle aziende.<sup>82</sup>

*Valutazione giornaliera di mercato* - il monitoraggio continuo da parte del mercato permette di conoscere perennemente l'effettivo valore dell'azienda e l'efficacia dell'azione del management. Di conseguenza, le azioni proprie possono essere utilizzate come moneta di pagamento in successive operazioni di mercato, fusioni e acquisizioni, poiché correttamente apprezzate dal mercato in modo veritiero e certificato.<sup>83</sup>

*Piani di incentivazione del management* - per le società quotate è possibile adottare un meccanismo di remunerazione dei propri dirigenti basato parzialmente sui risultati variabili ottenuti dall'impresa. Tramite l'attribuzione di *stock options* ai dipendenti e ai manager, questi ultimi possono esercitare un'opzione a termine per l'acquisto di azioni della società a prezzi vantaggiosi. Ciò evidentemente motiva fortemente i manager, poiché più positivi saranno i risultati dell'impresa, e quindi più virtuoso sarà il loro operato, maggiori saranno i capital gain sulle azioni da essi detenuti.<sup>84</sup>

---

<sup>80</sup> Pagano M., Panetta F., Zingales L., *Why do Companies Go Public? An empirical Analysis*, Journal of Finance, 1998, vol. 53, pp. 27-64

<sup>81</sup> Ibidem

<sup>82</sup> Ibidem

<sup>83</sup> Ibidem

<sup>84</sup> Franzosi A., Pellizzoni E., *La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane*, BitNotes, n. 7, 2003

*Maggiore facilità nel modificare la proprietà dell'impresa* – la possibilità di negoziare pubblicamente e pressoché istantaneamente le quote partecipative del capitale di rischio fa sì che sia molto più facile cedere la quota di controllo di una società, specialmente laddove si ha la necessità di ricambi generazionali e trasformazione di un'azienda da impresa familiare a realtà manageriale.<sup>85</sup>

*Attrazione di capitale umano qualificato* – il miglioramento dell'immagine e il maggior prestigio rendono più facile per una società quotata reclutare personale qualificato e competente.<sup>86</sup>

#### **2.4.2 Vantaggi per l'azionista**

*Liquidazione della partecipazione azionaria* – Uno dei vantaggi sfruttabili dagli azionisti delle società quotate è il c.d. “way-out”, la possibilità cioè di monetizzare l'investimento nel capitale sociale della società emittente cedendo le sue azioni sul mercato in modo tendenzialmente immediato e conveniente, in qualsiasi momento egli desideri farlo. La quotazione, quindi, facilita le operazioni di *replacement capital* e si configura come un utile strumento sia per gli azionisti di controllo che intendono disinvestire e diversificare il proprio patrimonio sia per gli investitori istituzionali a titolo di investimento speculativo.<sup>87</sup>

*Mantenimento del controllo* – per ciò che concerne il gruppo di controllo, esso può ridurre l'immobilizzo finanziario nel capitale azionario, senza tuttavia perdere il comando dell'impresa, il cui capitale è disperso ora presso una pluralità di risparmiatori<sup>88</sup>.

*Facilità di passaggio generazionale* – in una società quotata gli eredi dell'imprenditore fondatore non interessati alla gestione dell'impresa possono facilmente disinvestire tramite la cessione della propria quota di partecipazione sul mercato.<sup>89</sup>

---

<sup>85</sup> Franzosi A., Pellizzoni E., *La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane*, BitNotes, n. 7, 2003

<sup>86</sup> Ibidem

<sup>87</sup> Marasco V., *La quotazione in Borsa e le altre operazioni di finanziamento azionario*, 1990, IPSOA INFORMATICA

<sup>88</sup> Ibidem

<sup>89</sup> Ibidem

### **2.4.3 Vantaggi per il Management**

I vantaggi per il management derivanti dalla quotazioni si sostanziano, in definitiva, in elementi di natura personale.

Il management di una società quotata è sicuramente più esposto e sottoposto a maggiore visibilità: ciò accresce l'immagine personale dei manager e la loro reputazione, generando, anche in virtù delle numerose relazioni con il mondo industriale e della finanza, opportunità e networking.

Inoltre, è da considerare la possibilità di ottenere stock option, che danno diritto all'acquisto delle azioni della società a un prezzo prefissato: laddove la società facesse rilevare performances positive i manager potrebbero realizzare capital gain consistenti.

### **2.5 I fattori di criticità della quotazione**

Come più volte ripetuto, il progetto di quotazione è notevolmente impegnativo, strutturato e costoso.

La società quindi, accanto ai vantaggi potenzialmente ottenibili in seguito al collocamento delle proprie azioni sul mercato deve attentamente considerare una serie di svantaggi o, comunque, elementi di criticità legati alla quotazione, i quali potrebbero erodere i benefici perseguiti.

In primis, le azioni saranno maggiormente correlate all'andamento dei mercati finanziari e risentiranno in maniera più marcata di eventuali congiunture negative di borsa: il rischio è che il titolo subisca performances negative che non riflettono gli effettivi risultati e le politiche gestionali d'impresa. Di contro, essendo i titoli sottoposti a valutazione perenne e continua da parte di analisti e investitori, l'azienda è indotta a focalizzare l'approccio gestionale sui risultati di breve periodo, necessari per ricevere il consenso della comunità finanziaria. Il risultato è che vengono abbandonate le politiche strategiche di lungo periodo, fondamentali per garantire la crescita e lo sviluppo di un'azienda.<sup>90</sup>

La quotazione impone, poi, sostanziali modifiche dell'assetto organizzativo, operativo e manageriale, notevolmente onerose e potenzialmente destabilizzanti per l'equilibrio

---

<sup>90</sup> Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *Manuale delle operazioni straordinarie*, 2009, IPSOA

aziendale. In particolare, è necessario predisporre sistemi informativi adeguati, adottare determinati principi di *corporate governance*, modificare la cultura aziendale. Si tratta di cambiamenti che richiedono flessibilità organizzativa e culturale, fattore che non sempre le aziende possiedono.<sup>91</sup>

Inoltre, l'apertura del capitale al pubblico determina la diluizione della quota di controllo posseduta dall'azionista di maggioranza e la conseguente ridefinizione degli assetti proprietari, che in molti casi è fortemente ostacolata dagli azionisti esistenti. Tale fenomeno si acuisce allorché l'impresa quotanda è un'azienda a gestione familiare: l'imprenditore fondatore è riluttante a condividere il controllo e le attività di *decision-making* con soggetti estranee, il che determina non pochi problemi e inefficienze.<sup>92</sup>

Occorre poi considerare che le società quotate devono sottostare a gravosi obblighi informativi e contabili: *inter alia*, la pubblicazione delle relazioni semestrali e trimestrali, l'adozione di sistemi specifici di controllo di gestione, la diffusione di tutte le informazioni relative ad atti o fatti rilevanti che possono comportare la variazione del corso del titolo (c.d. informativa *price sensitive*), la comunicazione a mezzo stampa di eventi societari rilevanti.<sup>93</sup>

Infine, è necessario tenere in considerazione l'entità dei costi legati all'ammissione alla quotazione, spesso notevolmente rilevanti e di difficile quantificazione *ex ante*, poiché correlati alle dimensioni del collocamento, alla complessità della struttura aziendale, alla necessità di effettuare operazioni di ristrutturazione organizzativa. Si tratta tuttavia, di veri e propri investimenti che la società effettua, correlati a benefici potenziali enormi e che hanno effetti sulla creazione di valore di lungo periodo.

I costi legati alla quotazione possono essere classificati in 2 tipologie<sup>94</sup>:

- Costi indiretti
- Costi diretti

I costi indiretti sono spese necessarie per apportare i cambiamenti alla struttura organizzativa e ai sistemi informativi richiesti dall'autorità di gestione del mercato per la valida ammissione in borsa.

---

<sup>91</sup> Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *Manuale delle operazioni straordinarie*, 2009, IPSOA

<sup>92</sup> *Ibidem*

<sup>93</sup> *Ibidem*

<sup>94</sup> Berretti C., Di Massa F., Farina A. Orsini E., Pellizzoni E., *Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un'analisi per il periodo 1999-2001*, Borsa Italiana, 2002

I costi diretti sono quelli legati al sostenimento di spese specifiche per il procedimento di ammissione e si dividono ulteriormente in costi diretti di ingresso e costi diretti di permanenza.

Tra i costi diretti di ingresso rientrano :

- Le *fees* corrisposte ai soggetti intervenuti con funzioni di supporto nel procedimento di quotazione, quali sponsor e global coordinator. Tipicamente tali compensi sono pari a una percentuale tra il 3,5% e il 5% del collocamento e si dividono in *management fees*, *underwriting fees* e *selling fees*.
- Le spese legate alla revisione e certificazione dei bilanci , alle attività di consulenza legale, alle attività svolte dall'Advisor Finanziario
- Le spese di pubblicità e marketing (*roadshow* e campagne di comunicazione)
- *Listing fee* dovuta a Borsa Italiana, pari a 75 euro ogni 500 000 euro di capitalizzazione
- Contributo di vigilanza dovuto alla Consob, pari allo 0,02% del collocamento

I costi diretti di permanenza includono invece:

- Costo di certificazione annuale del bilancio
- *Annual fee* dovuta a Borsa Italiana
- Commissioni dovute allo sponsor e allo *specialist* per l'attività di supporto post-quotazione
- Costi legati alla diffusione e pubblicazione dell'informativa periodica richiesta

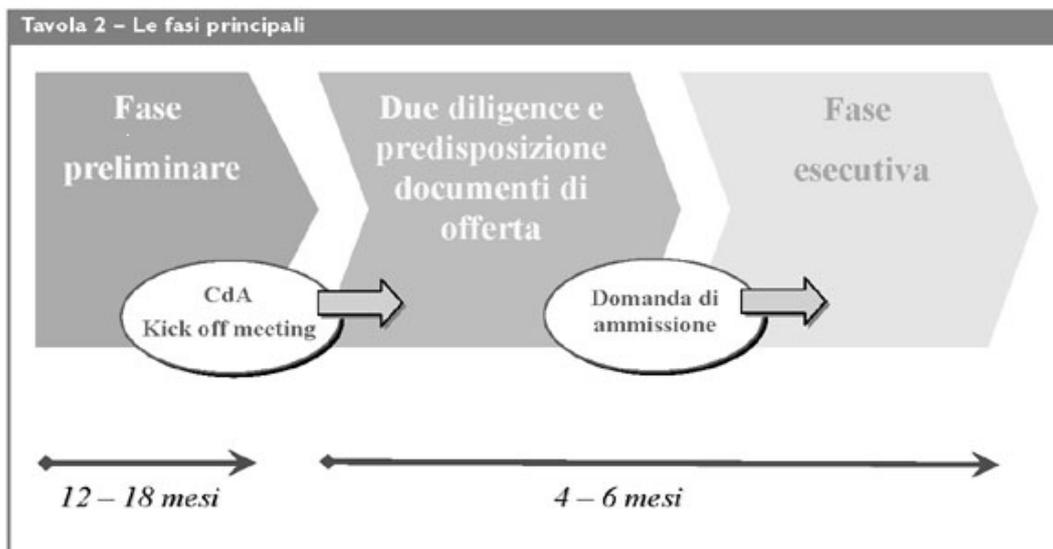
Uno studio condotto nel 2001 da Berretti et al. ha stimato l'impatto dei costi di quotazione : esso sarebbe compreso in un intervallo che va da 4,5 % a 6,5% dell'importo collocato.

## 2.6 Le fasi del processo di quotazione

Il processo di quotazione può essere idealmente suddiviso in 3 macro-fasi<sup>95</sup>:

1. Fase Preliminare
2. Fase di *Due Diligence* e predisposizione dei documenti di offerta
3. Fase esecutiva

La durata della fase preliminare è praticamente indefinibile e varia notevolmente a seconda delle caratteristiche della società che si appresta a essere quotata. Le altre due fasi hanno una durata complessiva di 4-6 mesi, a seconda delle dimensioni del collocamento e dei tempi necessari per l'approvazione e la predisposizione dell'offerta.



Fonte: Cremona, Monarca, Tarantino, *Manuale delle operazioni straordinarie*, 2009, IPSOA

### FASE 1: Fase Preliminare

#### 1) *Delibera del Consiglio Di Amministrazione e nomina dei consulenti.*

Il management presenta al Cda il progetto di quotazione corredato dallo studio di fattibilità, documento che contiene un'approfondita analisi della convenienza strategica, economica e finanziaria dell'operazione.

Il Cda delibera sul progetto di quotazione e provvede a convocare l'Assemblea Ordinaria o Straordinaria, qualora sia previsto un aumento di capitale. Segue le

<sup>95</sup> Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *Manuale delle operazioni straordinarie*, 2009, IPSOA

nomina dei consulenti necessari a supportare la società durante l'iter procedurale di quotazione, tra cui sponsor e global coordinator.

## **2) *Interventi di adeguamento e kick-off meeting***

Qualora dallo studio di fattibilità o dalle riunioni del Cda emergano elementi che non si conciliano con la Regolamentazione di Borsa, devono essere predisposti opportune operazioni di cambiamento della struttura organizzativa, contabile, legale e strategica, al fine di soddisfare i requisiti richiesti da Borsa Italiana e predisporre l'assetto aziendale alla quotazione.

La fase preparatoria ha termine con il *kick-off meeting*, nel quale vengono pianificate con i consulenti le modalità e i termini dell'intero processo di quotazione

## **FASE 2: Fase di *Due Diligence* e predisposizione dei documenti di offerta**

### **3) *Processo di Due Diligence***

Lo sponsor e i consulenti effettuano il processo di *due diligence* finanziario, fiscale e legale, finalizzato ad avere una visione completa della realtà aziendale e soprattutto ad accertare che la società rispetti i requisiti formali e sostanziali per l'ammissione.

### **4) *Redazione del Prospetto Informativo***

L'emittente unitamente a consulente legale, società di revisione, *sponsor* e *financial advisor* redigono il prospetto informativo, definito come il documento ufficiale di sollecitazione del pubblico risparmio.

Il prospetto informativo, redatto secondo gli schemi richiesti da Consob, ha lo scopo di fornire tutte le informazioni relative alla società quotanda e alla struttura dell'offerta. In particolare, contiene dati relativi alla condizione economico – finanziaria della società, alla sua performance, alla posizione competitiva nel mercato di appartenenza, al management e ai piani strategici, alla forza lavoro, ai clienti, ai creditori e a tutti i contratti. Vi è inoltre una sezione dedicata alla descrizione dell'offerta e dei titoli finanziari oggetto di quest'ultima.

Assieme al prospetto informativo vengono redatti anche il memorandum sul controllo di gestione, il Business Plan, il Q-MAT e altra documentazione secondaria.

Tutti i documenti vanno depositati presso Borsa Italiana e Consob, la quale dovrà rilasciare il nulla osta per la loro pubblicazione.

**5) *Presentazione della domanda di ammissione a Borsa Italiana e Ammissione a quotazione***

Entro due mesi dalla presentazione della domanda di ammissione Borsa Italiana comunica all'emittente il responso, dopo aver svolto un'attività di istruttoria congiuntamente alla Consob.

**6) *Analyst Presentation e pubblicazione delle ricerche***

Ha l'obiettivo principale di formare e comunicare l' *investment case* del titolo e rappresenta un momento fondamentale di prima conoscenza dell'azienda da parte degli investitori, tramite la presentazione dell'azienda agli analisti, soggetti fondamentali nell'orientare l'opinione del mercato circa la validità e la convenienza dell'IPO con le loro *analyst research*.

Le ricerche degli analisti sull'offerta rappresentano, infatti, la principale fonte di previsioni finanziarie.

**7) *Attività di pre-marketing***

Il consorzio di collocamento, capeggiato dal global coordinator, provvede ad organizzare una serie di incontri informali con i potenziali investitori per presentare le caratteristiche dell'azienda e dell'offerta e distribuire le informazioni contenute nell' *analyst research*. Lo scopo è quello di verificare l'interesse dei grandi investitori verso l'azienda quotanda e, eventualmente, apportare modifiche alle caratteristiche dell'operazione in seguito a dubbi o percezioni negative sollevati da quest'ultimi.

**8) *Attività di Marketing***

Una volta ottenuto il nulla osta dalla Consob il prospetto informativo viene pubblicato e parte la massiccia attività di promozione ufficiale dell'operazione. Vengono organizzati *roadshow* presso i principali centri finanziari

internazionali, in cui il management presenta la società e i dati chiave ai potenziali investitori. Viene contattata la stampa e partono le campagne pubblicitarie sull'operazione, il tutto con l'obiettivo primario di aumentare la visibilità dell'azienda e migliorarne l'immagine percepita, elemento fondamentale per il buon successo della quotazione.

### **FASE 3 : Fase Esecutiva**

#### **9) *Bookbuilding***

È la fase in cui il global coordinator cerca di collocare preventivamente la tranche di titoli rivolta agli investitori istituzionali. Si svolge tramite un meccanismo d'asta imperfetto, in cui il global coordinator comunica agli investitori un *range* di prezzo per l'acquisto delle azioni e, viceversa, questi ultimi comunicano al global coordinator la quantità di titoli che intendono acquistare e il relativo che intendono offrire. Sulla base degli ordini raccolti il global coordinator fissa il prezzo di collocamento e l'allocazione dei titoli presso gli investitori che ne abbiano fatto domanda.

#### **10) *Fissazione del prezzo***

La fissazione del prezzo avviene in due fasi distinte. In una prima fase l'Assemblea fissa un *range* di prezzo sufficientemente ampio da tenere in considerazione eventuali variazioni delle condizioni di mercato. In una fase successiva, si verificano le istanze emerse dal *bookbuilding* e si determina il prezzo di collocamento definitivo.

#### **11) *Offerta Pubblica (di Vendita e/o Sottoscrizione)***

Come visto precedentemente, potremo avere casi in cui le azioni oggetto di quotazione siano già esistenti (OPV), casi in cui le azioni siano di nuova emissione (OPS) e casi che combinano le due modalità suddette (OPVS).

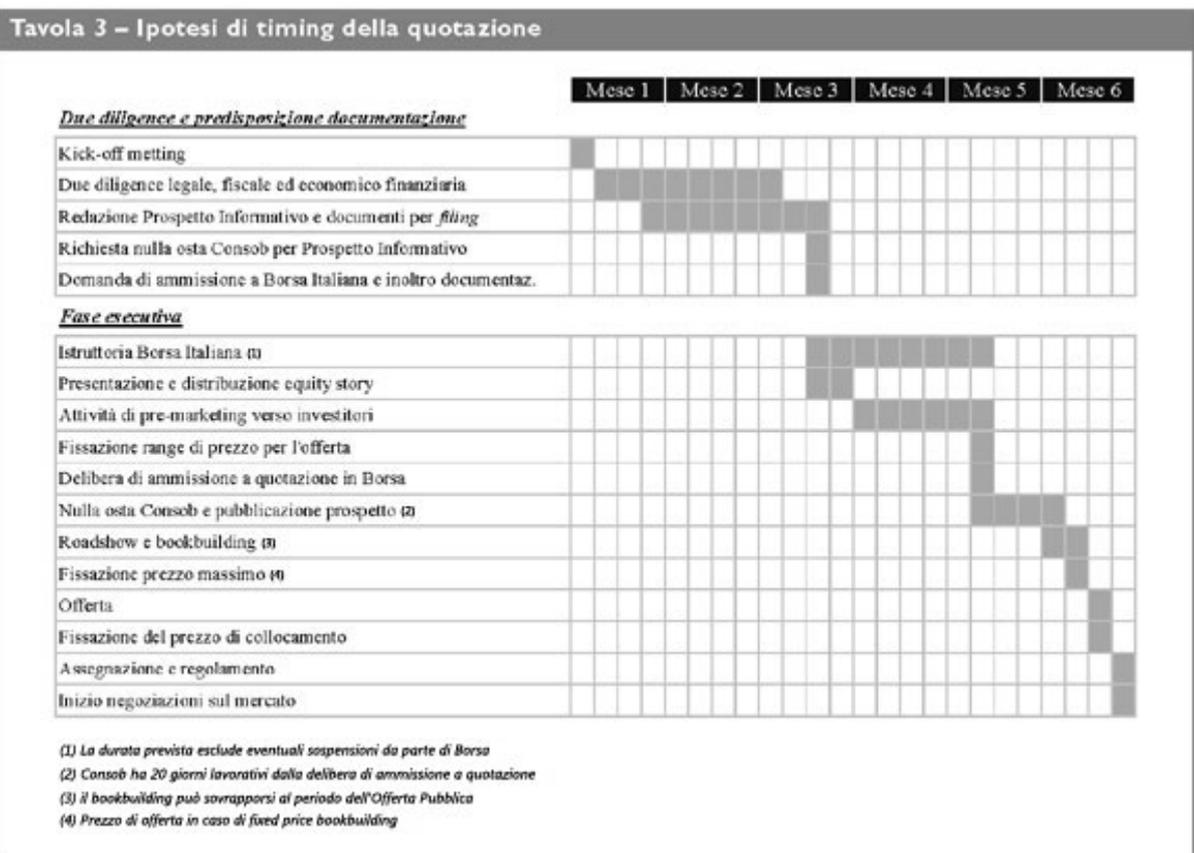
In questa fase vengono sottoscritti i contratti di collocamento e garanzia, sia per l'offerta pubblica che per il collocamento privato presso gli investitori istituzionali, tra il emittente e global coordinator.

Dopodiché ha inizio il periodo di adesione all'offerta pubblica da parte del pubblico indistinto, della durata massima di due settimane.

Una volta concluso il periodo di adesione, entro 5 giorni dalla chiusura dell'IPO è necessario effettuare il pagamento delle azioni e avviene la contestuale consegna delle stesse.

### 12) Inizio delle negoziazioni e stabilizzazione

Durante il primo giorno di negoziazioni ufficiali si determina il prezzo di mercato del titolo, il quale rappresenta un rilevante indicatore del successo/insuccesso dell'operazione. Nei successivi 30 giorni (c.d. periodo di *aftermarket*) si verifica una fase di stabilizzazione del prezzo del titolo, in cui il consorzio di collocamento può intervenire per sostenere l'andamento del titolo, soprattutto attraverso l'esercizio dell'opzione *green shoe*. Tale strumento viene offerto dall'emittente al consorzio di collocamento e permette a quest'ultimo di acquistare un o quantitativo di titoli al prezzo di offerta originario entro un determinato periodo di tempo successivo alla chiusura dell'IPO. Il consorzio di collocamento, qualora si verificassero fenomeni di *oversubscription*, può esercitare l'opzione e classare le azioni acquistate presso gli investitori rimasti insoddisfatti.



Fonte: Cremona, Monarca, Tarantino, Manuale delle operazioni straordinarie, 2009, IPSOA

## CAPITOLO 3 – LA QUOTAZIONE DELLE SOCIETÀ DI CALCIO

### 3.1 La quotazione delle società di calcio: evoluzione storico/normativa

Il ricorso al mercato azionario sembra, oggi, uno strumento normalmente utilizzabile dalle più grandi società di calcio internazionali per finanziare la propria operatività e per ottenere flussi monetari freschi e immediati.

Ma non è sempre stato così: prima del 1996 in Italia, come vedremo, la quotazione in borsa dei club calcistici era prettamente vietata, in virtù del non rispetto di una serie di vincoli fondamentali richiesti dalle autorità competenti per l'ammissione.

Del resto, lo stesso approccio più strettamente “finanziario” legato al calcio ha necessitato di anni e anni di riforme normative per affermarsi come realtà consolidata, da cui il calcio non può più prescindere.

Tale paragrafo è appunto dedicato a una breve ricostruzione storiografico/normativa dell'evoluzione del fenomeno calcistico, fondamentale per comprendere quali siano stati gli eventi e le circostanze che hanno permesso l'industrializzazione del football e, soprattutto, l'iter evolutivo che ha portato i più grandi club di tutto il mondo in quei “luoghi” in cui i nostri padri mai avrebbero immaginato di vederli: i mercati finanziari.

Le origini del calcio non sono simili a quelle di qualsiasi altro settore economico: il calcio ebbe inizio come un gioco, un'attività ludica, per poi trasformarsi nella seconda metà dell'Ottocento in sport inteso come attività organizzata e regolata. Più precisamente, l'origine del *football* si fa risalire ai primi anni della rivoluzione industriale in Inghilterra, periodo in cui lo sport comincia a essere praticato con regolarità dagli studenti delle scuole private inglesi. Nel 1855 nasce la prima società calcistica, lo Sheffield FC, con l'obiettivo di associare i soggetti che intendevano praticare con regolarità l'attività sportiva e coordinare gli incontri. Pochi anni dopo, nel 1863, nasce l'English Football Association e il calcio comincia a diffondersi rapidamente tra il popolo, incontrando un rapido riscontro positivo anche nel resto d'Europa: nel 1882 in Inghilterra venivano registrate già più di 1000 società calcistiche<sup>96</sup>.

---

<sup>96</sup> Lago U., Baroncelli A., Szymanski S. *Il Business del Calcio*, EGEA, 2004

In Italia, le prime società calcistiche nascono nell'ultimo decennio del 1800 e nel 1898 nasce la Federazione Italiana Football, oggi FIGC (Federazione Italiana Giuoco Calcio), *l'associazione che riunisce le società, le associazioni e gli altri organismi affiliati che perseguono il fine di praticare il giuoco del calcio in Italia*<sup>97</sup>. La FIGC ha il compito di esercitare la potestà regolamentare e il controllo tecnico, legislativo e contabile sulle società calcistiche professionistiche. A essa sovrintende il CONI, a cui è affidata l'organizzazione dell'intero settore sportivo italiano e il cui compito principale è quello di regolamentare e controllare le federazioni sportive nazionali delle diverse discipline. Inoltre le Norme Organizzative Interne (NOIF) hanno istituito la Co.Vi.Soc (Commissione di Vigilanza Società di Calcio), organo destinato a esercitare un controllo sulla gestione economico-finanziaria delle società professionistiche e a commisurare eventuali sanzioni in caso di violazione delle norme in materia economico- finanziaria.

Dopo la nascita della Federazione, investita prevalentemente dello scopo di coordinare l'attività dei numerosi piccoli club dilettantistici nati alla fine dell'800, il calcio incontra una rapida diffusione in Italia, configurandosi come "lo sport delle masse": sono sempre più le società che nascono al fine di permettere l'esercizio dell'attività calcistica.

Si tratta tuttavia, di enti organizzativi totalmente diversi rispetto ai grandi club internazionali che siamo abituati a vedere oggi: la forma giuridica adottata è quella dell'associazione non riconosciuta, struttura che permette agli associati di riunirsi per il raggiungimento di uno scopo comune, identificato nella pratica dell'attività calcistica, godendo allo stesso tempo di notevole libertà contrattuale. Gli art. 36, 37 e 38 del Codice Civile affermano che l'associazione non riconosciuta è priva di personalità giuridica e necessita della costituzione di un fondo comune, strumento di garanzia nei confronti dei terzi, alimentato dai soggetti associati tramite apporto di risorse private e contributi. Fondo di cui gli stessi non possono usufruire in alcun modo prima della cessazione dell'associazione.

Tuttavia, ben presto tale *modus operandi* mostrò le sue carenze, sia nell'assetto amministrativo delle società sia nella capacità di controllo e regolamentazione da parte delle autorità competenti.

---

<sup>97</sup> Art.1, Statuto FIGC

L'evoluzione dello sport in termini dimensionali, le sue sempre più marcate connotazioni economiche ed imprenditoriali e i costi crescente legati alla necessità di rendere competitive le squadre, richiesero assetti organizzativi ben più evoluti.

In effetti, appena il calcio divenne uno sport diffuso, fu necessario creare una serie di servizi per i tifosi. Servizi che implicavano spese, che dovevano essere coperte dalle entrate ottenute dalla vendita dei biglietti.

Progressivamente, inoltre, il numero di soggetti interessati al mondo del calcio crebbe e di conseguenza quest'ultimo cominciò a configurarsi come un importante veicolo pubblicitario, tanto più efficace quanto maggiore è il numero di tifosi che una determinata società riesce a raggiungere. Da qui la necessità di attrarre un numero sempre più elevato di supporters, dato positivamente correlato alle performances sportive: una squadra che vince attrae più tifosi, e per costituire una squadra vincente è necessario, in generale, arruolare gli atleti migliori. Gli atleti migliori, già a partire dai primi del 900', cominciarono a richiedere stipendi più elevati e benefits di vario tipo. Ponendo mente a tali considerazioni, si può facilmente intuire come la forma dell'associazione sportiva, finanziata esclusivamente tramite il contributo dei soci, era ormai impossibilitata a reperire le risorse finanziarie necessarie al sostenimento degli oneri operativi. Di conseguenza il calcio cominciò a fare appello al mercato per le fonti di finanziamento, marcando sempre più i suoi toni imprenditoriali; fenomeno che in alcuni casi sfociò esplicitamente nel passaggio volontario di alcuni club dalla forma associativa alla forma societaria (Napoli S.p.a e Torino S.p.a), necessaria per garantire una corretta e più attenta gestione di quello che ormai andava già configurandosi come un vero e proprio *business*<sup>98</sup>

Da qui in poi vengono varate, nel corso degli anni, una serie di leggi e provvedimenti normativi che modificano sostanzialmente il mondo del calcio, permettendone l'evoluzione di carattere economico e finanziario, e garantendo, quindi, la possibilità per i club calcistici italiani di quotarsi in borsa. Esaminiamo brevemente tali provvedimenti :

---

<sup>98</sup> Lago U., Baroncelli A. , Szymanski S. *Il Business del Calcio*, EGEA, 2004

**-Delibere FIGC 16 settembre 1966 e 16 dicembre 1966:** tramite queste due fondamentali delibere il Consiglio Direttivo Nazionale predispose lo scioglimento delle associazioni calcistiche e la loro contestuale ricostituzione sotto forma di società dotata di personalità giuridica.

Viene inoltre sancita l'obbligatoria assenza dello scopo di lucro per le società calcistiche. Più propriamente è riconosciuto il lucro oggettivo, ovvero la possibilità di generare utili, ma non quello soggettivo, cioè la possibilità di distribuire tali utili fra i soci. Viene ribadita in tal senso la centralità della finalità sportiva, al cui sviluppo potevano essere destinati esclusivamente gli utili generati dall'impresa calcistica.

**- Legge n.91/1981 o "Legge sullo sport professionistico":** tale intervento normativo stabilisce che le società sportive hanno l'obbligo di costituirsi nella forma di S.p.a o S.r.l e all'art.10 ribadisce quanto contenuto nella legge del 1966 in merito allo scopo di lucro: gli utili conseguiti non possono essere distribuiti, bensì devono essere interamente reinvestiti nella società per il perseguimento esclusivo dell'attività sportiva. Infine la legge 91/1981 qualifica l'atleta professionista come lavoratore dipendente, definendo la figura dello sportivo professionista e affermando che "la prestazione sportiva dell'atleta costituisce oggetto di lavoro subordinato". In tal modo viene abolito il c.d. "vincolo sportivo", principio in base al quale la società era proprietaria del diritto di utilizzazione esclusiva delle prestazioni di ogni suo giocatore, che costituiva di fatto patrimonio sostanziale per quest'ultima. Dal 1981 il calciatore poteva disporre del proprio cartellino, era libero, cioè, di stipulare un nuovo contratto con una nuova società, previa corresponsione da parte della società acquirente alla società cedente di un'indennità di preparazione e promozione, determinata su alcuni parametri di base.

**-Sentenza Bosman (15 dicembre 1996):** tramite questa sentenza la Corte di Giustizia Europea liberalizza i trasferimenti di atleti professionisti all'interno dei paesi della comunità europea, abolendo il limite all'impiego di calciatori stranieri e sopprimendo l'obbligo della sopracitata indennità di preparazione e promozione. La sentenza, recepita in Italia con il D.L. 272/1996, provoca non pochi problemi legati alle minusvalenze nei bilanci delle società calcistiche, in cui la componente relativa alle plusvalenze sui diritti pluriennali alle prestazioni dei giocatori generate nella campagna trasferimenti è particolarmente rilevante. Di conseguenza il D.L. permette alle società sportive di iscrivere in un apposito conto dell'attivo le "Indennità di preparazione e promozione" maturate e di procedere al loro ammortamento in 3 anni: così facendo le perdite legate alle minusvalenze si spalmano su più periodi.

*-Decreto 485/1996 e legge 586/1996 (che lo converte in parola):* si tratta del provvedimento che abroga il secondo comma dell'art.10 della legge 91/1981, permettendo di fatto lo scopo di lucro soggettivo per le società calcistiche. Da quel momento in poi, storico per alcuni versi, le società calcistiche possono liberamente distribuire gli utili conseguiti tra i soci, con il solo vincolo della stabile destinazione di almeno del 10% del risultato d'esercizio a scuole giovanili di formazione tecnico-sportiva. Viene in tal modo a mancare quell'elemento storico di anomalia che aveva accompagnato le società di calcio, società di capitali ma prive dell'elemento basilico delle società stesse, lo scopo di lucro soggettivo.

A tale, fondamentale cambiamento, la legge 586 affianca un ulteriore provvedimento : "l'atto costitutivo deve prevedere che la società possa svolgere esclusivamente attività sportiva e attività a essa connesse e strumentali", ampliando così la sfera delle attività esercitabili. Si ha, in tal modo, la definitiva consacrazione del connubio tra sport e business, si permette la diversificazione delle fonti di ricavo e di fatto, l'avvio delle attività di merchandising e commercializzazione del marchio da parte delle società calcistiche. Comincia, cioè, il "calcio del 2000", sempre più azienda e sempre meno gioco.

Da quanto sopra si evince come uno dei principali ostacoli, se non il primario, che le società di calcio hanno dovuto affrontare per accedere alla quotazione era rappresentato dall'assenza dello scopo di lucro (ex. Legge 91/1981), che di fatto classificava le società calcistiche come "soggetti di diritto speciale", dotati di personalità giuridica, ma impossibilitati a distribuire gli utili conseguiti. La qualifica di soggetti di diritto speciale categorizzava tali società come "non quotabili", posto che la conseguente impossibilità di distribuire dividendi, pur in presenza di ricavi e utili, avrebbe generato un evidente incompatibilità con i presupposti generali di un investimento finanziario<sup>99</sup>.

Tuttavia, la CONSOB aveva sostenuto che a seguito dell'avvenuta abrogazione da parte della legge 586/1996 delle disposizioni di cui alla legge 91/1989 veniva "riconosciuta alle società sportive professionistiche la possibilità di perseguire lo scopo di lucro" : tale circostanza rimuoveva tutti gli ostacoli legati alla quotazione<sup>100</sup>

---

<sup>99</sup> Sbarbaro F., *Brevi note critiche sulla quotazione delle società sportive*, 2012, [www.comparazionedirittocivile.it](http://www.comparazionedirittocivile.it)

<sup>100</sup> Audizione Consob sul tema della quotazione delle società di calcio nei mercati regolamentati, Camera dei Deputati, Maggio 2004

Un secondo elemento di ostacolo era costituito dall'assenza per le società di calcio professionistiche del requisito dei tre esercizi in utile. Del resto, nessuna delle società sportive esistenti in Italia avrebbe potuto rispondere positivamente in merito a tale richiesta. Tuttavia, l'abbandono di tale requisito per la quotazione era avvenuto già in tempi precedenti all'assunzione da parte di Bora Italiana S.p.a della gestione dei mercati finanziari, con l'adozione da parte della Consob del Regolamento approvato con la delibera n.4088/1989. Di conseguenza, su deroga da parte degli organi competenti il suddetto requisito sostanziale fu trascurato<sup>101</sup>.

Ulteriore elemento da tenere notevolmente in considerazione era rappresentato dalla profonda complessità del quadro normativo del settore del calcio, soggetto alla sovranità di più organismi nazionali e internazionali e alla sovrapposizione non sempre agevole tra norme speciali di settore e quadro giuridico complessivo. In effetti le società sportive oscillano perennemente tra una posizione che rivendica una sorta di status speciale del calcio, in nome della sua natura sportiva, e un'altra posizione che, in nome degli elevatissimi interessi che caratterizzano il settore non può accettare di sottostare a una normativa speciale<sup>102</sup>.

Inoltre le società sportive sono sottoposte a una disciplina molteplice, che agisce su più fronti, rischiando contaminazioni e sovrapposizioni pericolose per il corretto funzionamento dei mercati: c'è il controllo della FIGC, da cui le società sportive ricevono il "titolo sportivo", ovvero il valore patrimoniale preliminare senza il quale tutti gli altri elementi del patrimonio non possono essere valorizzati, e nei confronti del quale possono essere soggette a revoca dell'affiliazione; c'è l'obbligo di conformarsi alle norme e alle direttive CONI; c'è la sostanziale dipendenza dall'UEFA per l'ottenimento della licenza necessaria alla partecipazione ai campionati internazionali; ci sono le norme civilistiche tipiche che regolano l'attività societaria. In definitiva, emerge la pericolosità di una disciplina il cui diritto societario generale è contaminato non solo da mercato, ma altresì dall'ordinamento sportivo, con evidente pericolosità per l'equilibrio dei mercati finanziari.

---

<sup>101</sup> Sbarbaro F., *Brevi note critiche sulla quotazione delle società sportive*, 2012, [www.comparazionedirittocivile.it](http://www.comparazionedirittocivile.it)

<sup>102</sup> Lago U., Baroncelli A., Szymanski S. *Il Business del Calcio*, EGEA, 2004

### **3.2 Opportunità e Fattori di Rischio per le società di calcio quotate**

Il fenomeno della quotazione in borsa delle società di calcio, come visto nel paragrafo precedente, ha conosciuto uno sviluppo significativo negli ultimi anni, configurandosi come elemento di crescita dal punto di vista della gestione economico-finanziaria per molti club calcistici.

L'accesso ai mercati regolamentati ha significato, a parer di chi scrive, la definitiva evoluzione da sport a business per molte società, in virtù della necessità di rispettare una serie di parametri legislativi e soprattutto manageriali di stampo prettamente aziendale. È emerso cioè il bisogno di imporre uno stile gestionale sicuramente più improntato all'efficienza tipica di un'impresa vera e propria, piuttosto che di una mera squadra sportiva.

Il listing per le società calcistiche rappresenta un'operazione che possiede le caratteristiche di complessità e le opportunità tipiche del processo di quotazione che abbiamo descritto nel precedente capitolo. Tuttavia, in aggiunta, prevede una serie di fattori ed elementi caratterizzanti che derivano dalla natura del settore e dalle caratteristiche strategiche delle aziende che operano nell'industria del calcio. Elementi che rendono, di fatto, l'investimento in società di calcio diverso dall'investimento in qualsiasi altro titolo del mercato azionario.

In particolare, i fattori specifici possono essere classificati sia come vantaggi, o più propriamente opportunità strategico/finanziarie, sia soprattutto come fattori di rischio. Infatti il mercato borsistico rappresenta per le società di calcio un terreno minato, ricco di insidie ed elementi di destabilizzazione, che se non affrontate con la dovuta cautela ed efficienza gestionale rischiano di corrompere l'equilibrio economico e finanziario delle football companies, con conseguente ricaduta sulle performances sportive.

#### **3.2.1 Vantaggi**

L'accesso ai mercati regolamentati rappresenta primariamente per le società di calcio uno strumento per **reperire risorse finanziarie liquide e diversificate**. Tali fonti di finanziamento sono meno onerose rispetto ai canali tradizionali e sono in grado di riequilibrare la struttura finanziaria riducendo il rapporto di indebitamento, indicatore perennemente in crisi nei bilanci dei club. Ma soprattutto, gli ultimi anni hanno evidenziato una crescita esponenziale dei costi di gestione e del fabbisogno finanziario

necessario per mantenere elevati livelli di competitività. In tale ottica la liquidità proveniente dai mercati finanziari rappresenta vero e proprio oro colato per le società che vi fanno ricorso.

In secondo luogo, tramite l'accesso alla borsa valori, le società di calcio **possono finanziare importanti progetti di investimento strategici** destinati a creare valore nel medio-lungo periodo e ad accelerare i processi di ampliamento dell'oggetto sociale e diversificazione delle fonti di ricavo, necessari, come vedremo in seguito per i club quotati.

L'esempio tipico che possiamo apportare a tal proposito è la possibilità di costruire uno stadio di proprietà e di generare una serie di iniziative immobiliare ad esso correlate, con l'evidente vantaggio di accrescere notevolmente i ricavi e svincolarli dalle performances sportive. Inoltre, la presenza di un asset immobiliare di tale valore rafforza la solidità patrimoniale delle società di calcio, per natura molto bassa poiché caratterizzata dall'assenza in bilancio di asset materiali, e costituisce un'ulteriore garanzia per gli investitori. Pioniere, in tal senso, sono state le società inglesi, quasi tutte dotate di uno stadio di proprietà. In Italia la scia è stata seguita esclusivamente dalla Juventus S.p.A, con l'inaugurazione nel 2011 dello Juventus Stadium, gioiello di architettura e avanguardia tecnologica, primo stadio ecocompatibile al mondo e premiato al Global Sports Forum 2012 come scenario sportivo più innovativo di Europa. All'interno della struttura la società ha deciso di allestire un museo dedicato alla storia centenaria del club torinese, sale conferenza per *business events*, ristoranti e terrazze esclusive da cui seguire i match dei bianconeri. L'idea di base è quella di rendere lo stadio un luogo vivibile anche al di fuori degli eventi sportivi, tramite la presenza di attività commerciali e ricreative in grado di apportare nuove fonti di ricavo al bilancio.

Ulteriore vantaggio legato alla quotazione è rappresentato dalla possibilità di **aumentare notevolmente la propria immagine e visibilità** a livello mondiale: numerosi studi confermano che le società quotate conoscono un significativo aumento del *brand value* in seguito al processo. Da ciò deriva l'opportunità di sviluppare in maniera massiccia una serie di attività collaterali a quella sportiva e politiche di marketing tese all'aumento dei ricavi derivanti dal merchandising e dalle sponsorizzazioni, che come visto nel primo capitolo rappresentano una voce rilevante

del fatturato. Il potenziamento del marchio potrebbe essere sfruttato anche in settori del tutto distaccati da quello sportivo, quali la fornitura di servizi finanziari, il *real estate*, l'*entertainment*. In tal senso si potrebbe sfruttare l'ampia base di soggetti a cui la società ha accesso e su cui detiene influenza e sviluppare attività di *brand extension*.

Proseguendo, nelle società calcistiche quotate si innesta una **gestione più spiccatamente manageriale ed efficiente**, in virtù dei numerosi controlli effettuati dagli organi competenti e del miglioramento della trasparenza informativa e dalla comunicazione economico-finanziaria. In tal modo, si evitano quegli assetti gestionali che potremmo definire "patronali" che hanno caratterizzato e ancora caratterizzano i club calcistici, portando a deficit di bilancio perenni, interventi da parte della proprietà per coprire le perdite e sregolatezza economico-finanziaria. In effetti, dopo la quotazione, i club di calcio sono obbligati alla diffusione delle relazioni trimestrali contenenti i dati patrimoniali e finanziari, all'attività di vigilanza della Consob, alla redazione del bilancio secondo i principi contabili IAS e alla diffusione di informazioni relative ai fatti rilevanti che potrebbero influenzare l'andamento dei prezzi di mercato. In merito a tale ultimo punto, "*sono state riscontrate difformità di comportamenti nella selezione delle informazioni di maggiore rilevanza sull'andamento gestionale delle società e una scarsa attenzione all'evidenziazione degli effetti sui flussi di cassa connessi ad eventi gestionali tipici del settore*"<sup>103</sup>. In particolare, ponendo mente a tali considerazioni, la Consob ha ritenuto necessario standardizzare le informazioni relative agli effetti economico-finanziari delle operazioni di trasferimento dei diritti sportivi sui calciatori e le informazioni relative agli stipendi percepiti. Essa ha stabilito una serie di dati e informazioni che necessariamente devono comparire nell'informativa periodica presentata e ribadito l'obbligo di prestare la massima cautela nella diffusione delle notizie di calcio-mercato, poiché eventuali indiscrezioni potrebbe alterare il corretto svolgimento delle negoziazioni ed evidenziare il fenomeno delle asimmetrie informative.

Inoltre, attraverso il meccanismo della quotazione si **sfrutta la passione dei propri tifosi** coinvolgendoli direttamente nella vita della società, facendoli sentire parte della

---

<sup>103</sup> Audizione Consob sul tema della quotazione delle società di calcio nei mercati regolamentati, Camera dei Deputati, Maggio 2004

proprietà della squadra, aumentandone il senso di appartenenza e la fidelizzazione: “*be a fan, buy a stock*” recitavano le campagne di sponsorizzazione delle IPO delle squadre inglesi.

Infine, occorre citare un fattore che aumenta in maniera considerevole l'appetibilità del titolo, e si configura quindi come un vantaggio per la società emittente. Per le azioni delle società di calcio le asimmetrie informative risultano sensibilmente ridotte: in effetti molto elevata è **l'accessibilità alle informazioni price sensitive**, ricavabili dai quotidiani sportivi venduti ogni giorno, dalle numerose trasmissioni dedicate che occupano i palinsesti delle reti televisive e dai siti internet sportivi. All'accessibilità, poi, si accompagna una maggiore capacità di codificazione e interpretazione dell'informazione da parte di più soggetti, anche non competenti in materia finanziaria: il piccolo investitore saprà facilmente riconoscere che a una vittoria o all'acquisto di un buon calciatore seguirà quasi sicuramente un andamento del titolo positivo.

### **3.2.2 Fattori di rischio**

**Rischi connessi ai risultati sportivi<sup>104</sup>**: uno dei più grandi fattori di rischio connessi all'andamento delle azioni delle società di calcio è rappresentato dalla circostanza per cui i risultati economici e la redditività dei club sono positivamente correlati, e in maniera piuttosto netta anche, con le performances sportive sul campo da gioco di questi ultimi. In particolare si tengono in considerazione sia i risultati dei singoli incontri disputati, sia l'effetto che eventuali vittorie e sconfitte hanno sul piazzamento generale in classifica. È altresì fondamentale la qualificazione alle coppe Europee. Più elevato sarà il piazzamento in campionato maggiore sarà il premio in denaro ricevuto dalla federazione, maggiore sarà l'accrescimento dell'immagine internazionale del brand e la possibilità di incrementare il fatturato derivante da sponsorizzazioni e merchandising; la qualificazione alla Champions League e all'Europa League, e la posizione raggiunta al termine del torneo, comportano l'attribuzione di *fees* da parte dell'UEFA: nell'ultima stagione la Juventus ha ottenuto introiti provenienti da coppe europee pari a 50 mln, il Napoli 40 mln e il Milan 37,6 mln; più una squadra è vincente maggiore sarà la sua forza contrattuale nell'attribuzione dei diritti televisivi, la voce più

---

<sup>104</sup> Prospetto Informativo Juventus S.p.a, Lazio S.p.A e Roma S.p.A, sezione *Avvertenze per l'investitore*

rilevanti in termini di fatturato sul bilancio delle società di calcio, con un valore medio del 43% sui ricavi totali delle squadre di Serie A, esponenzialmente più elevato per le squadre che hanno raggiunto i primi posti in classifica: basti pensare che nell'esercizio 2012/2013 la Juventus ha guadagnato 163 mln/euro dai *broadcasting revenues*, con un peso sul fatturato totale pari al 57% <sup>105</sup>.

Si può facilmente intuire, quindi, come i risultati sportivi impattino sull'andamento del titolo: se un club non ottiene vittorie sul campo, i suoi risultati in bilancio saranno peggiori, e di conseguenza le azioni rispecchieranno inesorabilmente questo trend.

Il problema subentra laddove si considera che i risultati sportivi, e quindi anche i ricavi delle società, sono aleatori per definizione e influenzano quindi in rialzo la rischiosità dei titoli delle football companies, i quali si configurano come altamente volatili e poco sicuri, proprio perché legati a fonti di ricavo instabili.

**Rischi connessi alla scarsa diversificazione delle fonti di ricavo:** immediatamente collegato al punto precedente è tale fattore di debolezza che caratterizza, in maniera deprimente, i bilanci delle società di calcio. Si tratta di un fenomeno che, tuttavia, interessa più specificatamente le società di calcio italiane, laddove gli altri club europei hanno attuato da tempo politiche di diversificazione delle fonti di ricavo, tramite la costruzione di stadi di proprietà e l'allargamento del business a settori del tutto distaccati da quello sportivo, in nome di un'accezione innovativa e pionieristica di sport company.

Come abbiamo visto nel capitolo 1, le voci che compongono le *revenues* di una società di calcio sono 4: diritti radiotelevisivi, ricavi da sponsorizzazioni e attività commerciali, *matchday*, plusvalenze da cessione calciatori. Emerge come si tratti di fonti di guadagno legate imprescindibilmente al mondo del calcio: un'eventuale flessione dell'interesse verso lo sport e del business che ruota attorno al pallone porterebbe a un abbattimento dei ricavi, con pesanti ricadute a livello borsistico.

Inoltre, la diversificazione delle fonti di ricavo appare come l'unico strumento in grado di contrastare la volatilità eccessiva delle azioni, troppo affrancate all'imprevedibilità del risultato sportivo, e generare utili, fattore che raramente ritroviamo nei bilanci delle società calcistiche: l'esperienza europea ci insegna che i club che fanno registrare gli introiti più elevati sono quelli che hanno sviluppato attività collaterali a quella sportiva,

---

<sup>105</sup> Deloitte, Football Money League, Gennaio 2014

in alcuni casi totalmente distaccati da quest'ultima, puntando sulla forza del brand e della diversificazione settoriale.

**Rischi legati all'influenza eccessiva dei calciatori:** come abbiamo visto precedentemente i risultati sportivi influenzano le performance economiche. Per ottenere risultati sportivi eccellenti è necessario, generalmente, costituire una rosa dotata di un livello tecnico adeguato: più elevato sarà il valore e la capacità dei calciatori maggiori saranno le probabilità di vittoria. Quindi, si può evidentemente constatare l'importanza che l'acquisto e/o la detenzione di calciatori ritenuti validi dal mercato hanno sulla percezione degli investitori. A ciò si aggiunge il peso fondamentale che la voce "Diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori" ha sulla sezione Attivo dello Stato Patrimoniale delle società di calcio, il cui patrimonio è nella maggior parte dei casi costituito da tale elemento immateriale che rappresenta effettivamente la somma del valore attribuibile a ogni calciatore il cui cartellino è detenuto dalla squadra. L'elemento destabilizzante subentra allorché andiamo a considerare l'innumerabile lista di eventi che potrebbero accadere rendendo negative le prestazioni di un calciatore ritenuto fondamentale ai fini del progetto tecnico, e di conseguenza sfavorevoli i risultati del titolo azionario: infortuni, mancata integrazione nella squadra, frizioni con l'allenatore, squalifiche, convocazioni nelle rispettive nazionali. Allo stesso modo, influiscono sull'andamento del titolo acquisti e cessioni di calciatori, e addirittura *rumors* e indiscrezioni su potenziali operazioni di mercato.

Tale fenomeno correla in maniera determinante l'andamento del titolo alle prestazioni dei calciatori e alle operazioni di mercato, rendendolo, di fatto ancora più volatile.

**Rischio di retrocessione:** tale fattore di rischio potrebbe essere inserito nell'ambito generale dei sopracitati fattori di rischio legati ai risultati sportivi, configurandosi effettivamente come un evento derivante dalle scarse performances sul campo sportivo. Lo classifichiamo singolarmente poiché si tratta di un'ipotesi *worst case*, particolarmente dannosa per un club di calcio da più punti di vista: sul fronte dell'immagine comporterebbe un calo della visibilità internazionale del brand, con relativa e consistente diminuzione dei ricavi da merchandising e sponsorizzazioni; sul fronte dei diritti televisivi, dato che gli introiti corrisposti dalle *broadcasting companies* per le serie minori sono ovviamente più bassi; sul fronte sportivo, con evidente migrazione dei migliori atleti e perdita di appeal sui propri tifosi. La retrocessione erode

in maniera significativa i ricavi delle società calcistiche, con evidente impatto negativo sul corso azionario.

In seguito alle vicende di Calciopoli, la Juventus subì una penalizzazione consistente nella retrocessione nella serie inferiore: senza considerare le pesanti ricadute in termini di immagine e prestigio internazionale, l'abbattimento dei ricavi venne stimato in circa 100 milioni di euro<sup>106</sup>.

Uno studio condotto da Deloitte sul campionato italiano di Serie A ha quantificato gli impatti sulle voci di Conto Economico che derivano dagli eventi di retrocessione e promozione. È stato stimato che mediamente la retrocessione nella serie inferiore comporta una diminuzione dei ricavi del 45% a fronte di una diminuzione dei costi operativi del solo 10%, mentre le plusvalenze da cessione aumentano del 70%, in virtù del trasferimento in altri team dei calciatori migliori che normalmente si verifica nelle retrocesse. Di contro la promozione comporta una crescita dei ricavi del 110% e un aumento dei costi del 41%. Le principali voci che comportano l'abbattimento dei ricavi sono i diritti televisivi (-45%) e gli introiti da botteghino (-55%), ma soprattutto le sponsorizzazioni e le attività commerciali (-75%)<sup>107</sup>

**Rischi connessi al grado di indebitamento delle società di calcio<sup>108</sup>:** prendiamo per un momento in considerazione il passivo dello Stato Patrimoniale della Juventus S.p.A al 30 giugno 2013, ultimo bilancio annuale disponibile:

<b>30/06/2103 (importi in euro )</b>		
<b>Patrimonio Netto</b>	48.631.015	12,6%
<b>Passività Consolidate</b>	237.341.826	61,6%
<b>Passività Correnti</b>	99.183.806	25,8%
<b>Totale Passivo</b>	<b>385.156.647</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaborazione personale dalla Relazione Finanziaria Annuale 2013, [www.juventus.com](http://www.juventus.com)

Come si evince dai dati sopra riportati l'indebitamento assorbe l'87% circa del passivo, dotato di un patrimonio irrisorio rispetto al capitale investito. Tale fenomeno

<sup>106</sup> [www.sportbusinessgroup.com](http://www.sportbusinessgroup.com)

<sup>107</sup> Deloitte, Football Money League, Gennaio 2014

<sup>108</sup> Prospetto Informativo Juventus S.p.a, Lazio S.p.A e Roma S.p.A, sezione *Avvertenze per l'investitore*

caratterizza la maggior parte dei bilanci delle società di calcio che, come ripetuto più volte, si configurano come scarsamente patrimonializzate e soggette a uno sfruttamento della leva finanziaria che appare eccessivo.

Più volte la Consob ha evidenziato tale problema come potenzialmente dannoso per il regolare svolgimento delle contrattazioni di mercato e lo stesso legislatore si è rivelato attento alla questione con l'art.86 delle NOIF, il quale impone alle società di calcio il mantenimento di un rapporto tra ricavi e indebitamento non inferiore a 3, pena la mancata iscrizione al campionato. È opportuno evidenziare che nel calcolo delle voci di ricavo *“sono esclusi per tutte le società professionistiche i ricavi derivanti dalla cessione temporanea del diritto alle prestazioni dei calciatori”*, cioè le plusvalenze eventualmente generate dal calciomercato.

È evidente il fattore di rischio per gli investitori e la società: l'eventualità di non partecipare al campionato sarebbe catastrofica, paragonabile all'interruzione della catena di montaggio per un'azienda metalmeccanica o alla non concessione del credito per un istituto bancario.

**Rischi connessi alla stringente e complessa normativa di settore<sup>109</sup>**: come abbiamo descritto nel paragrafo introduttivo di tale capitolo, uno dei fattori di criticità principali riguardanti la profittabilità delle football companies è rappresentato dall'ingerenza notevole della normativa di settore, stringente e articolata. Da un lato le norme di giustizia ordinaria, dall'altro le norme di giustizia sportiva.

Tale fenomeno genera la possibilità di incorrere in passività considerevoli, in virtù della responsabilità diretta e oggettiva della società per i fatti determinanti posti in essere, a seguito del quale è possibile che essa incorra in sanzioni, penalizzazioni o squalifiche, e in casi eccezionali di provvedimenti che modifichino sostanzialmente l'andamento sportivo ( e quindi economico) della società. L'esempio più eclatante in tal senso è il processo Calciopoli<sup>110</sup>. Un ulteriore esempio che è possibile apportare riguarda un

---

<sup>109</sup> Prospetto Informativo Juventus S.p.a, Lazio S.p.A e Roma S.p.A, sezione *Avvertenze per l'investitore*

<sup>110</sup> Col termine Calciopoli si suole indicare un processo condotto dagli organi di giustizia ordinaria e sportiva nei confronti di alcune società di calcio, dirigenti e arbitri nel 2006. Le accuse hanno riguardato essenzialmente la presunta esistenza di un'organizzazione cupolistica capeggiata da due dirigenti della FC Juventus, Luciano Moggi e Antonio Giraudo, e dedicata all'orientamento dei risultati dei match del campionato delle stagioni 2004/05 e 2005/06, tramite strumenti di corruzione nei confronti di alcuni direttori arbitrali. Le sanzioni principali riguardarono la società sportiva Juventus, accusata di illecito sportivo, a cui furono revocati gli scudetti vinti nelle due stagioni 04/05 e 05/06 e a cui fu inflitta una pena consistente nella retrocessione in Serie B. Subirono penalizzazioni e sanzioni anche Milan, Fiorentina, Lazio, Arezzo e Reggina, in virtù del quale la società di calcio Internazionale di Milano si vide

provvedimento della FIFA emanato nel Luglio 2014 che vieta alla società sportiva Barcellona di effettuare operazioni di calciomercato per le prossime due stagioni, in seguito alle irregolarità riscontrate sul tesseramento di calciatori minorenni<sup>111</sup>. Sebbene la società catalana non sia quotata in borsa, si può ben immaginare come tale provvedimento possa causare un impatto negativo sulle prospettive sportive del club e un danno di immagine notevole.

In definitiva, eventuali processi giudiziari possano causare importanti danni economici e svantaggi sportivi, influenzando in maniera fortemente negativa sul valore delle azioni dell'impresa.

**Rischi legati al conflitto di interesse e ai rapporti con le parti correlate;** in tale categoria si includono tutti gli eventuali comportamenti distorsivi legati alle relazioni contrattuali che i club intrattengono con gli azionisti di riferimento e le società controllanti: contratti rilevanti di natura commerciali, esposizione debitoria, rapporti finanziari, fideiussioni e garanzie. Ovviamente, tali rapporti potrebbero in via eccezionale minare l'autonomia di impresa, con evidente ricaduta sul corso azionario.

Ai fattori di rischio rilevanti descritti si aggiungono una serie di criticità che la Consob ha rilevato e ha avuto cura di far inserire nei prospetti informativi delle società di calcio quotate, nella sezione avvertenze per gli investitori<sup>112</sup>:

- rischi connessi alla dipendenza dal mercato dei diritti televisivi
- rischi connessi al mancato rinnovo delle convenzioni per l'utilizzo degli stadi
- rischi di inadempimento contrattuale nei trasferimenti internazionali dei calciatori e potenziali rischi di cambio nei pagamenti effettuati con valuta diversa
- rischi connessi alla contraffazione dei marchi

---

riconosciuta la vittoria a tavolino del campionato relativo alla stagione 2005/06. Luciano Moggi e Antonio Giraudo furono squalificati a vita.

<sup>111</sup> [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), articolo apparso sulla sezione Datasport il 21/07/2014.

<sup>112</sup> Audizione Consob sul tema della quotazione delle società di calcio nei mercati regolamentati, Camera dei Deputati, Maggio 2004

### 3.3 Lo STOXX Europe Football Index

L'importanza crescente che il fenomeno della quotazione ha rivestito nel mondo del calcio è testimoniata dalla nascita, a partire da fine anni 90', di una serie di indici di borsa tesi a rappresentare sinteticamente l'andamento dei corsi azionari delle principali football companies quotate sui mercati internazionali.

Tali indici tendono a configurarsi come strumenti di analisi fondamentali, in grado di favorire la diffusione di informativa e dati rilevanti per gli investitori, e contribuire in tal modo alla rapida diffusione del fenomeno del *going public* delle società di calcio.

Saranno utili, ai fini del nostro lavoro, per analizzare le performances che nel corso del tempo ha fatto riscontrare il mondo calcistico sui mercati finanziari. Saranno altresì utilizzati come validi strumenti di confronto, sia relativamente a ciascun titolo considerato singolarmente, sia in relazione ad altri indici settoriali, al fine di effettuare un efficace paragone rispetto alle performances borsistiche aggregate delle più importanti *industries*.

Nel corso del tempo, abbiamo visto la nascita di numerosi indici di mercato, create da banche di investimento e agenzie di stampa specializzate. Il primo indice di mercato per analizzare l'andamento dei titoli delle football companies fu generato da Nomura nel 1992, prendendo in considerazione 14 club tra English Premier League e Scottish Premier League. In seguito anche Bloomberg si attivò nel settore, tramite la predisposizione di quello che fino a pochi anni fa era considerato il principale strumento di riferimento per i dati aggregati del settore calcistico in borsa: il Bloomberg Kick Index, il quale considerava i prezzi delle azioni delle prime 20 società quotate inglesi per capitalizzazione.

Ad oggi, tuttavia, l'indice principale per tracciare l'evoluzione dei prezzi di borsa e dei rendimenti netti delle società di calcio è lo **STOXX Europe Football Index**, elaborato dalla società Stoxx e che fino a pochi anni fa prendeva il nome di Dow Jones Stoxx Index Football. L'indice nasce il 22 aprile 2002 e inizialmente comprendeva tutti i 33 club calcistici europei quotati dell'epoca.

Attualmente si compone di 23 società di calcio quotate sui listini europei, equamente rappresentate in base all'attribuzione ad ognuna di un peso percentuale sul valore totale;

peso che deriva dalla “*free-float market capitalisation*”. La capitalizzazione totale dell’indice è pari a 1,43 mld/euro<sup>113</sup>.

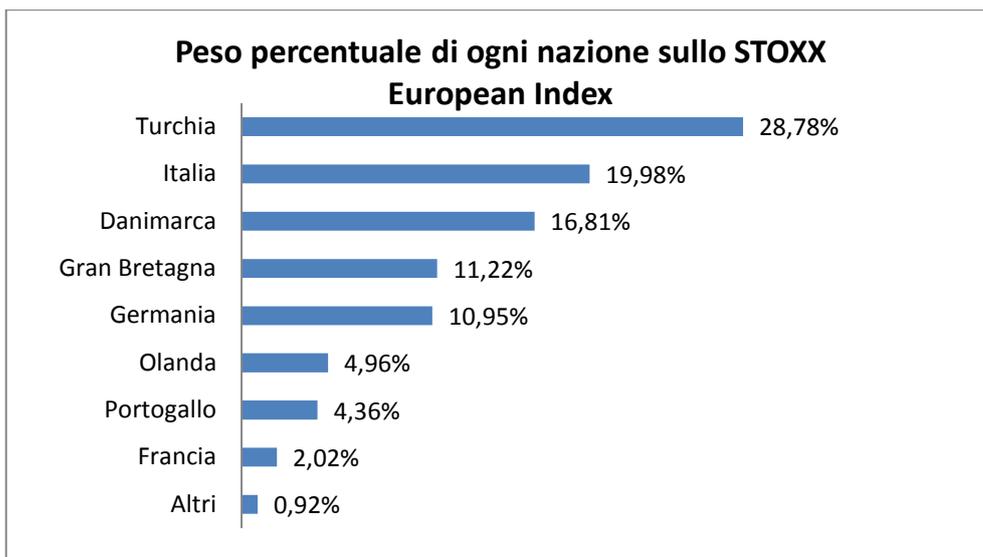
Il coefficiente attribuito a ogni club e la composizione vengono aggiornati trimestralmente. Al marzo 2014 la composizione dell’indice è la seguente:

<b>STOXX Europe Football Index</b>		
<b>Company***</b>	<b>Country</b>	<b>Weight (%)</b>
JUVENTUS	Italy	11.05
BORUSSIA DORTMUND	Germany	10.95
FENERBAHCE SPORTIF HIZMET	Turkey	9.94
PARKEN SPORT & ENTERTAINMENT	Denmark	9.84
BESIKTAS	Turkey	8.38
GALATASARAY	Turkey	7.90
CELTIC	Great Britain	7.21
AS ROMA	Italy	6.45
AFC AJAX	Netherlands	4.96
BRONDBY IF B	Denmark	4.57
RANGERS INT FOOTBALL CLUB	Great Britain	4.01
SPORT LISBOA E BENFICA	Portugal	3.69
TRABZONSPOR SPORTIF YATIR	Turkey	2.56
LAZIO	Italy	2.48
OLYMPIQUE LYONNAIS	France	2.02
ARHUS ELITE	Denmark	1.07
SILKEBORG	Denmark	0.73
AALBORG BOLDSPILKLUB	Denmark	0.60
TETEKS AD TETOVO	Macedonia (FYROM)	0.57
SPORTING	Portugal	0.35
AIK FOOTBALL	Sweden	0.33
FUTEBOL CLUBE DO PORTO	Portugal	0.32
RUCH CHORZOW	Poland	0.02

Fonte: [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com)

Raggruppando il peso di ogni squadra in base alla nazione di appartenenza, emerge come lo Stato più rappresentato sia la Turchia, seguito dall’Italia e poi dalla Danimarca.

<sup>113</sup> STOXX Sport Indices, [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com), marzo 2014

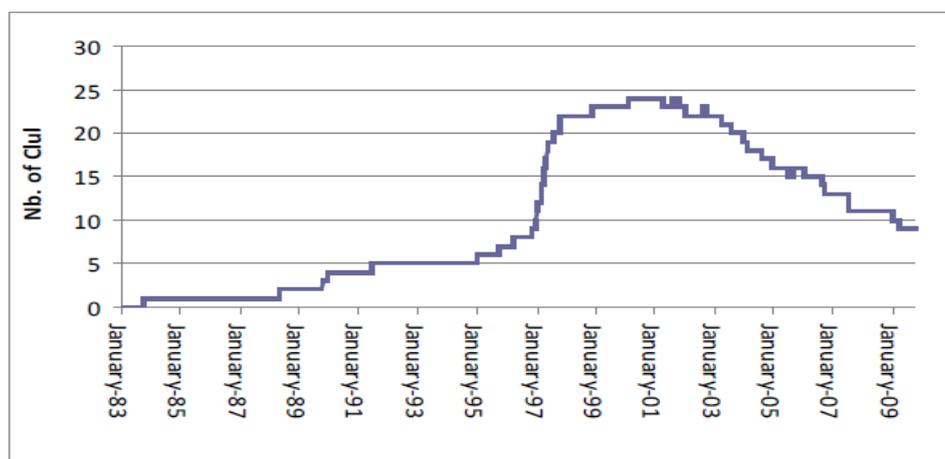


Contrariamente a quanto si possa pensare, quindi, la Gran Bretagna è scarsamente rappresentata: ciò dovrebbe risultare atipico, poiché si suole pensare ai paesi d'oltre manica come pionieri nella concezione dello sport in termini di business, e più volte nel seguente lavoro abbiamo definito i club inglesi come quelli che maggiormente esprimono il concetto di efficienza aziendale nel ricorso ai mercati finanziari. Gli stessi indici di borsa nati a metà degli anni 90' si concentravano esclusivamente sulla Premier League Inglese e Scozzese. E se consideriamo la composizione del suddetto STOXX Europe Football Index al marzo 2007 noteremo come la presenza britannica è sicuramente più elevata: il peso della UK rappresentava all'epoca il 24% del totale, secondo solo alla Danimarca con il 26%. Seguivano Italia (16%) e Turchia (13%).<sup>114</sup>

Tale analisi ci porta a evidenziare una tendenza che si è sviluppata in Gran Bretagna negli ultimi anni e che ha progressivamente interessato i club: sempre più società di calcio hanno abbandonato i mercati finanziari, come emerge dal grafico sottostante.

<sup>114</sup> [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com)

**Appendix 2** Number of publicly traded football clubs in the United Kingdom  
(January 1983-September 2009)



*Fonte: Aglietta, Andreff, Drut, Floating European football clubs in the stock market, 2010*

In particolare, l'indice ha perso l'apporto primario di società dall'elevata capitalizzazione come Tottenham e Newcastle, e già nel 2005 era rimasto orfano di quella che potremmo definire la società calcistica modello nello sfruttamento delle opportunità di business derivanti dal mondo del calcio: il Manchester United. Il team inglese, infatti, aveva abbandonato i mercati finanziari in seguito all'acquisizione da parte della cordata americana Red Football Ltd., capeggiata dall'imprenditore Malcolm Glazer.

Infine, è opportuno evidenziare come l'indice rappresenti appena lo 0,01% della capitalizzazione totale del mercato Europeo espressa dallo STOXX Europe Total Market Index, a testimonianza del fatto che il fenomeno della quotazione delle società di calcio è ancora in larga parte inesplorato e non ampiamente sfruttato, e l'entità del capitale che i club collocano sui mercati è irrisorio.

## CAPITOLO 4 – INDAGINE SULLE PERFORMANCES DI BORSA DEI PRINCIPALI TITOLI QUOTATI : EVIDENZE EMPIRICHE

### 4.1 L'IPO della Juventus S.p.A

#### 4.1.1 La “Vecchia Signora”: evoluzione storica della società

“La Juventus Football Club S.p.A è una società di calcio professionistico, con una tradizione sportiva vincente lunga più di 100 anni”, si legge dal Prospetto Informativo della Juventus predisposto per la quotazione in borsa nel 2001. Da allora, 13 anni sono passati e la storia della società ha subito non pochi cambiamenti, sia dal punto di vista sportivo che aziendale. Potremmo dire che il primo decennio del nuovo millennio possa configurarsi come il più significativo, per tanti versi, della lunga e controversa storia bianconera.

La Juventus nasce il 1 novembre 1897, su una panchina di corso Re Umberto, a Torino, dalla volontà di un gruppo di studenti del Liceo Classico D’Azeglio che solevano riunirsi in quel luogo per trascorrere le ore post scolastiche, praticando il “nuovo” gioco importato dall’Inghilterra, che progressivamente stava espandendosi in tutta l’Europa a macchia d’olio, il football <sup>115</sup>.

Nel **1900**, la Juventus debutta in campionato. Tre anni dopo arriva la *mise* **bianconera**, importata dal team inglese Nottingham Forrest, e cinque anni più tardi, nel **1905**, il club vince il suo primo titolo italiano <sup>116</sup>.

Il 1923 è un anno speciale per la società e i tifosi: la famiglia Agnelli entra a far parte della società bianconera con Edoardo, figlio di Giovanni Agnelli, fondatore dell’azienda automobilistica FIAT, eletto nuovo presidente del club. Si tratta dell’inizio di un lungo sodalizio tra il club e la famiglia, ancora oggi detentrici delle redini dell’amata società <sup>117</sup>.

All’indomani della Seconda Guerra Mondiale la Juventus poteva vantare già un’importante mole di tifosi, un buon palmares sportivo e uno stadio innovativo e

---

<sup>115</sup> Giampiero Mughini, *Un sogno chiamato Juventus. Cento anni di eroi e vittorie bianconere*, Milano, Mondadori, 2004

<sup>116</sup> Ibidem

<sup>117</sup> Mario Pennacchia, *Gli Agnelli e la Juventus*, Milano, Rizzoli, 1985

capiente. Nel 1958, sotto la guida presidenziale di Umberto Agnelli, il club torinese vince il suo decimo scudetto con giocatori del calibro di Omar Sivori, Giampiero Boniperti e John Charles.

Nel 1966 la Juventus diventa S.p.A e nel 1971 Giampiero Boniperti, calciatore simbolo della squadra, viene eletto presidente, inaugurando uno dei cicli più vincenti della storia bianconera: “l’era Boniperti”. Sotto la guida tecnica di Trapattoni la squadra ottiene 9 scudetti, 3 Coppe Italia, 1 Coppa Uefa, 1 Coppa delle Coppe, 1 Coppa Intercontinentale e la storica quanto tragica Coppa dei Campioni dell’85, conquistata in seguito alla tragedia dell’Heysel, in cui la follia ultras costò la vita a 38 persone<sup>118</sup>. Sono gli anni di Zoff, Gentile, Cabrini, Scirea, Tardelli e Rossi, campioni che regalano ai bianconeri di Torino la seconda stella (1982) e che pochi mesi dopo rendono un’intera nazione orgogliosa, conquistando a Madrid la Coppa del Mondo con la Nazionale Azzurra. Ma sono anche gli anni di uno dei talenti più limpidi che la storia del calcio abbia conosciuto: Michel “Le Roi” Platini, che dal 1982 al 1987 incanta il comunale di Torino e vince 3 Palloni d’Oro consecutivi.

Nel 1990, mentre si inaugurava lo Stadio delle Alpi, costruito per ospitare i Mondiali di Italia 90, l’avvocato Vittorio Caissotti di Chiusano prese il posto di Giampiero Boniperti alla presidenza della società. Sono anni difficili sul versante sportivo, dove il Napoli di Maradona e il Milan di Sacchi dominano le scene nazionali e internazionali.

Il 1994 è un anno di svolta: il calcio è cambiato, è stato abolito il divieto dello scopo di lucro per le società sportive e ci si avvia progressivamente verso una gestione più manageriale, dando luogo a una trasformazione sempre più marcata da società sportiva a entità economica. La Juventus si allinea a questi standard e inaugura un nuovo, grande, ciclo dirigenziale con la c.d. “Triade”: Luciano Moggi (Dg), Roberto Bettega (Vice Presidente) e Antonio Giraudo (Ad) tesseranno le redini dell’impianto societario dal 1994 al 2006 portando il club a una lunga serie di successi. Arriveranno in totale 16 trofei, di cui 12 nazionali e 4 internazionali.

Tanti sono i nomi dei grandi campioni che hanno vestito la maglia bianconera in quegli anni: Baggio e Vialli negli anni della Champions League del 1996; Zidane e Vieri nel triennio precedente al 2000; Buffon, Nedved e Cannavaro negli anni successivi. Ma unico è il nome che più di tutti rimarrà nel cuore dei tifosi bianconeri: quel nome è

---

<sup>118</sup> Giampiero Mughini, *Un sogno chiamato Juventus. Cento anni di eroi e vittorie bianconere*, Milano, Mondadori, 2004

Alessandro Del Piero, uno dei talenti maggiori di sempre del calcio italiano e leggenda storica del club. Del Piero veste la maglia della Juventus per 19 stagioni, dal 1993 al 2012, con 705 presenze in gare ufficiali e 290 gol: è il giocatore ad aver giocato e segnato di più nella storia della squadra torinese <sup>119</sup>.

Nel frattempo la società procede il suo cammino verso l'affermazione come *entertainment e leisure group*: nel 2001 si quota in Borsa e acquisisce la Campi di Vinovo S.p.A, proprietaria di terreni su cui progetta di costruire il nuovo Centro Sportivo Juventus; nel 2003 finalizza un accordo per l'acquisizione del diritto di superficie per 99 anni dello Stadio delle Alpi, dove sarebbe nato il nuovo stadio di proprietà in grado di allineare le ambizioni del club a quelle delle grandi società inglesi; vengono intensificate le attività di *branding e merchandising*, sfruttando l'immagine e l'enorme audience detenuta dalla società e attivando leve di incremento dei ricavi, soprattutto collegate allo sfruttamento dei diritti televisivi e dei mezzi di comunicazione <sup>120</sup>.

Il 2006 segna un anno tragico per la società: è l'anno di Calciopoli. Il coinvolgimento della dirigenza Juventus nel più grande scandalo del calcio costa alla società la retrocessione in serie B, una penalizzazione di 9 punti, nonché la revoca degli scudetti vinti nelle stagioni 04/05 e 05/06. La sentenza decreterà poi la squalifica a vita di Luciano Moggi e Antonio Girardo, ritenuti i burattinai di un'organizzazione il cui scopo era quello di orientare i risultati delle partite del campionato di serie A a favore della Juventus <sup>121</sup>.

Gli effetti economici di quella sentenza sono stati catastrofici per la Juventus, riuscita a risollevarsi solo dopo un lungo processo di ristrutturazione societaria e sportiva. Dopo vari anni di transizione, che hanno visto il ritorno in A, nel 2010 sale ai vertici della società torinese Andrea Agnelli, nipote dello storico patron Juventus Giovanni Agnelli, sotto la cui guida inizia un nuovo capitolo della storia bianconera.

Nel 2011 viene inaugurato lo Juventus Stadium, gioiello di avanguardia e valore aggiunto per la società, prima in Italia a possedere uno stadio di proprietà sulla base del modello inglese di diversificazione dei ricavi. Conte è l'allenatore designato per riportare alla gloria la "Vecchia Signora". L'obiettivo viene centrato al primo colpo: la

---

<sup>119</sup> Fonte [www.lega-calcio.it](http://www.lega-calcio.it)

<sup>120</sup> [www.juventus.com](http://www.juventus.com)

<sup>121</sup> Giampiero Mughini, *Un sogno chiamato Juventus. Cento anni di eroi e vittorie bianconere*, Milano, Mondadori, 2004

Juventus vince il suo trentesimo scudetto. Nelle due stagioni successive la squadra si ripete, vincendo altre due volte il titolo e centrando il record storico di punti in un campionato: 102.

#### **4.1.2 L'IPO**

Le azioni ordinarie della Juventus Football Club S.p.A sono ammesse alla quotazione presso il Mercato Telematico Azionario il 3 Dicembre 2001, all'interno del segmento STAR.

La società arriva all'IPO con solide basi patrimoniali, finanziarie e strategiche, nonché con notevole prestigio sportivo, che fanno presagire un collocamento di successo tra la folla di investitori e un giudizio notevolmente positivo della comunità finanziaria.

In primis, il club nel 2001 deteneva un bacino di utenza enorme: si stima che la Juventus vantasse il primato di 17 milioni di tifosi in Europa, di cui 11 milioni in Italia, ossia più di un terzo della popolazione di soggetti interessati al calcio <sup>122</sup>. La società aveva il più importante palmares fra le società di calcio italiane con numerosi trofei, tra cui 25 scudetti, 9 Coppe Italia, 2 Champions League, 2 Coppe Intercontinentali.

Dal punto di vista strategico, il management, sfruttando i risultati sportivi positivi e il seguito di cui godeva il club, stava perseguendo una politica di valorizzazione del brand e promozione dell'immagine societaria, soprattutto nei paesi ad alto tasso di crescita e con notevoli potenzialità di spesa, cercando di cogliere ivi le occasioni legate all'incremento dei ricavi da merchandising. Inoltre notevole attenzione veniva dedicata allo sviluppo dei ricavi da diritti tv e agli introiti proveniente da pubblicità: l'obiettivo, come si legge dal prospetto informativo, era *“affermarsi come una vera e propria media company, pronta a far parte a pieno titolo della più grande industria dell'intrattenimento ed a cogliere le opportunità di sviluppo che potranno derivare dalla trasformazione in entertainment e leisure group”*.

A ciò si aggiungeva una politica strategica di diversificazione dei ricavi, tramite la messa in opera di due progetti importanti: l'acquisizione di un diritto reale dal Comune di Torino per la disponibilità per 99 anni dello Stadio delle Alpi al fine di ristrutturare l'impianto e le aree circostanti, realizzando attività commerciali e di intrattenimento

---

<sup>122</sup> Fonte : Sport+Markt

(dalle ceneri dello stadio sarebbe poi nato nel 2011 lo stadio di proprietà della società, lo Juventus Stadium); l'acquisizione della società Campi di Vinovo S.p.a, al fine di edificare sulle terre di proprietà di quest'ultima il Centro Sportivo Juventus, con campi da allenamento e attività per il tempo libero<sup>123</sup>.

A far da contorno a tale quadro, vi era una notevole cornice: una capacità reddituali senza eguali in Serie A. Come mostra il grafico sottostante, i ricavi della società erano cresciuti significativamente nel triennio 99-00-01, passando da 88 milioni a 171 milioni (+92%):

<b>Euro/Migliaia</b>	<b>30 giugno 1999</b>		<b>30 giugno 2000</b>		<b>30 giugno 2001</b>	
Ricavi da gare	17.833	20,1%	14.645	10,6%	12.835	7,5%
Ricavi da cessione diritti radio-televisivi	34.212	38,6%	83.167	60,3%	96.189	56,2%
Ricavi da sponsorizzazione e commerciali	23.993	27,0%	29.261	21,2%	45.795	26,8%
Altri ricavi	12.678	14,3%	10.954	7,9%	16.281	9,5%
<b>Totale</b>	<b>88.716</b>	<b>100%</b>	<b>138.027</b>	<b>100%</b>	<b>171.100</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaborazione Personale da Prospetto Informativo Juventus

Inoltre la società aveva ottenuto per cinque esercizi consecutivi un conto economico in Utile e negli ultimi tre esercizi consecutivi aveva distribuito dividendi, unico esempio tra le squadre italiane<sup>124</sup>. Ragione in più per gli investitori per valutare positivamente l'investimento.

In definitiva, la società si apprestava all'inizio delle negoziazioni con i migliori propositi.

Le negoziazioni cominciarono il 20 Dicembre 2001, con un Prezzo di Offerta stabilito a 3,7 Euro per Azione, e i risultati furono meno eccitanti di quanto ci si aspettasse, con una domanda che superò solo del 20% l'offerta di titoli messi in vendita<sup>125</sup>. Ma soprattutto il prezzo nell'*opening day* virò al ribasso rispetto a quello di IPO, con un prezzo di chiusura di 3,49 Euro e un volume di titoli scambiati pari a 7.301.500<sup>126</sup>.

<sup>123</sup> Prospetto Informativo Juventus S.p.A.

<sup>124</sup> Ibidem

<sup>125</sup> Bastianini C., Calcio in borsa: il caso Juventus, Amministrazione e Finanza, n.5/2003. Pg 39-44

<sup>126</sup> Fonte: Yahoo Finance

La composizione azionaria di Juventus Football Club S.p.A. prima della quotazione è rappresentata nel grafico sottostante, da cui emerge il controllo prevalente della società fiduciaria IFI S.p.A. , controllata al 100% da Giovanni Agnelli:

Azionista	Numero Azioni	% Capitale Sociale
IFI S.p.A.	102.019.100	98,09%
Antonio Giraudo	1.600.000	1,54%
Mercato	382.690	0,37%
<b>Totale</b>	<b>104.001.790</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaborazione Personale da Prospetto Informativo Juventus

L'operazione di IPO ha avuto ad oggetto l'offerta di **38.700.000** azioni ordinarie, del valore nominale di 0,1 Euro ciascuna, di cui <sup>127</sup>

- 16.930. 210 azioni di nuova emissione, provenienti da un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto d'opzione (46%)
- 21.769.790 azioni esistenti, poste in vendita da IFI S.p.A e dall'AD Antonio Giraudo (56%)

A queste vanno aggiunte le n. **5.085.000** azioni cedute da IFI a Banca IMI, acquistate tramite l'esercizio della *greenshoe option*. . Un totale, quindi, di n. **44.505.000** azioni <sup>128</sup>.

Il controvalore totale dell'Offerta Globale è stato pari a **164.6 mln/euro**, di cui solo 62 milioni tuttavia sono finiti nelle tasche della società, come si legge dalla Relazione Trimestrale al 31 Dicembre.

La capitalizzazione di borsa della società fu pari a **447 milioni di euro** circa, essendo il capitale post-IPO composto da n.120.932.000 azioni <sup>129</sup>.

In particolare l'Offerta Globale è avvenuta mediante la scomposizione dell'IPO in due categorie principali :

1. Un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS) pari al 35% delle azioni (13.545.000) è stata rivolta al pubblico indistinto

<sup>127</sup> Prospetto Informativo Juventus S.p.A.

<sup>128</sup> Fonte: Borsa Italiana

<sup>129</sup> Fonte: Borsa Italiana

2. Un contestuale collocamento istituzionale, pari al 75% delle azioni (25.155.000), rivolto agli investitori istituzionali

I ruoli di Coordinatore dell'Offerta Globale, Responsabile del Collocamento, Sponsor e *Specialist* furono affidati a Banca IMI, mentre Merrill Lynch e Banca IMI congiuntamente svolsero il ruolo di *Lead Manager* e *Bookrunner* del collocamento istituzionale.

In seguito all'IPO, il capitale sociale della Juventus risultò pari a **12.093.200 mln/euro**, diviso in 120.932.000 azioni del valore nominale di 0,1 euro <sup>130</sup>. La composizione della compagine azionaria si modificò sensibilmente <sup>131</sup> :

Azionista	Capitale Sociale post IPO	%	Numero Azioni Post IPO
IFI S.p.A.	7.604.204 mln/€	62.88%	76.044.310
Mercato	4.488.996 mln/€	37.12%	44.887.690
<b>Totale</b>	<b>12.093.200 mln/€</b>	<b>100%</b>	<b>120.932.000</b>

Fonte: Elaborazione Personale da Prospetto Informativo Juventus

Circa il 37% del capitale sociale, quindi, era rappresentato adesso da flottante liberamente negoziabile sull'MTA, in linea col requisito del 35% richiesto per l'ammissione al segmento STAR.

Il prezzo di 3,7 euro per azione ebbe, probabilmente, un effetto deterrente sulla comunità finanziaria e fu ritenuto da molti eccessivo rispetto alla valutazione dei principali *comparables*. Inoltre a smorzare gli entusiasmi degli investitori vi era l'esperienza non proprio positiva delle altre italiane in borsa che, come vedremo, facevano registrare performance fortemente volatili e corsi azionari al ribasso rispetto ai prezzi di IPO, svelando ai mercati la forte instabilità del mondo del calcio in borsa. Tali fattori, aggravati dallo scetticismo di un evento destabilizzante per l'intero mondo economico come il crollo delle Twin Towers, portarono a risultati parzialmente negativi per l'IPO, o quantomeno minori rispetto alle forti aspettative della società e della comunità finanziaria.

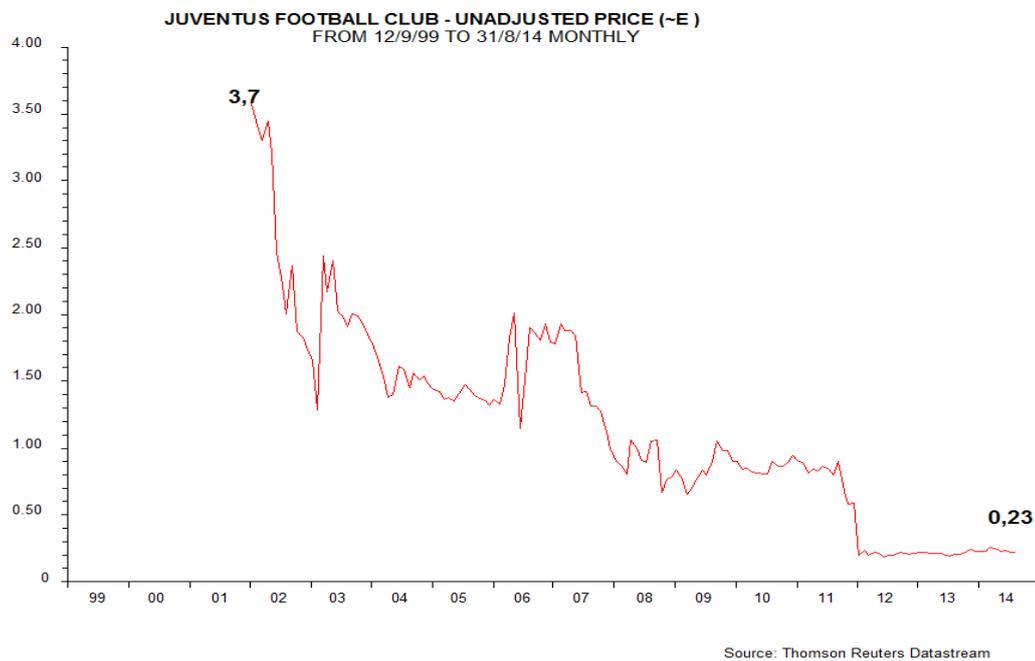
<sup>130</sup> Juventus Football Club S.p.A. , *Relazione trimestrale al 31 Dicembre 2001*, [www.juventus.com](http://www.juventus.com)

<sup>131</sup> Prospetto Informativo Juventus S.p.A.

### 4.1.3 Analisi dell'andamento del titolo<sup>132</sup>

Presentiamo di seguito una breve analisi dell'andamento del prezzo azionario del titolo Juventus, al fine di evidenziarne le caratteristiche e l'evoluzione storica, cercando di cogliere evidenze che possano fornire supporto alla nostra tesi.

Di seguito viene presentato il grafico che illustra l'andamento del titolo dal giorno della quotazione (20 Dicembre 2001) al 31/08/2014:



Emerge un trend fortemente negativo: dal prezzo di quotazione dell'*opening day* di 3,70 Euro il valore delle azioni è sceso a 0,23 Euro, facendo registrare un calo percentuale del 92%.

Ulteriore elemento di analisi è costituito dal raffronto tra l'andamento del titolo, e l'indice FTSE MIB, rappresentativo del mercato azionario italiano:

<sup>132</sup> Tutti i dati a cui si fa riferimento in questo paragrafo sono stati reperiti dal database finanziario Datastream. Laddove si sia utilizzata una fonte bibliografica differente, sarà specificatamente indicato.



Fonte: Yahoo Finance

Anche in questo caso si evidenziano i risultati prettamente negativi dell'azione, che ha ceduto dal momento della quotazione ad oggi più del 90% del suo valore, rispetto al FTSE MIB, che fa registrare un calo nettamente più contenuto del 40%.

Concentrandoci sull'andamento del prezzo azionario, emerge come il trend evolutivo del titolo sia stato fin dai primi anni negativo: basti pensare che il prezzo di quotazione è stato anche il prezzo massimo registrato.

In questo caso gli entusiasmi iniziali della quotazione, già dimostratisi più contenuti rispetto agli altri due club italiani, lasciano subito spazio allo scetticismo. Il 2002 è un anno fortemente negativo per il titolo che, come si vede dal grafico, comincia una lenta e inesorabile discesa: da 3,55 Euro di inizio anno, l'azione chiude il 2012 a 1,57 Euro, dimezzando praticamente il suo valore (-55%).

È interessante notare come, paradossalmente, il giorno successivo alla vittoria dello scudetto, 5 Maggio 2002, il valore delle azioni subisce un brusco calo che continua progressivo fino alla fine dell'anno:



Fonte: Yahoo Finance

Il grafico sopra riportato illustra la performance del titolo durante l'anno 2002. In particolare si vede come nel mese di Maggio il titolo cominci a perdere progressivamente valore, dopo aver raggiunto picchi massimi annui nel mese di Aprile (3,6 Euro). Il fenomeno si ripeterà anche nel 2003, 2005, 2006 e nel triennio 2012-2014, stagioni in cui la Juventus si laurea campione d'Italia. Tale fenomeno si può spiegare con l'evidenza che la vittoria dello scudetto, nell'immediato periodo si configura come un costo per la società, che tipicamente corrisponde premi monetari stabiliti contrattualmente agli atleti e ai dirigenti, senza incassare montepremi in denaro o bonus vittoria dalla Lega.

Il 2003, il 2004 e il 2005 si chiudono tendenzialmente in pareggio, ma con il titolo che resta soggetto pur sempre a notevoli oscillazioni e a una forte volatilità.

Il 2006 merita un'attenta analisi, poiché è l'anno in cui si verifica lo scandalo Calciopoli, in cui la Juventus risulta la principale implicata: dall'inizio del 2006 il titolo è caratterizzato da un andamento molto positivo dei prezzi, accompagnato da un incremento di volatilità, in linea con i trend degli anni precedenti e in virtù delle aspettative crescenti sulla vittoria del campionato, dominato fino a quel momento dai bianconeri. In particolare da inizio anno al 9 Maggio il titolo guadagna l'80%. A partire dalla seduta del 10 Maggio, in concomitanza con lo scoppio dello scandalo e dei relativi eventi giudiziari che vedono coinvolti i dirigenti della società, il prezzo del titolo comincia un trend discendente, facendo registrare un netto -11% rispetto al giorno precedente.

Tuttavia, a partire dalla seconda metà del mese di giugno, l'aspettativa di una sanzione più mite rispetto a quella attesa e la presenza di incassi rilevanti dovuti alla cessione dei

calciatori più importanti permettono la ripresa delle quotazioni del titolo, che chiude l'anno a 1,76, addirittura facendo registrare un +20% .



Fonte: Yahoo Finance

Il 2007 fa registrare un netto calo del prezzo azionario, che a inizio anno è pari a 1,76 Euro, mentre al 31/12 è pari a 0,98 Euro: -44%. Un tale calo del corso del titolo si ritrova anche nel 2011, che inizia con il titolo che prezza 0,98 Euro e si chiude con un preoccupante 0,30 Euro per azione, con un rendimento annuo di -70%.

È interessante cercare di indagare le cause di tali oscillazioni significative: in entrambe i casi la causa del calo di prezzo repentino può essere attribuita ad un aumento di capitale.

Nel primo caso, relativo al 2007, il declino del corso azionario avviene a partire dal 24 Maggio, data in cui la Consob autorizza l'Aumento di capitale di 100 milioni progettato dalla società, e si stabilizza l'8 giugno, ultimo giorno utile per l'esercizio del diritto di opzione per la sottoscrizione dell'aumento: durante questo periodo il titolo perde circa il 30% (da 1.98 Euro a 1,40 Euro). È tuttavia, necessario sottolineare, come sul corso azionario gravassero anche le nefaste aspettative circa i risultati di bilancio, che sarebbe stato approvato a breve, e su cui gravavano gli svantaggi derivanti dalla retrocessione in serie B. Basti pensare che quell'anno la Juventus fece registrare un calo del fatturato di 40 milioni di euro rispetto ai 180 milioni dell'anno precedente (-27%).

Nel secondo caso, relativo al 2011, il brusco calo azionario si verifica a partire dal 15 dicembre, data in cui la Consob autorizza l'Aumento di Capitale di 120 milioni deciso dai vertici aziendali.

In particolare, da un prezzo di 0,6 Euro per azione, si passa a un prezzo di 0,29 euro per azione, con una discesa del 50%.

Gli aumenti di capitale sono tipicamente percepiti dal mercato in senso negativo, poiché nella maggior parte dei casi danno vita a fenomeni di diluizione del capitale, che fanno drasticamente abbassare il valore delle azioni degli investitori che non sottoscrivono l'aumento.

## 4.2 L'IPO della S.S. Lazio

### 4.2.1 *Evoluzione storica della società*

La società sportiva Lazio viene fondata il 9 gennaio 1900, in Piazza della Libertà a Roma, da un gruppo di 9 ragazzi romani, tutti praticanti lo sport del podismo, rappresentati dal giovane bersagliere Luigi Bigiarelli, con l'obiettivo di creare la prima società polisportiva della capitale <sup>133</sup>.

Originariamente il nome della società era quello di Società Podistica Lazio, mutato in S.S. Lazio nel 1925. Il simbolo era l'aquila, stendardo delle legioni romane, e i colori bianco e celeste, in onore della patria dello sport per eccellenza, la Grecia <sup>134</sup>.

Nei primi anni la compagine romana svolge l'attività calcistica solo a livello locale e solo nel 1908 si affilia alla Federazione Italiana di Football, facendo riscontrare i primi successi nei campionati Centro-Meridionali e partecipando più volte alle finali nazionali, senza tuttavia ottenere vittorie, contro i più blasonati club del Nord-Italia <sup>135</sup>.

Nel 1927 la Lazio partecipa al primo campionato di serie A e negli anni trenta ottiene discreti risultati sportivi, guidata dal più prolifico attaccante italiano di sempre, Silvio Piola.

Gli anni 40 e quelli posteriori al secondo conflitto mondiale sono altalenanti e solo nel 1958 i biancocelesti ottengono il loro primo trofeo: la Coppa Italia. Successo che tuttavia rimane isolato tra molte prestazioni di medio livello e le due retrocessioni del 61' e del 71'.

---

<sup>133</sup> Sergio Barbero, *Lazio. Il lungo volo dell'aquila*, Graphot, 1999, [ISBN 88-86906-19-6](#)

<sup>134</sup> [www.sslazio.it](http://www.sslazio.it)

<sup>135</sup> Sergio Barbero, *Lazio. Il lungo volo dell'aquila*, Graphot, 1999, [ISBN 88-86906-19-6](#)

Nel 1972 la società capitolina ritorna nella massima serie e, sorprendentemente, sfiora il titolo nazionale, competendo ad alti livelli con le grandi squadre dell'epoca, Juventus e Milan. Si tratta di segnali che lasciano presagire un futuro glorioso .

Nella stagione 73'-74', infatti, la S.S. Lazio vince il suo primo titolo di Serie A: guidata da mister Maestrelli e dalla presidenza di Lenzini, c'è una squadra trascinata dai gol di uno dei più rappresentativi calciatori della storia laziale, Giorgio "Long Jhon" Chinaglia<sup>136</sup>.

Gli anni successivi allo scudetto sono costellati da innumerevoli peripezie e disgrazie, dalla mancata partecipazione alla coppa dei Campioni per gli incidenti in campo e sugli spalti nella gara di Coppa Uefa dell'anno precedente con l'Ipswich, alla malattia e poi la morte di Maestrelli, dalla partenza di Chinaglia per gli Usa alla tragedia di Luciano Re Cecconi, assassinato per sbaglio<sup>137</sup>.

A queste si aggiunge nel 1980 lo scandalo delle scommesse sportive noto come Totonero, che vede la Lazio retrocessa nella serie cadetta a causa del coinvolgimento di alcuni suoi tesserati. Sono gli anni più cupi della storia della compagine capitolina, che fatica a restare nella massima serie, vige in un clima perenne di crisi finanziaria e viene nuovamente colpita dal secondo filone d'inchiesta dello scandalo Totoscommesse, che la porterà quasi alla retrocessione in serie C, scongiurata solo agli spareggi grazie al prezioso apporto di mister Eugenio Fascetti<sup>138</sup>.

Nel 1988 si insedia come presidente Gianmarco Calleri, che ha l'importante merito di ricostituire la solidità finanziaria ed economica del club riportandolo ai massimi livelli competitivi.

Ma è il 1992 l'anno della svolta: l'imprenditore romano Sergio Cragnotti, già proprietario dell'azienda alimentare Cirio, acquisisce la proprietà del club e da inizio all'era di maggior prestigio sportivo della storia biancoceleste.

La Lazio raggiunge subito storici traguardi: cinque qualificazioni Uefa consecutive, arrivando una volta seconda (stagione 1994/95), due volte terza (stagione 1993/94 e stagione 1995/96), una volta quarta (stagione 1996/97) e una volta quinta (stagione 1992/93)<sup>139</sup>.

---

<sup>136</sup> Franco Melli, *La storia della Lazio*, Roma, L'airone Editrice, 2005

<sup>137</sup> Ibidem

<sup>138</sup> Ibidem

<sup>139</sup> [www.sslazio.it](http://www.sslazio.it)

Nel 1998-99 la Lazio vince la Coppa Italia, la Coppa delle Coppe e arriva in finale di coppa Uefa. Diventa, inoltre, il primo club calcistico italiano a quotarsi in borsa. Nel 1999 il club ottiene il suo secondo storico successo europeo, la Supercoppa Uefa, battendo il forte team inglese del Manchester United.

Nella stagione 1999-2000 il club conquista un traguardo significativo: vince il suo secondo campionato di serie A e si aggiudica anche la Coppa Italia <sup>140</sup>.

Sono gli anni del vincente tecnico svedese Eriksson e di campioni senza tempo come Vieri, Mihajlovic, Veron, Crespo e Nesta. Il vincente ciclo è, tuttavia, destinato ad esaurirsi.

Il 2002, infatti, è l'anno del crack Cirio: il presidente Cragnotti svende tutti i campioni della squadra per ripianare i debiti della sua azienda alimentare e, pochi, mesi dopo è costretto a vendere la proprietà del club a un pool di banche azioniste capeggiate da Capitalia. L'attenta gestione del presidente Ugo Longo permette, nonostante i problemi economici mai superati, di mantenere un profilo sportivo discreto e nel 2004 arriva, a sorpresa, la quarta Coppa Italia, vinta dalla squadra di mister Mancini contro la Juventus<sup>141</sup>.

Nonostante ciò, la situazione finanziaria del club rasenta il fallimento e sono necessari due aumenti di capitale sottoscritti quasi interamente dai tifosi per evitare la banca rotta. In questo quadro societario dissestato e fallimentare, subentra la figura dell'imprenditore romano Claudio Lotito, che nel 2004 diventa proprietario della quota maggioritaria del capitale dell'S.S. Lazio e riporta la situazione finanziaria del club a livelli accettabili, transando il debito con il Fisco e praticando un'oculata politica di riduzione dei costi e di incremento dei ricavi <sup>142</sup>.

I risultati sportivi degli anni successivi sono medio-alti: discreti piazzamenti in campionato e nel 2009 la conquista della quinta Coppa Italia e della Supercoppa Italiana. Ma soprattutto, il trofeo più caro ai tifosi biancocelesti: la sesta Coppa Italia, ottenuta nel 2012 all'Olimpico, contro gli odiati rivali dell'A.S.Roma.

---

<sup>140</sup> [www.sslazio.it](http://www.sslazio.it)

<sup>141</sup> Franco Melli, *Saga biancazzurra. La Lazio, Cragnotti, il nuovo potere*, Roma, Limina, 2000

<sup>142</sup> [www.sslazio.it](http://www.sslazio.it)

Ad oggi la struttura societaria della società è la seguente:



Fonte: elaborazione personale dal sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

La società Lazio Events Srl è controllata da Claudio Lotito, mentre è stata scorporata dalla SS Lazio S.p.A. la Lazio Marketing & Communication S.p.A. , la quale si occupa della gestione del brand del club biancoceleste e delle attività immobiliari e commerciali.

#### 4.2.2 L'IPO

Le azioni della S.S. Lazio sono ammesse alla quotazione presso il mercato regolamentato il 15 Aprile 1998, dopo un percorso di crescita e sviluppo promosso dal presidente e azionista di maggioranza Sergio Cragnotti.

L'obiettivo della quotazione fu primariamente quello di ricercare un'importante e continua fonte di finanziamento in grado di ripianare l'indebitamento eccessivo che gravava sulla struttura patrimoniale della società capitolina. Tuttavia, considerando i risultati stessi dell'operazione, si ritiene che una delle principali finalità sia stata quella di apportare risorse di capitale alla holding di Sergio Cragnotti, la Cirio S.p.A., in perenne deficit economico e con un indebitamento consistente che gravava sul bilancio.

Di lì a pochi anni, la Cirio avrebbe fatto riscontrare uno dei crack più tristemente celebri della storia aziendale italiana<sup>143</sup>.

La Lazio si presentava, quindi alla quotazione, con una situazione patrimoniale tutt'altro che esaltante. Un indebitamento di 103 miliardi di lire, un fatturato di 53 miliardi di lire quasi completamente assorbito dai costi, con un utile netto nella stagione 1997 di soli 251 milioni di lire. La bottom line era positiva solo grazie a una serie di proventi straordinari che riequilibravano i margini di CE, laddove l'operatività dell'azienda faceva registrare da anni perdite consistenti<sup>144</sup>. In particolare, tra i proventi straordinari rientravano le plusvalenze derivanti dalla cessione dei calciatori, che nel 1997 ammontavano a 27 miliardi di lire. Nonostante le infauste premesse, il management si dichiarava fortemente ottimista: *“Dopo sei anni di lavoro, con grossi risultati, si è finalizzato il mio progetto-dichiarò Cragnotti - Sì, c'è un indebitamento di 103 miliardi, ma si deve parlare di netto perchè nelle casse della società ci sono 40 miliardi di liquidità. Per i restanti 60 si provvederà attraverso l'azzeramento frutto dell'aumento di capitale pari a 50 miliardi ormai imminente. La Lazio è una società che si offre al mercato con un indebitamento pari a zero ed è da due anni che realizza utili, non eclatanti è vero, ma che comunque mostrano conti in pareggio”*<sup>145</sup>.

In effetti, a bilanciare risultati economico-finanziari non eccellenti, c'era un quadro strategico e gestionale promettente:

- L'aumento rilevante del valore dei contratti di vendita dei diritti televisivi faceva presagire un consistente innalzamento dei ricavi nei prossimi esercizi. Infatti, fino ad allora l'attività di cessione dei diritti televisivi era gestita in maniera accentrata dalla Lega, garantendo un sistema di ripartizione mutualistica dei proventi che cercava di equilibrare la suddivisione degli introiti anche per i club minori. La riforma del mercato dei diritti tv aveva introdotto, tuttavia, a partire dalla stagione 99-00 la gestione autonoma per i club, con prospettive di crescita dei proventi fino a 40 miliardi di lire per la Lazio<sup>146</sup>.
- La società aveva concluso l'acquisto di un asset immobiliare quale il centro sportivo di Formello in grado di solidificare la struttura patrimoniale e si

---

<sup>143</sup> Malagutti, I conti truccati del calcio italiano, Carocci, Roma, 2000

<sup>144</sup> Falsanini G., Giangrieco E., Le società di calcio del 2000: dal marketing alla quotazione in borsa, Rubbettino, 2001

<sup>145</sup> Da La Repubblica del 20 aprile 1998

<sup>146</sup> Dal Corriere della Sera del 21 aprile 1998

apprestava già da tempo a varare un piano di sviluppo e costruzione di uno stadio di proprietà, in linea con la strategia di diversificazione dei ricavi prevalente nel campionato inglese

- I risultati sportivi raggiunti nei mesi precedenti erano entusiasmanti e la campagna acquisti aveva arricchito il parco giocatori con importanti campioni : tali fattori contribuirono a creare un clima di ottimismo ed entusiasmo attorno alla società
- Il vantaggio del *first-mover*: la Lazio era il primo club italiano a sbarcare sui mercati azionari. In tal senso si configurò l'opportunità di sfruttare a pieno la passione dei numerosi tifosi che i biancocelesti detenevano all'epoca in Italia, canalizzando il loro entusiasmo nell'acquisto dei titoli azionari del club.

Ponendo mente a tali considerazioni, si capisce come il 6 Maggio 1998, primo giorno di contrattazione a Piazza Affari per il titolo, i risultati furono più che positivi: il Prezzo di IPO fissato era pari a 5.900 Lire, e alla fine della giornata di contrattazioni il titolo chiuse a 6.557 Lire, registrando un aumento del 11,5% e scambi per oltre 9 milioni di azioni. Inoltre, la richiesta di titoli fu pari a 10 volte la quantità offerta per le azioni riservate al pubblico indistinto (54,6 milioni di azioni da parte di 43.845 investitori) e di 6 volte superiore alle azioni riservate agli investitori istituzionali (82 milioni di azioni da parte di 124 investitori)<sup>147</sup> .

Vediamo più approfonditamente le caratteristiche dell'offerta.

L'operazione di IPO ha avuto ad oggetto circa N. 20.000.000 di azioni ordinarie, di cui:

- 10.000.000 azioni di nuova emissione, provenienti da un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto d'opzione
- 10.000.000 azioni circa messe in vendita dall'azionista di maggioranza Cirio Holding S.p.A.

Il controvalore è stato, quindi, di circa 118 miliardi di lire, che in virtù della struttura dell'operazione è affluito esclusivamente per 59 miliardi nelle casse della S.S.Lazio, laddove le restanti risorse finanziarie raccolte hanno incrementato la liquidità dell'azionista di controllo Cirio S.p.A.<sup>148</sup> .

La composizione della compagine azionaria della S.S. Lazio in seguito alla quotazione sui mercati si modifica, come riportato dalla tabella sottostante:

---

<sup>147</sup> Malagutti, I conti truccati del calcio italiano, Carocci, Roma, 2002

<sup>148</sup> Ibidem

<b>Azionista</b>	<b>%</b>	<b>Numero Azioni Post IPO</b>
Cirio Holding S.p.A	56,75%	26.242.000
Mercato	43,25%	20.000.000
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>46.242.000</b>

*Fonte: elaborazione personale*

In particolare, notiamo come, in seguito all'IPO, il numero di azioni sia aumentato a 46,2 milioni, ognuna del valore di 5.900 lire, con un valore di mercato, quindi, pari a 272 miliardi di lire. Si evince, inoltre, come sia stato collocato sul mercato il 43,25% del capitale sociale<sup>149</sup>

Inoltre, l'Offerta Globale è avvenuta mediante la scomposizione dell'IPO in due categorie principali<sup>150</sup>:

1. Un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS) pari al 25% delle azioni (5.000.000) è stata rivolta al pubblico indistinto
2. Un contestuale collocamento istituzionale, pari al 75% delle azioni (15.000.000), rivolto agli investitori istituzionali

Il ruolo di *Global Coordinator* e *Bookrunner* dell'operazione è stato svolto da Banca IMI.

I risultati dell'IPO della Lazio permisero a Sergio Cragnotti di ripagare, in parte i debiti della sua holding, in parte i debiti della già dissestata S.S.Lazio. Di conseguenza, le attese circa la possibilità di investire le risorse reperite dai mercati in un processo di diversificazione dei ricavi e crescita aziendalistica del club capitolino furono largamente disattese. Di fatti, la liquidità ottenuta a Piazza Affari fu totalmente utilizzata per ridurre l'indebitamento derivante da una campagna acquisiti dispendiosa e da una gestione poco oculata.

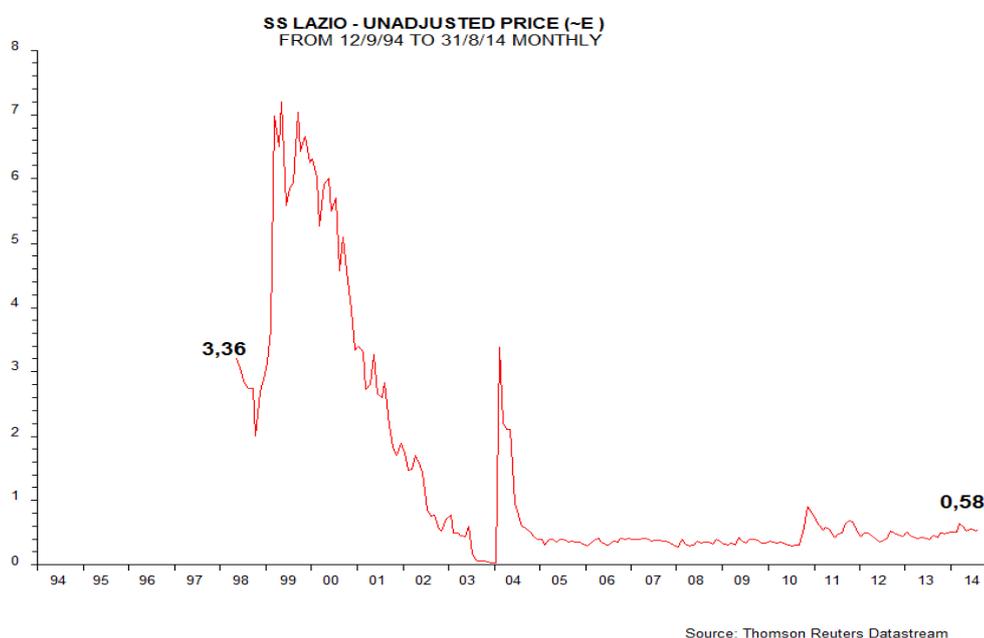
<sup>149</sup> Da La Gazzetta dello Sport del 26 aprile 1998

<sup>150</sup> Falsanini G., Giangrieco E., *Le società di calcio del 2000: dal marketing alla quotazione in borsa*, Rubbettino, 2001

#### 4.2.3 Analisi dell'andamento del titolo <sup>151</sup>

Di seguito effettueremo un'analisi dell'andamento dei prezzi delle azioni SS Lazio a Piazza Affari, prendendo in riferimento il periodo storico che va dall'IPO della società (Maggio 1998) al 31/08/2014.

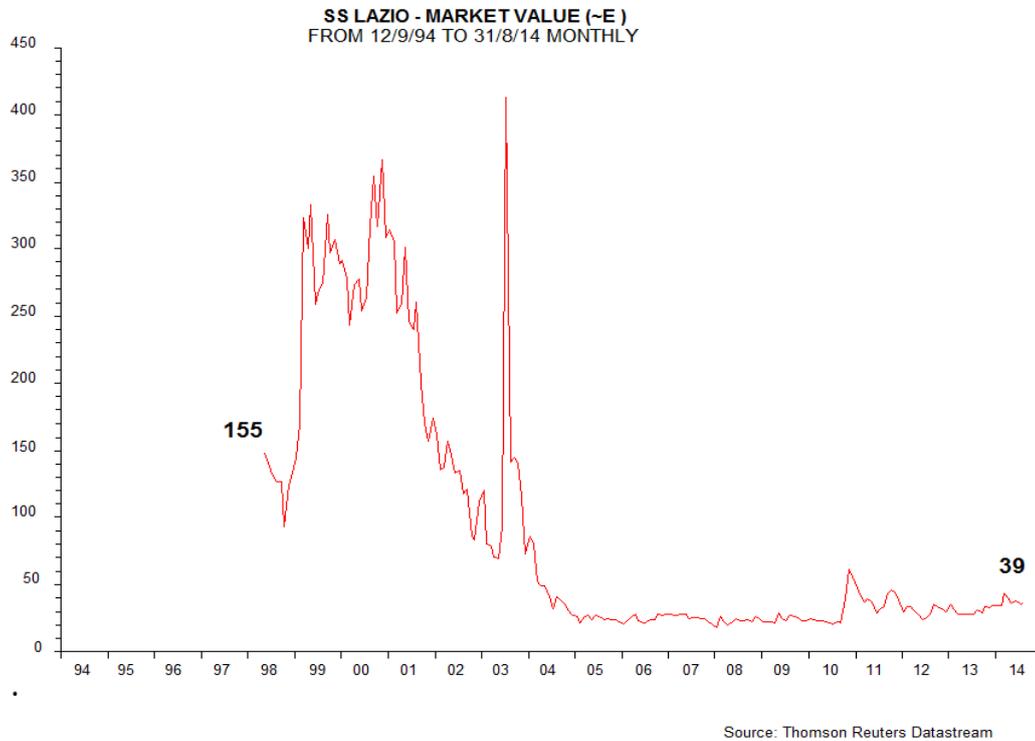
In particolare presentiamo, di seguito, un grafico che illustra l'andamento del titolo (*Unadjusted Price*) dalla quotazione ad oggi:



Come emerge dal grafico la performance in valore assoluto del titolo è strettamente negativa. Alla conclusione del primo giorno di contrattazione l'azione SS Lazio aveva un valore di mercato di 3,36 Euro, laddove al 31 Agosto 2014 fa registrare un prezzo di 0,57 Euro: un rendimento totale fortemente negativo, pari al -83%. In altri termini, come possiamo notare dal grafico seguente, la Lazio ha bruciato nell'arco dell'orizzonte temporale di permanenza sui mercati finanziari circa 120 milioni di Euro

<sup>151</sup> Tutti i dati a cui si fa riferimento in questo paragrafo sono stati reperiti dal database finanziario Datastream. Laddove si sia utilizzata una fonte bibliografica differente, sarà specificatamente indicato.

di capitalizzazione, con evidente danno per gli azionisti che hanno puntato stabilmente sulla detenzione del titolo in portafoglio.



Ulteriore elemento di analisi può essere costituito dal raffronto tra l'andamento del prezzo del titolo SS Lazio e l'evoluzione dell'indice FTSE MIB, rappresentativo del mercato italiano:



Dal momento della quotazione ad oggi, il titolo ha bruciato circa il 60% del suo valore, a fronte di una perdita del FTSE MIB pari a circa il 25%.

Analizzando più attentamente l'andamento del titolo si può notare come durante i primi anni di quotazione i risultati siano stati più che positivi.

In particolare alla fine del 1999, il valore del titolo faceva registrare un secco 6,25 con un valore quasi raddoppiato rispetto al prezzo di quotazione, dopo aver raggiunto il massimo storico di 9,12 Euro per azione nel Febbraio 1999. I risultati positivi del primo anno possono essere motivati in parte con l'entusiasmo che aveva accompagnato la quotazione del primo club calcistico in Italia, in parte con le performances sportive eccellenti del club, che nel Maggio 1999 era saldamente al comando del campionato di Serie A, sfumato all'ultima giornata a favore della Juventus.

Tuttavia, passato l'entusiasmo iniziale, a partire dall'anno 2000 il titolo comincia una brusca discesa che raramente vedrà inversioni di tendenza: nonostante la vittoria dello scudetto e della Coppa Italia nella Maggio del 2000 e nonostante la campagna acquisti notevole intrapresa dalla società pochi mesi dopo, gli investitori riservano poca fiducia a un titolo che sembra eccessivamente volatile e instabile. Il 2000 si apre con un prezzo di 6,25 Euro e si chiude con un prezzo di 3,33 Euro: il titolo azzerava tutti i guadagni conseguiti fino a quel momento, con un rendimento annuo pari al -50%.

Il 2001 si apre con un prezzo di 3,33 e si chiude con un prezzo di 1,76 (-47%), mentre il 2002 fa registrare una performance annua ancora negativa pari a -60%. Il 2003 è un anno nero: il titolo al 31 Dicembre vale 4 centesimi di euro, con un rendimento annuo pari a -94%: i bilanci della società sono in rosso e molti segnali fanno presagire il fallimento. Tuttavia, come possiamo notare dal picco che emerge dal grafico, l'aumento di capitale approvato il 17 gennaio 2004 dà nuovo impulso all'andamento azionario, facendo impennare il prezzo a 2,96 Euro e garantendo buone performance borsistiche nei giorni successivi. Nel marzo 2004 però, Cragnotti, presidente della società, viene arrestato per il crac Cirio, che è anche azionista di maggioranza della Lazio: il titolo viene sospeso dalla contrattazione e, anche a causa della mancata qualificazione in Champions League, nel maggio 2004 fa registrare un brusco calo, che riporta il prezzo a valori molto bassi, attestandosi a fine 2004 a 0,40 Euro.

Da quel momento in poi, il titolo è caratterizzato da un andamento tendenzialmente stabile, seppur non entusiasmante. La gestione del presidente Lotito si caratterizza per

equilibrio ed economicità e, a discapito di performances sportive non entusiasmanti, gli investitori apprezzano la condotta oculata dell'imprenditore romano. L'unico picco rilevante che possiamo evidenziare è quello che porta nell'ottobre 2010 il valore dell'azione da 0,4 Euro a 1,55 Euro: tale fenomeno può spiegarsi, ancora una volta per questa categoria di strumenti, con i risultati sportivi: la Lazio, inaspettatamente, era al vertice della classifica del campionato.

### **4.3 L'IPO della A.S. Roma**

#### ***4.3.1 "La Lupa": evoluzione storica della società***

L'Associazione Sportiva Roma nacque il 22 Luglio 1927, in via degli Uffici del Vicario, dalla fusione di tre società calcistiche romane: la Fortitudo-Pro Roma, l'Alba-Audace e la Roman Football Club. L'obiettivo dell'On. Italo Foschi, che assunse la direzione del progetto di unificazione e divenne primo presidente della società, era quello di creare un unico team in grado di competere con le grandi potenze calcistiche del Nord. Il simbolo societario scelto fu la lupa capitolina, mentre i colori quelli del Gonfalone del Campidoglio: il giallo e il rosso <sup>152</sup>.

I giallorossi, sin dai primi campionati, occupano stabilmente le parti alte della classifica, esordendo già nel 1931 in Coppa dell'Europa Centrale e raggiungendo la finale di Coppa Italia 1936-37: sono gli anni del famoso campo di Testaccio, che ospitò le partite casalinghe dei giallorossi dal '27 al '40 <sup>153</sup>.

Nella stagione 1941-42 la Roma allenata da Alfred Schaffer conquista il suo primo scudetto, vincendo per 2-0 la gara dell'ultima giornata contro il Modena, mentre gli anni successivi sono caratterizzati dal triste conflitto bellico e da risultati sportivi altalenanti, con la retrocessione del '50 e risultati medio-alti nel decennio successivo <sup>154</sup>.

Gli anni 60 regalano importanti successi ai giallorossi: arriva il primo e unico trofeo internazionale della storia, la Coppa delle Fiere, e la vittoria di due Coppe Italia, nel '64 e nel '69, con la squadra allenata dal "mago" Herrera. A dispetto di ciò, la società attraversa una grave crisi finanziaria: solo la cessione di importanti campioni e l'intervento di risanamento finanziario del presidente Evangelisti, che trasforma la

---

<sup>152</sup> Izzi M., Valitutti F., *Cronologia della grande Roma*, Roma, Newton Compton, 2001

<sup>153</sup> [www.asroma.com](http://www.asroma.com)

<sup>154</sup> *Ibidem*

società in S.p.A., permettono la sopravvivenza. Gli anni '70 sono caratterizzati da risultati modesti.

Nel 1979 diventa presidente Dino Viola, che modifica radicalmente l'assetto societario e la gestione della squadra: verrà ricordato come uno dei presidenti più vincenti e amati della storia giallorossa. Panchina a Niels Liedholm, che vincerà 3 Coppe Italia e il secondo scudetto nel 1983, arrivando a disputare nell'84 la finale di Coppa dei Campioni, persa all'Olimpico di Roma contro gli inglesi del Liverpool. Erano gli anni di Falcao, Ancelotti, Pruzzo e Conti, una delle compagini più forti viste all'ombra del Colosseo<sup>155</sup>.

Gradualmente, la Roma di Viola perde competitività, riuscendo tuttavia a conquistare due ulteriori Coppe Italia, nell'85-86 e nel 1991, e a giungere in finale di Coppa UEFA con l'Inter nel 1991, perdendo<sup>156</sup>.

Nel 1993 la società viene acquistata da Franco Sensi, che con gli opportuni investimenti la rinforza tecnicamente, ottenendo tuttavia scarsi risultati nei primi anni, in cui si succedono sulla panchina Vujadin Boskov, il trasteverino Mazzone, l'argentino Carlos Bianchi e Zeman, il rude boemo mai davvero vincente. Nel frattempo, nasce una stella: dal vivaio romanista Boskov pesca un giovane romano dalle prospettive notevoli e dal carattere schivo e nel 1993, negli ultimi minuti di un Brescia-Roma lo fa esordire in serie A. Quel giovane porta il nome di Francesco Totti, il più grande calciatori della Roma di tutti i tempi, nonché uno dei più importanti talenti del calcio italiano<sup>157</sup>. Il 1999 può essere considerato come un anno di svolta: arriva sulla panchina giallorossa il tecnico più vincente di quegli anni, don Fabio Capello, che nel 2000-01 regala alla Roma il suo terzo scudetto: la squadra allenata da don Fabio è di tutto rispetto, con campioni del calibro di Totti, Batistuta, Emerson, Montella. Pochi mesi dopo viene conquistata anche la Supercoppa Italiana. Gli anni successivi sono caratterizzati da risultati discreti.

Nell'estate del 2005 la dirigenza individua in Luciano Spalletti l'allenatore giusto per il riscatto. Il tecnico otterrà il secondo posto alla sua prima stagione, ma solo dopo la sentenza Calciopoli, scandalo da cui la Roma è rimasta del tutto estranea. In quegli anni

---

<sup>155</sup> Izzi M., Valitutti F., *Cronologia della grande Roma*, Roma, Newton Compton, 2001

<sup>156</sup> Ibidem

<sup>157</sup> Fernando Acitelli, *Francesco Totti. Il tribuno di Porta Latina*, Arezzo, Limina, 2002

la Roma vincerà la sua ottava Coppa Italia, una Supercoppa Italiana e otterrà ottimi piazzamenti in campionato e anche in Champions League<sup>158</sup>.

Nel 2008 il presidente Franco Sensi viene a mancare, lasciando la presidenza del club alla figli Rosella Sensi, già AD della società. Da quel momento, i problemi economici perseguitano la società, che non riesce a replicare i successi sportivi ottenuti negli anni precedenti ed è afflitta dai debiti di una gestione azzardata e inefficiente<sup>159</sup>.

Il 2011 la società viene acquistata da una cordata di imprenditori americani, capitanata da Thomas di Benedetto e James Pallotta, attuale presidente del club. Il progetto è moderno e ambizioso: calcio innovativo, valorizzazione del settore giovanile, potenziamento del brand e delle attività di merchandising, insomma “aziendalizzazione” della squadra, sfruttando tutte le opportunità di business che il mondo del pallone offre.

I risultati tardano ad arrivare, con Luis Enrique e Zeman che si succedono sulla panchina giallorossa facendo registrare due stagioni fallimentari. Ma le prospettive sono buone, e il progetto valido: con l’arrivo di Rudi Garcia, la squadra ha ritrovato il bel gioco e l’entusiasmo dei tifosi, classificandosi nella stagione 2013-2014 al secondo posto, dietro un’inarrestabile Juventus da 102 punti in campionato.

Alla fine della stagione 2013-2014, con grande entusiasmo per la società, i tifosi e la città di Roma, il presidente Pallotta ha presentato il progetto del nuovo stadio di proprietà, che verrà ultimato entro il 2018. In tal senso la Roma potrà seguire la scia della Juventus, e allinearsi agli standard dei principali club europei, svincolando il proprio fatturato dai risultati sportivi e diventando effettivamente una vera e propria *entertainment company*.

Ad oggi la composizione della compagine azionaria è la seguente:

---

<sup>158</sup> [www.asroma.it](http://www.asroma.it)

<sup>159</sup> Izzi M., Valitutti F., *Cronologia della grande Roma*, Roma, Newton Compton, 2001



Fonte: elaborazione personale dal sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

#### 4.3.2 L'IPO

Le azioni ordinarie della A.S. Roma sono ammesse alla quotazione presso il Mercato Telematico Azionario l'8 Maggio 2000.

La quotazione della società all'epoca controllata da Roma 2000 S.r.l, società fiduciaria del presidente Franco Sensi, avviene sulla scia dell'ondata di ottimismo dei mercati finanziari, alimentati dai capitali freschi delle numerose "dot com" che in quegli anni videro i loro profitti alle stelle e sbarcarono sui mercati azionari in massa. Sono anni in cui i corsi azionari tendono al rialzo e la Borsa rappresenta un'ottima alternativa per reperire fonti di finanziamento in grado di supportare la crescita e lo sviluppo delle *mid cap*<sup>160</sup>.

Le prospettive strategiche della A.S. Roma erano discretamente positive: con 3 milioni di tifosi, il club possedeva un numero di abbonati notevole se confrontato con la media dell'epoca della Serie A, circa 40.000 nella stagione '99-2000, e faceva registrare nello stesso anno 115.000 abbonamenti pay-per-view. Inoltre la società si era attivata per il lancio di un canale televisivo tematico trasmesso su Stream e commercializzato all'estero da Rai Trade, prevedeva un piano per la cessione delle immagini in movimento su Internet, Wap, UMTS e aveva inaugurato lo store on-line per il

<sup>160</sup> Malagutti V., *I conti truccati del calcio italiano*, Carocci, Roma, 2002

potenziamento dei ricavi da merchandising. Il tutto per perseguire una strategia di diversificazione dei ricavi e diminuire l'incidenza del risultato sportivo sul bilancio <sup>161</sup>.

A ciò si aggiungeva una politica di rafforzamento della rosa e potenziamento del vivaio, con un investimento prossimo ai 180 miliardi di lire negli ultimi 3 esercizi sul versante calciomercato.

Se analizziamo le caratteristiche patrimoniali e finanziarie della società prima dell'IPO, possiamo notare un andamento tendenzialmente in crescita: al 31 Dicembre '99 il valore della produzione ammontava a 86 miliardi di Lire, facendo registrare un secco +39% rispetto all'esercizio precedente, di cui 50 miliardi derivanti dalla cessione dei diritti di trasmissione radio-televisiva, addirittura superiori del 111% rispetto all'anno precedente. Inoltre, come si legge dalle parole di Vittorio Grimaldi, responsabile dei fondi azionari di San Paolo Imi, l'ampliamento della fetta dei diritti tv prevista per gli anni successivi faceva ben sperare, con prospettive di lievitazione degli introiti fino a 100 miliardi di Lire. <sup>162</sup>

Tuttavia, è opportuno sottolineare come dal 1997 al 1999 il club giallorosso aveva sempre chiuso i bilanci in forte perdita e solo i provvidenziali interventi finanziari del presidente Sensi avevano riportato in attivo i conti: nel giro di tre anni il patron romanista aveva rinunciato a incassare crediti per 53 miliardi di lire nei confronti della società. <sup>163</sup>

Infine, i risultati sportivi della stagione 99-2000 erano stati tutt'altro che esaltanti nonostante la massiccia campagna acquisti, con il 6 posto in campionato e la qualificazione alla Champions League sfumata. Il danno economico era evidente.

Sulla base di queste premesse, in linea di massima discretamente positive, il giorno 23 Maggio 2000 iniziarono le contrattazioni del titolo azionario AS ROMA, con un Prezzo di Offerta pari a 5,5 Euro e richieste di 3,6 volte superiori ai quantitativi offerti: in particolare, l'offerta pubblica ha registrato adesioni per 23.657.000 azioni e il collocamento privato richieste per 32.526.781 azioni. Complessivamente 45.358.320 azioni richieste per 13 milioni di titoli offerti. Al termine dell'*opening day* i titoli della Lupa fecero registrare un prezzo di riferimento di 5,67 Euro, maggiore del 3,25% rispetto al Prezzo di IPO. <sup>164</sup>

---

<sup>161</sup> *E la Roma debutta con l'OPV*, Il sole 24 ore, 16/05/2000

<sup>162</sup> *Derby Roma-Lazio a Piazza Affari*, Il sole 24 ore, 15/05/2000

<sup>163</sup> Malagutti V., *I conti truccati del calcio italiano*, Carocci, Roma, 2002

<sup>164</sup> *L'A.S. Roma supera l'esame listino*, Il sole 24 ore, 24/05/2000

Sicuramente le aspettative furono parzialmente disattese. Nonostante il buon esito del processo di quotazione, infatti, i mercati accolsero la squadra giallorossa senza particolare entusiasmo, considerando che due anni prima la Lazio di Cragnotti era stata travolta da una domanda di titoli 10 volte superiore ai quantitativi messi in vendita.

Le ragioni di tale bocciatura sono da ricondurre, a parer di scrive, in una valutazione eccessiva da parte dei consulenti finanziari che coordinavano l'operazione: il prezzo di IPO fu ritenuto troppo elevato da parte della comunità finanziaria. In effetti, l'A.S. Roma fu valutata 286 milioni di euro, contro i 150 milioni di euro di valutazione della Lazio di Cragnotti due anni prima. Il rapporto Patrimonio/Ebitda fu pari a 26,7, addirittura superiore a quello del Manchester United, pari a 23,3, ma esempio di gestione efficiente e redditività elevata, benchmark di riferimento del settore<sup>165</sup>. Date le premesse, quindi, non ci stupisce come la società capitolina, instabile dal punto di vista patrimoniale e incognita rischiosa dal punto di vista sportivo (e quindi finanziario), non abbia riscosso lo stesso seguito che pochi anni prima avevano fatto registrare i cugini biancocelesti.

L'IPO ha avuto ad oggetto N. 13.000.000 azioni, al prezzo di 5,5 Euro, per un controvalore di 71,5 milioni di Euro, così suddivisi<sup>166</sup> :

- 16,5 milioni di Euro destinati alla società A.S. Roma, al fine di saldare i debiti e sviluppare le proprie attività
- 55 milioni di Euro destinati all'azionista di maggioranza (Roma 2000 S.r.l), in virtù della cessione di parte della propria partecipazione azionaria.

Ancora una volta quindi, come già era avvenuto per la Lazio, i fondi reperiti tramite l'IPO e ufficialmente destinati allo sviluppo manageriale e gestionale della società, al fine di trasformarla in un entertainment company in grado di competere con i maggiori player internazionali del settore, furono utilizzati esclusivamente per ripianare massicci debiti che patron sconsiderati avevano accumulato in anni di cattiva condotta aziendale.

Alle azioni offerte si devono, poi aggiungere, le N.1.508.000 azioni acquistate dagli investitori istituzionali tramite l'esercizio della green shoe option, pari al 2,9 % del capitale della società.<sup>167</sup>

---

<sup>165</sup> *E la Roma debutta con l'OPV, Il sole 24 ore, 16/05/2000*

<sup>166</sup> Malagutti V., *I conti truccati del calcio italiano*, Carocci, Roma,2002

<sup>167</sup> *Da Il sole 24 ore del 24/06/2000*

In particolare l'Offerta Globale è avvenuta mediante la scomposizione dell'IPO in due categorie principali<sup>168</sup>:

3. Un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS) pari al 50% delle azioni (6.500.000) è stata rivolta al pubblico indistinto
4. Un contestuale collocamento istituzionale, pari al 50% delle azioni (6.500.000), rivolto agli investitori istituzionali

I ruoli di *Global Coordinator* e *Sponsor* sono stati svolti in maniera accentrata da Banca IMI, quello di *financial advisor* da Medinvest.

Al termine del procedimento di IPO, quindi, la compagine azionaria della A.S. Roma si presentava nel seguente modo, con un flottante pari al 27,9% del capitale:

<b>Azionista</b>	<b>%</b>	<b>Numero Azioni Post IPO</b>
Roma 2000 S.r.L	72,1%	37.492.000
Mercato	27,9%	14.508.000
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>52.000.000</b>

*Fonte: elaborazione personale*

Come già accennato in precedenza, quindi, la Roma fece registrare una capitalizzazione di borsa pari a 286 milioni di euro, in virtù di 52 milioni di azioni costituenti il capitale sociale, ognuna del valore di 5,5 euro.

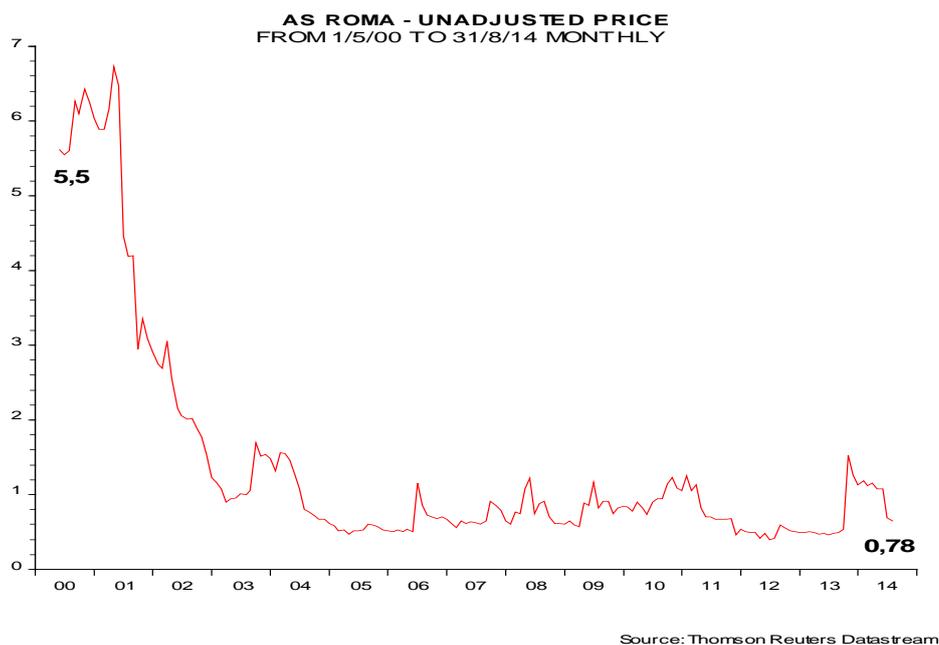
#### **4.3.3 Analisi dell'andamento del titolo** <sup>169</sup>

Nel seguente paragrafo riportiamo un'analisi dell'evoluzione storica del corso azionario del titolo AS Roma.

I dati sono relativi all' *Unadjusted Price* dal giorno dell'IPO (22 Maggio 2000) al 31/08/2014. Di seguito riportiamo il grafico che illustra l'andamento del prezzo azionario :

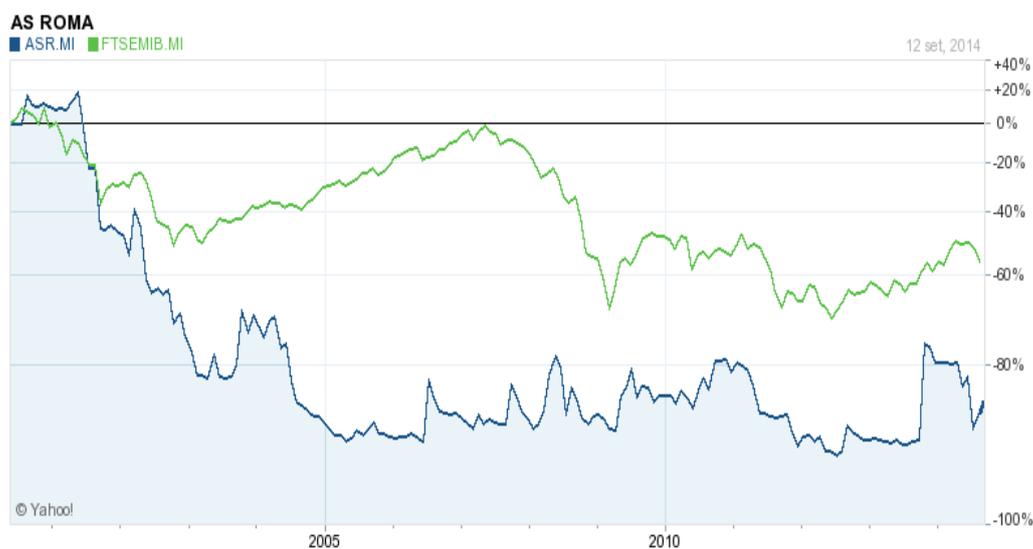
<sup>168</sup> *E la Roma debutta con l'OPV, Il sole 24 ore, 16/05/2000*

<sup>169</sup> Tutti i dati a cui si fa riferimento in questo paragrafo sono stati reperiti dal database finanziario Datastream. Laddove si sia utilizzata una fonte bibliografica differente, sarà specificatamente indicato.



Anche per la società capitolina, dall'analisi dei dati emerge uno scenario fortemente negativo: nei 14 anni di contrattazione sui mercati il titolo ha perso circa l'85% del suo valore, passando dai 5,5 Euro dell'IPO ai 0,78 Euro di fine Agosto.

Ulteriore elemento di analisi è costituito dal raffronto tra l'andamento del titolo, e l'indice FTSE MIB, rappresentativo del mercato azionario italiano:



Fonte : Yahoo Finance

Anche in questo caso emerge la performance negativa del titolo: -80% circa per l'AS Roma, a fronte di un -60% circa del FTSE MIB.

Come si vede dal grafico dell' *Unadjusted Price* il primo anno in borsa della società giallorossa è stato da incorniciare: il titolo ha fatto registrare buone performance, mantenendo il suo valore intorno ai 6 Euro per azione, rispecchiando nei mesi immediati post-quotazione le aspettative positive circa le performance della squadra, che si apprestava a partecipare alla prossima stagione da vera protagonista. Basti pensare che il giorno precedente l'inizio del campionato 2000-2001, nell'Agosto 2000, il prezzo toccava i 6,12 Euro, ovvero il 12% in più rispetto al prezzo di quotazione, mentre il 2000 si chiude con un prezzo azionario di 6,03, +7% rispetto alla quotazione. Nell'Aprile 2001 il titolo tocca il suo picco massimo, con un valore di 6,72 Euro per azione : la Roma di Capello ha praticamente dominato l'intero campionato, mantenendo un vantaggio consistente sulle inseguitrici, e le performances sportive hanno sostenuto l'andamento positivo del titolo, praticamente mai sceso sotto i 5,8 Euro per azione. Tuttavia, è interessante notare come con l'avvicinarsi delle vittoria del campionato il prezzo cominci, a partire da Maggio 2000, un calo consistente, che lo porterà il 19 giugno a 5,15 Euro e il 13 Luglio a 3,81 Euro, con un calo del 43% rispetto ai picchi di Aprile. Di seguito un grafico che illustra l'andamento del prezzo azionario dalla quotazione alla fine del 2001:



Fonte: Yahoo Finance

Ma perché proprio i giorni successivi alla vittoria del campionato il titolo cala, laddove si possa facilmente pensare che il prezzo, in virtù del successo, debba crescere ?

In realtà il fenomeno è motivabile con lo schema classico del comportamento degli investitori: “Comprare sulle aspettative, vendere sulla notizia”. La squadra aveva dominato il campionato, occupando perennemente la prima posizione in classifica e vincendo tutti gli scontri diretti con le principali antagoniste: la vittoria del campionato era prevista, rientrava nelle aspettative degli investitori. Si era creata una bolla speculativa, scoppiata il giorno dopo la vittoria dello scudetto. Inoltre, si deve considerare anche l’esistenza di consistenti premi vittoria messi in palio dalla società, che gravarono come un costo consistente sui bilanci: circa 30 miliardi, su appena 200 di fatturato, laddove nessun contributo economico veniva versato dalla Lega per la vittoria del campionato.

Il 2001 quindi si chiude con un prezzo di 2,92 Euro per azione, con una performance annua netta di -50%.

Il 2002 è ancora un anno fortemente negativo per la Lupa: si apre con le azioni al valore di 2,92 e si chiude con un prezzo pari a 1,23 Euro, facendo registrare un calo del 57%.

Come emerge dal grafico, tra il settembre 2003 e giugno 2004, praticamente il periodo che coincide con la stagione calcistica 03-04, il titolo segna un forte rialzo e notevoli oscillazioni, legate all’ottimismo circa le probabilità di vittoria del club e a consistenti voci di un riassetto azionario in grado di solidificare i conti della società, usciti martoriati dall’esercizio precedente. Ciò permette di chiudere il 2003 in rialzo del 16% rispetto a inizio anno, ma nel Giugno 2004, finita la stagione calcistica che vide il Milan di Ancelotti vincere lo scudetto, il titolo subisce un nuovo ribasso e mantiene stabile il suo valore fino a fine anno, chiudendo con un prezzo di 0,62 Euro per azione, con un rendimento annuo pari a -0,58%.

È interessante notare, inoltre, come nel caso della Roma i riflessi provenienti dallo scandalo Calciopoli siano esattamente contrari rispetto agli effetti provocati sul titolo della Juventus e della Lazio. La società romana, uscita indenne dalle indagini, venne proiettata direttamente in Champions League, in virtù delle penalità e delle squalifiche inflitte a Juve e Milan, beneficiando dei notevoli vantaggi economici che derivano dalla partecipazione alla più importante competizione internazionale di calcio. Le azioni, ovviamente, sono raddoppiate nel giro di due settimane, passando dal prezzo di 0,49 Euro del 19 Giugno, al prezzo di 1,16 Euro del 5 Luglio, con una crescita del 136%, come evidenzia il grafico sottostante.



Fonte: Yahoo Finance

Infine, è interessante analizzare l'ultimo picco del prezzo azionario, registrato nelle prime settimane dell'Ottobre 2013.

In particolare, tra il 1 Ottobre e il 14 Ottobre il valore delle azioni è più che duplicato: dal valore di 0,56 Euro per azione si è passati a un sorprendente 1,67, con un rialzo spettacolare del 198 %. Numeri da capogiro per la magia, dovuti al sorprendente primato in classifica e alle performance scoppiettanti della "banda Garcia". A ciò si è aggiunta la fiducia degli investitori sul progetto strategico della società guidata da James Pallotta, sempre più internazionale e orientata all'attenzione verso il merchandising e la diversificazione dei ricavi. Tale fenomeno non fa che confermare le istanze che vedono i titoli delle società di calcio soggetti ad elevate oscillazioni, perlopiù legate ai risultati sportivi e parzialmente svincolate rispetto ai fondamentali economici di bilancio.

Infine, come anche evidenziato per la Juventus, notiamo che all'avvenuta autorizzazione della Consob all'aumento di capitale del 22 Giugno 2014, il titolo fa registrare una netta flessione: dal prezzo di 0,99 Euro il titolo cala a 0,47 Euro, con un calo di circa il 50%.



Fonte: Yahoo Finance

#### 4.4 L'esperienza italiana: analisi dei bilanci

L'analisi empirica dei prezzi azionari nell'arco temporale che va dall'IPO ai giorni nostri ci ha mostrato le forti perdite subite dalle tre società di calcio italiane quotate. In particolare, riassumendo, abbiamo evidenziato una perdita totale del 92% per la Juventus, un calo dell'83% per la Lazio e un trend negativo dell'85% per la Roma. A questi dati fortemente pessimistici, si sono spesso aggiunte *undepformance* consistenti rispetto alla media del mercato e una volatilità eccessiva, in virtù del basso flottante e dell'incidenza dei risultati sportivi sul corso azionario.

In questo paragrafo affiancheremo all'indagine sull'evoluzione del prezzo azionario nel corso degli anni, un'analisi di bilancio, in grado di cogliere le dinamiche principali all'interno dei club italiani quotati, identificare gli aspetti positivi della loro gestione e cogliere allo stesso modo i punti di debolezza e i fattori di criticità rispetto ai principali competitors internazionali.

**Juventus Football Club S.p.A.** è una società di calcio di grande storia e tradizione che nella sua storia centenaria si è affermata a livello nazionale e internazionale, configurandosi oggi come il leader indiscusso, sia in termini sportivi che in termini finanziari, del campionato italiano di Serie A.

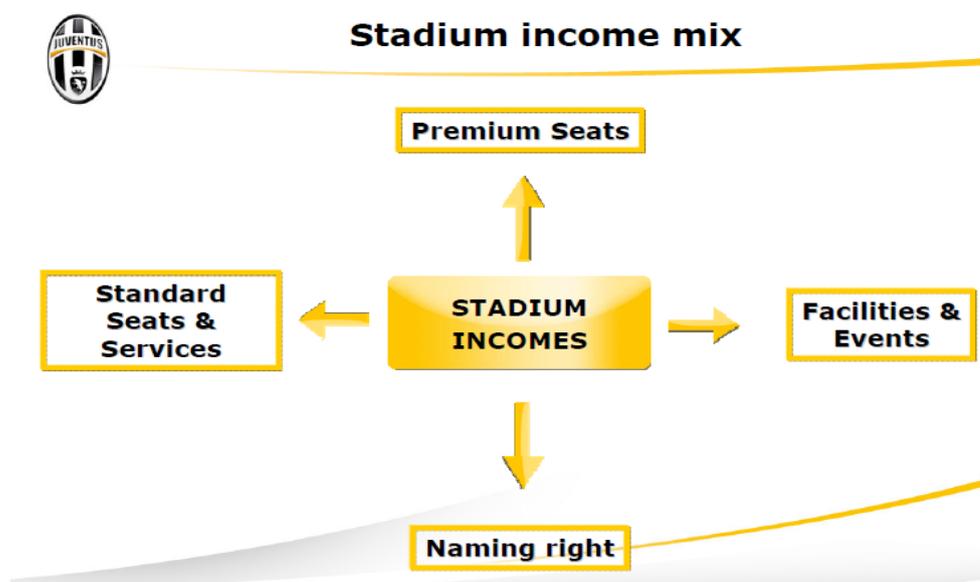
Il club può contare su un palmares stellare, con 32 Scudetti, 9 Coppe Italia e 2 UEFA Champions League e detiene il record di tifosi in Italia, con 11,2 milioni di fans in tutto il mondo.

L'attività caratteristica della società consiste nella partecipazione alle competizioni calcistiche nazionali e internazionali, e nell'organizzazione delle partite. Le sue principali fonti di ricavo derivano dalle attività di sfruttamento economico dell'evento sportivo, del brand Juventus e dell'immagine della prima squadra, tra cui le più rilevanti sono le attività di licenza dei diritti televisivi e media, le sponsorizzazioni e l'attività di cessione di spazi pubblicitari.

Il rapporto Deloitte Football Money League 2014 colloca la società torinese al 9 posto nella classifica dei club europei per fatturato, prima tra i club italiani.

La Juventus è l'unica squadra in Italia a poter contare su uno stadio di proprietà innovativo e moderno, lo Juventus Stadium, *asset* di valore che ha permesso la diversificazione delle fonti di ricavo e l'incremento notevole dell'affluenza allo stadio, garantendo ai tifosi un'esperienza unica e speciale di entertainment, lontana dai tumulti delle altre realtà nazionali. Pioniera in campo nazionale, la società ha posto in essere un progetto ambizioso e di successo, portando al compimento una struttura che rappresenta uno degli elementi di maggior valore della società, contribuente fin dal primo giorno della sua apertura alla crescita dei ricavi.

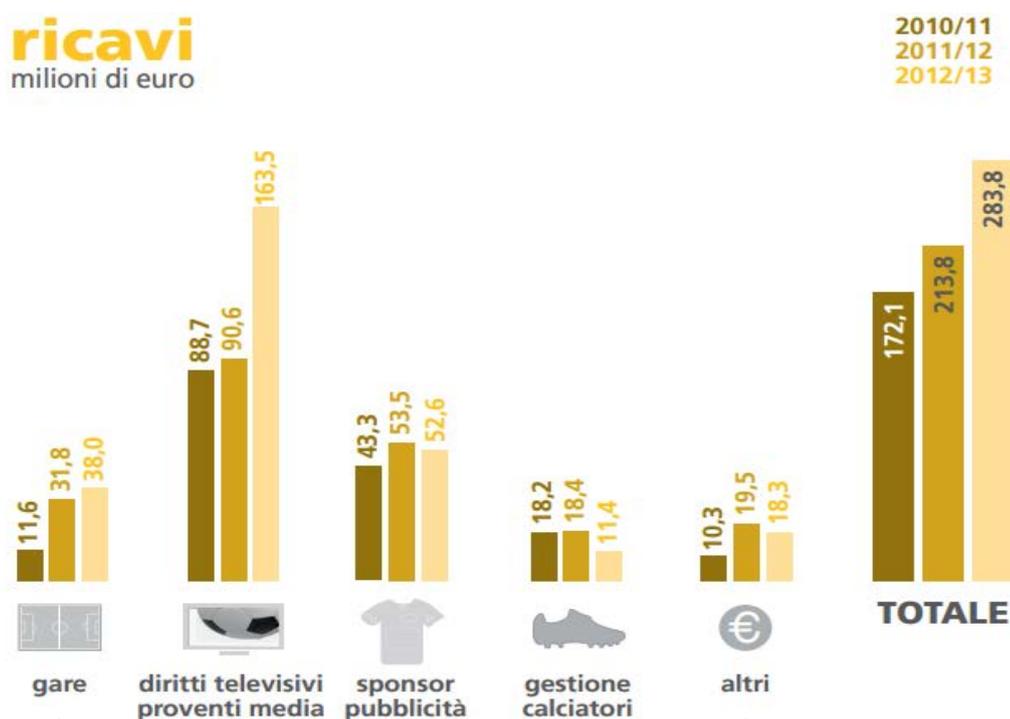
41.000 posti a sedere, di cui circa 3.550 Premium Seats, 65 sky-box, 20 ristoranti e 8 bar, circa 34.000 metri quadrati di aree commerciali adiacenti allo stadio. Una struttura aperta 24/7, in grado di ospitare eventi e iniziative, indipendente dal mero evento calcistico. Lo J-stadium si basa su un modello di business che identifica 4 principali fonti di ricavo:



Fonte: [www.juventus.com/](http://www.juventus.com/) Analyst Presentation 2012

I *naming rights* si riferiscono essenzialmente alla gestione delle attività pubblicitarie legate allo stadio, portate avanti da Sportfive, sulla base di un accordo triennale di 75 milioni di euro. I premium seats sono posti speciali venduti a prezzi elevati su base annuale, dotati di servizi di ristorazione e hospitality<sup>170</sup>.

Gli *standard seats* si riferiscono alla vendita di normali biglietti e abbonamenti per le gare casalinghe. I ricavi da *Facilities e Events* riguardano tutte le attività commerciali presenti all'interno dello stadio, il *J-Museum*, che dalla sua apertura ha ospitato più di 200.000 visitatori, gli *Stadium Tours* e gli eventi e meeting per il quale la struttura può essere locata<sup>171</sup>. Per avere un'idea dell'importanza che l'investimento complessivo di 120 milioni di Euro ha avuto, si può guardare l'evoluzione dei ricavi dal 2010 ad oggi, tenuto in considerazione che lo *Stadium* è stato inaugurato per la stagione calcistica 2011/2012:



Fonte: [www.juventus.com](http://www.juventus.com) / Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013

Vediamo come nella stagione 2011/2012 i ricavi provenienti da gare siano più che raddoppiati, crescendo a 31,8 milioni di Euro, contro gli 11,6 della stagione precedente.

<sup>170</sup> Analyst Presentation 2012, [www.juventus.com](http://www.juventus.com)

<sup>171</sup> Ibidem

Da notare, inoltre, come il numero degli abbonati nella stagione di inaugurazione dello stadio, anche in virtù dell'effetto Conte, sia cresciuto notevolmente:



Fonte: [www.juventus.com](http://www.juventus.com) / Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013

La Juventus S.p.A. , dopo il cambio societario del 2010, sta perseguendo una strategia di crescita efficiente , che ha reso il club uno dei più moderni e competitivi a livello internazionale. La politica di sfruttamento del brand Juventus è al centro delle attenzioni del management, che da anni stanno cercando di aumentare la voce dei ricavi da *merchandising* e *sponsorship* penetrando i mercati in via di sviluppo, primo tra tutto quello Asiatico. La strategia in ambito commerciale è guidata dal “Less is More”: l’obiettivo è limitare in numero di partner medio-piccoli, selezionando poche e grandi imprese internazionali, in grado di fornire visibilità al marchio bianconero e stipulare contratti ad elevato valore medio, con relazioni stabili e di lungo periodo<sup>172</sup>.

Ne sono un esempio gli accordi di *sponsorship* stipulati con Adidas, Samsung e Bwin, partner internazionali ad elevato valore aggiunto, sia per l’immagine sia per le casse della società torinese.

Consideriamo, adesso, i dati finanziari del club. Come abbiamo potuto osservare dal grafico precedente, i ricavi sono in crescita costante a partire dal 2010, rispetto al quale hanno fatto registrare al termine della stagione 2012-2013 un incremento del 64%: da 172 milioni di Euro a 283 milioni di Euro.

Ulteriormente in crescita è il risultato netto d’esercizio, comunque in perdita di 15,9 milioni di Euro, ma in ogni caso fortemente in aumento rispetto al 2010-2011 (+84%):

<sup>172</sup> Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.juventus.com](http://www.juventus.com)

## SINTESI DEI DATI DEGLI ULTIMI CINQUE ESERCIZI SOCIALI

importi in milioni di Euro	2012/2013	2011/2012	2010/2011	2009/2010	2008/2009
<b>UEFA Champions League</b>	<b>SI</b>	<b>NO</b>	<b>NO</b>	<b>SI</b>	<b>SI</b>
Ricavi	283,8	213,8	172,1	219,7	220,7
Costi operativi	(227,1)	(206,3)	(196,3)	(176,1)	(174,5)
Ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti	(60,5)	(48,7)	(60,6)	(41,6)	(32,4)
Risultato operativo	(3,8)	(41,2)	(92,2)	5,2	13,9
Risultato ante imposte	(10,9)	(45,9)	(93,8)	2,1	13,4
Risultato netto	(15,9)	(48,7)	(95,4)	(11,0)	6,6

Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.juventus.com](http://www.juventus.com)

Riportiamo di seguito il Conto Economico al 30/06/2013.

importi in Euro	Nota	30/06/2013	30/06/2012	Variazioni
Ricavi da gare	31	<b>38.051.069</b>	31.824.261	6.226.808
Diritti radiotelevisivi e proventi media	32	<b>163.477.670</b>	90.581.926	72.895.744
Ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità	33	<b>52.598.893</b>	53.452.409	(853.516)
Proventi da gestione diritti calciatori	34	<b>11.397.065</b>	18.433.501	(7.036.436)
Altri ricavi	35	<b>18.276.776</b>	19.494.134	(1.217.358)
<b>Totale ricavi</b>		<b>283.801.473</b>	213.786.231	70.015.242
Acquisti di materiali, forniture e altri approvigionamenti	36	<b>(2.933.770)</b>	(2.588.125)	(345.645)
Servizi esterni	37	<b>(45.079.682)</b>	(41.162.241)	(3.917.441)
Personale tesserato	38	<b>(149.010.399)</b>	(137.131.802)	(11.878.597)
Altro personale	39	<b>(14.452.797)</b>	(12.959.489)	(1.493.308)
Oneri da gestione diritti calciatori	40	<b>(5.579.779)</b>	(6.297.027)	717.248
Altri oneri	41	<b>(10.033.850)</b>	(6.179.816)	(3.854.034)
<b>Totale costi operativi</b>		<b>(227.090.277)</b>	(206.318.500)	(20.771.777)
Ammortamenti e svalutazioni diritti calciatori	42	<b>(51.414.589)</b>	(52.304.836)	890.247
Ammortamenti altre attività materiali e immateriali	43	<b>(8.291.739)</b>	(6.794.484)	(1.497.255)
Accantonamenti e altre svalutazioni/ripristini di valore e rilasci di fondi	44	<b>(810.874)</b>	10.443.216	(11.254.090)
<b>Risultato operativo</b>		<b>(3.806.006)</b>	(41.188.373)	37.382.367
Proventi finanziari	45	<b>2.364.266</b>	1.380.876	983.390
Oneri finanziari	46	<b>(9.473.258)</b>	(6.111.132)	(3.362.126)
<b>Risultato prima delle imposte</b>		<b>(10.914.998)</b>	(45.918.629)	35.003.631
Imposte correnti	47	<b>(5.924.068)</b>	(3.788.628)	(2.135.440)
Imposte differite e anticipate	47	<b>928.417</b>	1.052.707	(124.290)
<b>Perdita dell'esercizio</b>		<b>(15.910.649)</b>	(48.654.550)	32.743.901
<b>Perdita dell'esercizio per azione, base e diluito</b>	48	<b>(0,02)</b>	(0,09)	0,07

Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.juventus.com](http://www.juventus.com)

Come abbiamo già evidenziato il fatturato totale ammonta a 283 milioni di Euro, maggiorato del 32% rispetto all'esercizio precedente. Il valore del costo del personale

(Personale Tesserato + Altro Personale) è pari 163 milioni di Euro, con tale voce che erode circa il 57% dei ricavi totali.

Consideriamo la segmentazione delle fonti di ricavo:

- **Broadcasting Rights:** si tratta della componente primaria dei ricavi, con un peso complessivo sul totale del **57,5%**. Si nota come i ricavi da diritti radiotelevisivi siano cresciuti notevolmente rispetto al 2011-2012: da 90 milioni dell'esercizio precedente si attestano a **163 milioni**, un tasso di crescita dell'81%. Tale crescita deriva quasi interamente dai proventi ricevuti dalla UEFA, in virtù della partecipazione alla Champions League, che invece non era avvenuta nella stagione precedente. In particolare la Juventus ha ricevuto circa 65 milioni di Euro dalla UEFA, in parte legati all'avanzamento fino ai quarti di finale della competizione e in parte relativi alla quota elevata di market pool<sup>173</sup>.
- **Ricavi da Sponsorizzazioni e Pubblicità:** tale componente si attesta sul valore di 52 milioni di Euro, in lieve caduta rispetto alla precedente stagione. Ciò in virtù della diminuzione dei ricavi da royalties e da diritti di immagine calciatori, a fronte di un aumento dei ricavi da sponsorizzazione, identificabili nell'accordo con JEEP, diventato *official sponsor* dei kit da gara bianconeri<sup>174</sup>.  
In definitiva, i commercial revenues occupano il **18,5%** del fatturato totale.
- **Ricavi da Gare:** i *matchday revenues* occupano il **13,5%** del fatturato totale. Questa fonte di ricavo ammonta a 38 milioni di Euro circa, in crescita di 7 milioni rispetto alla precedente stagione. L'incremento è dovuto prevalentemente all'aumento del prezzo medio dei biglietti (30%) e alle maggiori partite disputate rispetto alla stagione scorsa: 5 in più, perlopiù match di Champions League, dagli incassi tipicamente più elevati<sup>175</sup>.
- **Proventi da cessione diritti calciatori:** tale componente occupa il **4%** dei ricavi. Si tratta essenzialmente delle plusvalenze sulle cessioni dei calciatori generate dalla società nella campagna trasferimenti.

Dall'analisi dei dati di bilancio emerge la scarsa diversificazione delle fonti di ricavo, nonostante la Juventus sia all'avanguardia tra le società italiane da questo punto di vista.

---

<sup>173</sup> Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.juventus.com](http://www.juventus.com)

<sup>174</sup> Ibidem

<sup>175</sup> Ibidem

La società bianconera, infatti, è insieme al Milan il club di maggiore appeal a livello internazionale, e quello che maggiormente riesce a sfruttare il fenomeno merchandising nei paesi in via di sviluppo quali Indonesia, Singapore e Australia. Tuttavia si denota ancora una certa arretratezza rispetto ai principali club internazionali, il cui peso dei ricavi commerciali e degli incassi da botteghino bilancia la componente *broadcasting*, che nel bilancio della Juve è pericolosamente prevalente. Lo Juventus Stadium ha migliorato certo questa situazione, contribuendo a creare una fonte alternativa di *revenues* stabile e costante: lo sfruttamento delle attività commerciali e degli *Sky Box* e *premium seats* appare tuttavia ancora non pienamente valorizzato, anche se è opportuno ricordare che la Juventus è l'unica società in Italia che riesce a utilizzare tale strumento. Ciò rende l'idea della situazione critica in cui versano i club italiani.

Il gruppo **AS Roma S.p.A.** opera nel settore del calcio professionistico e, nel tempo, ha affiancato alla tradizionale attività sportiva, altre attività incentrate sulla gestione e sullo sfruttamento dei propri diritti sul marchio e sull'immagine, tra cui le più rilevanti sono l'attività di licenza dei diritti media (televisivi, telefonici, internet, ecc.) relativi alle partite casalinghe della prima squadra, le sponsorizzazioni e le attività promozionali e pubblicitarie.

Il palmares della società include 2 Scudetti, 9 Coppe Italia e 2 Supercoppe Italiane. Nella classifica mondiale dei club (World Club Ranking) stilata da IFFHS, la Roma occupa la 100 posizione.

È opportuno segnalare come negli ultimi anni la società abbia intrapreso un difficile processo di rinnovamento societario, che dalla famiglia Sensi, la quale aveva condotto la gestione secondo il classico imprinting patronale, lasciando il club con conti e finanze in rosso, ha portato la proprietà del club alla società Neep Holding S.p.A. Tale veicolo proprietario è gestito in compartecipazione dall'imprenditore americano James Pallotta e Unicredit S.p.A. e detiene interamente la quota di capitale non collocata sui mercati finanziari (78%).

Il nuovo assetto proprietario ha cercato fin da subito di riequilibrare i bilanci della società, perseguendo allo stesso tempo una gestione di carattere più internazionale, in linea con i top club europei, orientata alla valorizzazione del brand e allo sviluppo delle attività di merchandising e sponsorizzazione, ancora fortemente deboli in termini di apporto ai ricavi.

In tal senso, sono state condotte attività di promozione del brand negli Stati Uniti, tramite le tournée estive precampionato a Boston, Denver e Philadelphia ed è stata

implementata una rete di accordi commerciali che mirano ad aumentare la visibilità del team a livello mondiale. In particolare, nel marzo 2013 è stato siglato un accordo di sponsorizzazione tecnica con la Nike European Netherland B.V., a seguito del quale la Nike diventerà, a partire dall'esercizio 2014/2015, e per una durata di 10 anni, sponsor ufficiale del club per la fornitura di materiale tecnico e di abbigliamento. Inoltre nell'ottobre 2012 è stato sottoscritto tra A.S. Roma S.p.A. e Volkswagen Group Italia S.p.A un contratto denominato "*Trade mark license and sponsorship agreement*" avente ad oggetto l'utilizzo da parte di Volkswagen delle denominazioni "Partner Istituzionale dell'A.S. Roma" e "Sponsor e Auto Ufficiale dell'A.S. Roma"<sup>176</sup>.

È stato poi avviato dalla società l'ambizioso progetto di costruzione dello stadio di proprietà, elemento imprescindibile per una società di calcio moderna. La nuova avveniristica struttura sarà dotata di 52.000 posti a sedere direttamente sul campo da gioco, *Luxury Suites* dotate di ogni comfort e vendute a prezzi annuali molto elevati, Palchi Premium, il nuovo training center per la squadra, un museo sulla storia della società e il *Roma Village*, un enorme area di svago e intrattenimento dotata di aree commerciali, ristoranti e bar, sale meeting e che potrà ospitare concerti e manifestazioni. Lo stadio sarà un polo dell'intrattenimento aperto 7 giorni su 7, in grado di apportare consistenti ricavi alle casse dell'azienda e diversificare in tal modo la composizione del fatturato.

Consideriamo, ora, il Conto Economico dell'AS Roma S.p.A al 30/06/2013:

---

<sup>176</sup> Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.asroma.it](http://www.asroma.it)

Conto Economico del periodo 01.07.2012 - 30.06.2013

	30-giu-13 2012-2013		30-giu-12 2011-2012		Variazioni	
	€/000	%	€/000	%	€/000	%
<b>Ricavi da Gare</b>	<b>21.240</b>	<b>17,0%</b>	<b>14.803</b>	<b>12,8%</b>	<b>6.437</b>	<b>43,5%</b>
<b>Altri Ricavi delle Vendite e delle Prestazioni</b>	<b>4.971</b>	<b>4,0%</b>	<b>5.411</b>	<b>4,7%</b>	<b>-440</b>	<b>-8,1%</b>
Sponsorizzazioni	12.660	10,2%	11.650	10,0%	1.010	8,7%
Diritti televisivi e diritti d'immagine	66.014	53,0%	64.407	55,5%	1.607	2,5%
Proventi pubblicitari	7.949	6,4%	10.244	8,8%	-2.295	-22,4%
Altri proventi	11.825	9,5%	9.458	8,2%	2.367	25,0%
<b>Altri Ricavi e Proventi</b>	<b>98.448</b>	<b>79,0%</b>	<b>95.759</b>	<b>82,6%</b>	<b>2.689</b>	<b>2,8%</b>
<b>Totale Ricavi di Esercizio</b>	<b>124.659</b>	<b>100,0%</b>	<b>115.973</b>	<b>100,0%</b>	<b>8.686</b>	<b>7,5%</b>
Acquisti materie di consumo	(5.006)	-4,0%	(5.965)	-5,1%	959	-16,1%
Spese per Servizi	(26.609)	-21,3%	(22.109)	-19,1%	(4.500)	20,4%
Spese per godimento beni di terzi	(7.954)	-6,4%	(7.619)	-6,6%	(335)	4,4%
Spese per il personale	(94.231)	-75,6%	(102.818)	-88,7%	8.587	-8,4%
Oneri diversi di gestione	(4.547)	-3,6%	(3.222)	-2,8%	(1.325)	41,1%
<b>Totale Costi di Esercizio</b>	<b>(138.347)</b>	<b>-111,0%</b>	<b>(141.733)</b>	<b>-122,2%</b>	<b>3.386</b>	<b>-2,4%</b>
<b>Gestione Operativa Netta Calciatori</b>	<b>10.986</b>	<b>8,8%</b>	<b>9.061</b>	<b>7,8%</b>	<b>1.925</b>	<b>21,2%</b>
<b>Margine operativo lordo (EBITDA)</b>	<b>(2.702)</b>	<b>-2,2%</b>	<b>(16.699)</b>	<b>-14,4%</b>	<b>13.997</b>	<b>-83,8%</b>
Ammortamenti e svalutazioni	(32.315)	-25,9%	(29.614)	-25,5%	(2.701)	9,1%
Accantonamenti per rischi	0	0,0%	(1.385)	-1,2%	1.385	-100,0%
<b>Risultato Operativo (EBIT)</b>	<b>(35.017)</b>	<b>-28,1%</b>	<b>(47.698)</b>	<b>-41,1%</b>	<b>12.681</b>	<b>-26,6%</b>
Oneri / Proventi finanziari netti	(1.723)	-1,4%	(7.146)	-6,2%	5.423	-75,9%
<b>Risultato Prima delle Imposte</b>	<b>(36.740)</b>	<b>-29,5%</b>	<b>(54.844)</b>	<b>-47,3%</b>	<b>18.104</b>	<b>-33,0%</b>
Imposte correnti	(2.707)	-2,2%	(2.405)	-2,1%	(302)	12,6%
Imposte anticipate e differite	(493)	-0,4%	(1.004)	-0,9%	511	-50,9%
<b>Utile (Perdita) Consolidata</b>	<b>(39.940)</b>	<b>-32,0%</b>	<b>(58.253)</b>	<b>-50,2%</b>	<b>18.313</b>	<b>-31,4%</b>
Utile (perdita) di terzi	190	0,2%	221	0,2%	(31)	-14,0%
<b>Utile (Perdita) di Gruppo AS Roma</b>	<b>(40.130)</b>	<b>-32,2%</b>	<b>(58.474)</b>	<b>-50,4%</b>	<b>18.344</b>	<b>-31,4%</b>

Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.asroma.it](http://www.asroma.it)

Il fatturato dell'esercizio 2012-2013 ammonta a **124 milioni di Euro**, di poco superiore a quello della stagione precedente (+7%). Il risultato d'esercizio è ancora una volta in perdita consistente, circa **40 milioni di Euro**, ma in netta crescita rispetto a 2011-2012, rispetto al quale si registra un aumento del 31%. Ciò avviene in virtù degli elevati costi di esercizio, che assorbono il 111% dei ricavi, e in particolar modo le spese per il personale tesserato, che ammontano a **94 milioni di Euro** e incidono sul fatturato per il 75%.

Analizziamo la composizione delle fonti di *revenues*:

- I **Ricavi da gare**, pari a 21,2 milioni di euro ed al **17,0%** dei Ricavi d'esercizio si presentano in significativo aumento nell'esercizio, +43%, principalmente per la maggiore affluenza di spettatori alle gare casalinghe della prima squadra, che hanno fatto registrare un numero di spettatori medio in crescita dell'11% rispetto alla passata stagione. L'aumento si deve anche alla maggior quota di

abbonamenti venduti, 24.500 rispetto ai 17.650 della passata stagione. In ogni caso, in base alle stime Deloitte, la capacità di riempimento media dell'Olimpico è ancora bassa: 50% circa, facendo emergere la necessità di investimenti in nuove *facilities*, come appunto è stato fatto con il progetto del nuovo stadio<sup>177</sup>.

- I **Ricavi da Diritti Televisivi e d'immagine** sono la componente rilevante del fatturato dell'AS Roma, con un valore di circa **66 milioni di Euro** e un peso sul totale del **53%**. Essi fanno registrare un lieve aumento rispetto al 2011-2012, pari a circa 2 milioni di Euro e si riferiscono principalmente a diritti audiovisivi di trasmissione delle gare di Campionato, commercializzati in forma centralizzata dalla Lega di Serie A.<sup>178</sup> In particolare sono così suddivisi:

(Dati in migliaia di Euro)	30.06.13	30.06.12
LNP Serie A – diritti Campionato Serie A	56.132	58.838
LNP Serie A – diritti TIM Cup	2.714	278
Tornei UEFA (Europa League / Champions League)	-	451
Proventi Roma – Channel	1.780	1.703
Commercializzazione Library AS Roma	3.610	1.664
Proventi accessori LNP	1.658	1.361
Altri diritti televisivi (amichevoli)	120	112
<b>Totale</b>	<b>66.014</b>	<b>64.407</b>

Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.asroma.it](http://www.asroma.it)

- **Ricavi Commerciali:** abbiamo incluso in questa categoria tre voci principali: Altri Ricavi delle Vendite e Prestazioni + Sponsorizzazioni + Proventi Pubblicitari. In totale, la componente *commercial revenues* apporta alle casse della Roma solo **25,1 milioni di Euro** circa, pari al **20%** del fatturato totale, e fa registrare una crescita scarsa, pari al 3%, rispetto al 2011-2012<sup>179</sup>. È chiaro che le attività di pubblicità risultano ancora scarsamente penetrare e che tale fonte di ricavo dovrà subire un notevole percorso di sviluppo e implementazione. Inoltre, la voce sponsorizzazioni risulta così suddivisa:

(Dati in migliaia di Euro)	30.06.13	30.06.12
Sponsor Tecnico Basic Italia (Kappa)	6.660	6.150
Sponsor Ufficiale Wind	6.000	5.500
<b>Totale</b>	<b>12.660</b>	<b>11.650</b>

Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.asroma.it](http://www.asroma.it)

<sup>177</sup> Deloitte Football Money League, Gennaio 2014

<sup>178</sup> Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.asroma.it](http://www.asroma.it)

<sup>179</sup> Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.asroma.it](http://www.asroma.it)

La voce Altri Ricavi di Vendita e Prestazioni, invece, riguarda principalmente le attività di merchandising ed editoria portate avanti dalla società:

(Dati in migliaia di Euro)	30.06.13	30.06.12	Variazioni
Ricavi da attività editoriale	32	89	(57)
Ricavi da vendite A.S. Roma Store	1.565	1.679	(114)
Ricavi da vendite affiliati	1.181	2.320	(1.139)
Ricavi da vendite corners specializzati	-	1	(1)
Ricavi per royalties	1.465	857	608
Ricavi vendite per corrispondenza	333	212	121
Ricavi vendita da mobile	217	110	107
Ricavi diversi attività commerciale	178	143	35
<b>Totale</b>	<b>4.971</b>	<b>5.411</b>	<b>(440)</b>

Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.asroma.com](http://www.asroma.com)

Come abbiamo visto precedentemente, il management societario sta cercando di focalizzare l'attenzione e gli sforzi strategici sulla leva commerciale, consapevole che la composizione dei ricavi dell'AS Roma risulta ancora scarsamente diversificata, troppo ancorata ai proventi derivanti dalla vendita dei diritti televisivi, che pesano per più della metà sui ricavi totali. Gli accordi con Nike, Volkswagen e ESPN sono una conferma dell'accresciuta capacità commerciale dell'AS Roma, che tuttavia risulta ancora priva di uno sponsor ufficiale sui kit da gara e da allenamento, a riprova delle difficoltà incontrate a reperire partner commerciali a condizioni vantaggiose. I successi sportivi della stagione 2013-2014, che hanno sicuramente aumentato la visibilità internazionale del brand Roma, e il progetto del nuovo stadio di proprietà porteranno e hanno già portato nuova linfa vitale ai Giallorossi: le premesse per inaugurare un ciclo vincente sia sotto il profilo sportivo sia sotto il profilo commerciale/finanziario ci sono, sotto la speranza che il nuovo corso della AS Roma possa ridare competitività e vitalità anche all'intero movimento calcistico italiano.

La **S.S. LAZIO S.p.A.** è una società per azioni quotata presso la Borsa Italiana S.p.A., holding del Gruppo SS Lazio S.p.A. Il Gruppo opera nel settore del calcio professionistico e gestisce:

- le attività tecnico-sportive e di gestione dei diritti di broadcasting relative all'omonima squadra militante nel campionato italiano di Serie A

- le attività pubblicitarie, di merchandising ed in generale di sfruttamento commerciale del marchio S.S. Lazio tramite, a far data dal 29 settembre 2006, la società controllata Lazio Marketing & Communication S.p.A.;
- le attività immobiliari tramite, a far data dal 28 giugno 2012, la controllata Cirio Lazio Immobiliare S.r.l. e dal 24 ottobre 2012 tramite la società controllata Lazio Marketing & Communication S.p.A.<sup>180</sup>.

Il palmares della società include 2 Scudetti, 6 Coppe Italia e 2 Supercoppe Italiane. Il controllo della società è nelle mani della Lazio Events S.r.l, che detiene il 67% del capitale, laddove la restante parte è costituita da capitale flottante.

Come abbiamo riportato nel paragrafo riguardante l'evoluzione storica della società, dal 2004 e dal 2007 più stabilmente, l'azionista di controllo è rappresentato da Claudio Lotito, imprenditore romano. Sin dai primi anni della sua gestione Lotito ha dovuto risanare il pesante indebitamento contratto dalla gestione spericolata di Cragnotti e risollevare la situazione finanziaria ed economico del club. Di conseguenza, le politiche gestionali della SS Lazio sono state da quel momento sempre più orientate all'autosufficienza economica e finanziaria, tramite un attento controllo dei costi, che ha portato a EBITDA sempre positivi negli ultimi 4 anni, e a risultati netti positivi nelle stagioni dal 2007 al 2012.

Di contro il risparmio delle spese per il personale e l'abbattimento dei costi per servizi generali hanno impedito di ottenere prestazioni sportive eccellenti al club, che comunque è rimasto stabilmente negli ultimi anni tra le prime 10 posizioni della classifica italiana, senza tuttavia ottenere significativi successi sportivi.

Ciò comporta un evidente handicap in termini di fatturato rispetto alle competitors nazionali e internazionali, soprattutto in virtù della mancata qualificazione alla UEFA Champions League, competizione a cui la Lazio non partecipa ormai dalla stagione 2007-08, a fronte tuttavia di una presenza ormai costante nell'Europa League, campionato di spessore economico e sportivo sicuramente minore.

Consideriamo il Conto Economico consolidato del Gruppo Lazio al 30/06/2013.

---

<sup>180</sup> Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.sslazio.it](http://www.sslazio.it)

valori in Euro		01/07/2012 30/06/2013		01/07/2011 30/06/2012	
<b>RICAVI</b>		<b>31</b>		<b>31</b>	
Ricavi da gare	31.1	10.776.478		9.553.785	
			0.755.341		6.430.058
			1.106.058		46.517
			2.855.079		3.077.211
Diretti radiotelevisivi e proventi media	31.2	70.744.132		54.981.051	
			42.310.685		47.073.651
			0		0
			15.302.093		2.610.758
			13.071.354		4.000.642
Ricavi da sponsorizzazione e pubblicità	31.3	12.181.542		13.308.217	
			1.228.552		4.232.040
			8.044.277		8.451.638
			2.008.713		623.930
Proventi da gestione diritti calciatori	31.4	3.124.155		14.359.645	
			1.796.578		4.146.465
			1.308.317		10.183.837
			19.260		29.343
Altri ricavi	31.5	10.945.885		2.723.114	
			0		0
			1.507.585		1.115.309
			2.090.480		1.217.450
			660.169		637.366
			5.975.806		0
			406.014		390.354
Variazione delle rimanenze	31.6	629.296		(639.739)	
Ricavi da merchandising	31.7	1.392.824		1.223.218	
<b>TOTALE RICAVI</b>		<b>109.794.311</b>		<b>95.509.291</b>	
<b>COSTI OPERATIVI</b>		<b>32</b>		<b>32</b>	
Materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	32.1	(3.357.002)		(867.656)	
Personale	32.2	(64.428.813)		(54.471.308)	
			(61.452.035)		(51.077.404)
			(2.544.659)		(2.401.016)
			(165.921)		(192.859)
			(265.399)		(199.939)
			0		0
Oneri da gestione diritti calciatori	32.3	(50.762)		(101.600)	
			0		(21.000)
			0		0
			(50.762)		(80.600)
Oneri per servizi esterni	32.4	(18.687.087)		(13.322.303)	
			(540.264)		(548.043)
			0		0
			(5.204.634)		(3.072.002)
			(1.204.667)		(1.031.011)
			(1.226.489)		(1.093.225)
			(173.105)		(162.776)
			(5.529.308)		(3.146.071)
			(4.658.620)		(3.068.216)
Altri oneri	32.5	(6.811.009)		(5.607.467)	
			(238.349)		(288.388)
			(3.487.598)		(3.455.733)
			(637.990)		(406.847)
			(5.405)		(6.045)
			0		0
			(503.435)		(21.856)
			0		0
			(885.082)		(808.042)
			(1.052.250)		(620.550)
<b>TOTALE COSTI OPERATIVI</b>		<b>(93.334.672)</b>		<b>(74.370.334)</b>	
Ammortamenti e svalutazioni delle immobilizzazioni	33	(21.186.647)		(21.511.022)	
			(19.083.837)		(20.565.677)
			0		0
			(915.593)		(892.560)
			(1.187.217)		(52.785)
Accantonamenti e altre svalutazioni	34	(48.287)		(349.483)	
			(48.287)		(432.064)
			0		62.581
			0		62.661
			0		0
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>		<b>(4.775.294)</b>		<b>(721.549)</b>	

valori in Euro		01/07/2012		01/07/2011	
		30/06/2013		30/06/2012	
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>		<b>(4.775.294)</b>		<b>(721.549)</b>	
Utile (Perdite) imprese controllate e collegate		0		0	
Proventi (Oneri) finanziari da partecipazioni	35	0		0	
Proventi (Oneri) finanziari da partecipazioni			0		0
Proventi (Oneri) finanziari da consolidamento			0		0
Oneri finanziari netti e differenze cambio	36	(4.088.181)		(2.741.427)	
Utili e perdite su cambi					
a) utili			105		0
b) perdite			0		(30.720)
<b>Totale utili e perdite su cambi</b>			<b>105</b>		<b>(30.720)</b>
Proventi da attività di investimento					
da titoli iscritti nelle immob. che non cost. partec.			0		0
da imprese controllate			0		0
da imprese collegate			0		0
da imprese controllanti			0		0
da terzi			28.898		159.750
da attualizzazione			258.773		341.351
<b>Totale Proventi da attività di investimento</b>			<b>287.471</b>		<b>501.101</b>
Oneri finanziari					
verso terzi			(2.789.895)		(1.803.518)
da attualizzazione			(1.568.062)		(1.408.291)
<b>Totale oneri finanziari</b>			<b>(4.355.757)</b>		<b>(3.211.808)</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>		<b>(8.843.475)</b>		<b>(3.462.975)</b>	
Imposte correnti	37	(2.584.541)		(1.614.354)	
Imposte differite e anticipate	38	5.533.728		9.298.883	
b) imposte differite			1.618.551		255.648
c) imposte anticipate			3.915.177		9.043.235
<b>UTILE ( PERDITA ) DI ESERCIZIO</b>		<b>(5.894.288)</b>		<b>4.221.554</b>	

Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.sslazio.it](http://www.sslazio.it)

Il Gruppo Lazio chiude l'esercizio con un risultato netto negativo di **Euro 5,89 milioni**, in peggioramento rispetto al 2012 di 10,1 milioni. Tale andamento è dovuto principalmente:

- alla volontà di non accettare offerte di acquisto importanti per non indebolire la squadra proseguendo, nel contempo, il rafforzamento del tasso tecnico del Team nel breve medio periodo, così da potere migliorare i risultati sportivi delle stagioni precedenti;
- al rientro di giocatori ceduti temporaneamente nella stagione 2011/2012 per i quali le società titolari del prestito non hanno esercitato i rispettivi diritti di riscatto;

- alle difficoltà incontrate nella sessione estiva del calciomercato nel diminuire il numero di giocatori non rientranti nei piani tecnici della squadra.<sup>181</sup>

Le conseguenze sono state, pertanto, sia minori plusvalenze nette sulla cessione dei diritti alle prestazioni sportive sia maggiori costi retributivi dei tesserati della prima squadra.

Per quanto riguarda il fatturato totale esso ammonta a **109,7 milioni**, in aumento di 29 milioni rispetto all'anno precedente, con un tasso di crescita del 31%. Il costo del personale è pari a **64,2 milioni** e assorbe circa il 60% dei ricavi totali. Osserviamo la composizione delle fonti di ricavo:

- I **Ricavi da Gare** ammontano a 10,7 milioni, in crescita di 1,2 milioni rispetto all'esercizio precedente. Essi occupano una fetta molto bassa del fatturato totale, pari ad appena il **9,5%**.

La composizione dei ricavi da gara è illustrata nella seguente tabella:

	in €/000		
	30.06.13	30.06.12	%
<b>Ricavi da gare</b>			
Ricavi da gare in casa	6.755	6.430	5,06
% su incassi gare da squadre ospitanti	1.166	47	2.406,74
Abbonamenti	2.855	3.077	-7,22
<b>Totale</b>	<b>10.776</b>	<b>9.554</b>	<b>12,80</b>

*Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.sslazio.com](http://www.sslazio.com)*

Emerge il peso molto basso della voce abbonamenti, che apporta alla società appena 2,8 milioni di Euro, valore in diminuzione rispetto al 2011-2012. Si tratta di un fenomeno che, come visto nel primo capitolo, interessa l'intero panorama calcistico italiano, i cui stadi sono strutture vecchie e arretrate, che di sicuro non spingono gli spettatori verso una massiccia partecipazione. A ciò si affianca la crisi economica che affligge il paese dal 2009, con le risorse finanziarie destinate dalle famiglie all'intrattenimento e al divertimento notevolmente diminuite.

- I **Diritti Televisivi e diritti Media** occupano anche nel caso della SS Lazio la fetta principale dei ricavi, con un importo par a **70,7 milioni di Euro**, in crescita

<sup>181</sup> Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.sslazio.it](http://www.sslazio.it)

del 28% rispetto ai 54,9 milioni dell'esercizio 2011-2012. Il peso complessivo dei broadcasting rights sul fatturato totale è pari al **65%**. La crescita rispetto alla passata stagione è dovuta principalmente ai diritti spettanti in seguito alla partecipazione alla Europa League ed alla Coppa Italia, e dai diritti di partecipazione maturati per la Europa League 13/14 e per la Supercoppa.<sup>182</sup>

La composizione è illustrata nella seguente tabella:

	in €/000		
Ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità	30.06.13	30.06.12	%
Sponsorizzazioni	1.229	4.233	-70,97
Proventi Pubblicitari	8.944	8.452	5,83
Canoni per licenze, marchi e brevetti	2.009	624	221,95
<b>Totale</b>	<b>12.182</b>	<b>13.308</b>	<b>-8,47</b>

Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.sslazio.com](http://www.sslazio.com)

- I **Ricavi Commerciali**, includendo in tale componente le voci Sponsorizzazioni e Pubblicità e Ricavi da Merchandising, sono pari a **13,5 milioni**, con un peso sul fatturato totale del **12,5%** appena. In particolare emerge il peso davvero superfluo della voce ricavi da merchandising, pari a 1,4 milioni e il trend discendente della voce pubblicità e sponsorizzazioni, in diminuzione rispetto al 2011-2012 di 1,2 milioni.

Più specificatamente, i ricavi per le sponsorizzazioni ammontano a 1,2 milioni di Euro e derivano principalmente dal contratto perfezionato con la Macron S.p.A. per la qualifica di sponsor tecnico della S.S. Lazio S.p.A..I proventi pubblicitari ammontano ad 8.9 milioni di Euro e sono principalmente rappresentati dai proventi derivanti dal contratto stipulato con la Infront Italy S.r.l., per Euro 7.2 milioni per la cessione di diritti pubblicitari, quali esposizione pubblicitaria e di sponsorizzazione relativi al Club, organizzazione dei summer camp, iniziative di comunicazione e gestione di “club community” del Club via UMTS,WEB TV, DDT, IPTV, SMS E MMS, gestione editoriale e commerciale del sito internet ufficiale dalla stagione. I canoni per licenza, marchi e brevetti ammontano a 2 milioni di Euro e sono principalmenterappresentati dalle royalties derivanti dal contratto stipulato con la Macron S.p.A., per Euro 1.5 milioni.<sup>183</sup>

<sup>182</sup> Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.sslazio.it](http://www.sslazio.it)

<sup>183</sup> Ibidem

È chiaro come i Biancocelesti siano ancora molto arretrati da questo punto di vista, e trovino perenne difficoltà nel trovare sponsor commerciali in grado di incrementare le casse societarie. Ciò in virtù dello scarso appeal nazionale della squadra, e della totale assenza di visibilità oltre i confini: basti pensare che dalla relazione annuale si legge che i ricavi sono stati maturati interamente entro il territorio Italiano. Ciò si traduce in una totale incapacità di monetizzare il *brand value*, peraltro molto scarso, testimoniata dalla mancanza di uno sponsor ufficiale per i kit da gara e allenamento.

Conseguentemente, è praticamente assente una strategia di diversificazione dei ricavi, composti per 2/3 dai diritti televisivi e con un peso influente dei *matchday revenues*, pari ad appena il 9%, e dei ricavi commerciali, pari ad appena il 12%. Se si effettua un confronto con le principali realtà internazionali, anche di piccole e medie dimensioni, risulta chiaro come dal punto di vista gestionale la visione della SS Lazio sia ancorata a retaggi di un calcio di natura patronale, per niente proiettato all'internazionalità e allo sfruttamento del brand e delle attività di merchandising. Tale circostanza non è ammissibile per una società quotata, i cui titoli rischiano di essere altamente volatili e oscillanti, e si configurano come un semplice veicolo di sfruttamento della fede e della passione dei proprio tifosi, lungi dal rappresentare un sano e valido strumento per il finanziamento dei progetti strategici societari.

#### **4.5 Benchmarking Internazionale: confronto con le performance borsistiche delle principali società di calcio quotate<sup>184</sup>**

I dati analizzati nei paragrafi precedenti dimostrano come le performance delle società di calcio italiane in borsa siano tutt'altro che promettenti. Tutti e tre i titoli hanno fatto riscontrare tassi di rendimento notevolmente negativi dal giorno dell'IPO a oggi, perdendo la maggior parte della loro capitalizzazione di mercato. Inoltre sono emersi fenomeni di *underperformance* rispetto agli indici di mercato di riferimento, che ci indicano come i scarsi risultati in borsa siano si legati al momento di recessione che il Bel Paese sta attraversando, ma tendenzialmente peggiori della media dei principali titoli quotati a Piazza Affari.

---

<sup>184</sup> Tutti i dati a cui si fa riferimento in questo paragrafo sono stati reperiti dal database finanziario Datastream. Laddove si sia utilizzata una fonte bibliografica differente, sarà specificatamente indicato.

Inoltre, e soprattutto, si è evidenziato come le azioni in questione siano fortemente correlate con i risultati sportivi dei club, il che le rende notevolmente volatili e soggette a forti oscillazioni, difficilmente prevedibili.

In effetti si tratta di azioni molto sottili, caratterizzate da una bassa quota di capitale scambiabile sul mercato, e quindi soggette a forti oscillazioni di prezzo, anche con volumi di scambio relativamente contenuti.

Ciò fa sì che il valore di borsa sia nella maggior parte dei casi slegato rispetto ai fondamentali di bilancio: un potenziale investitore che voglia effettuare un'analisi di vantaggio sull'acquisto di tali strumenti dovrebbe essere consapevole che i fattori patrimoniali e finanziari che si desumono dai resoconti intermedi di gestione e dai bilanci non saranno gli unici elementi da tenere in considerazione. Sul corso azionario, infatti, potrebbero gravare l'incidenza dei risultati sportivi, dei pronostici sul prossimo match, della qualificazione centrata o mancata alle competizioni internazionali, dell'infortunio di un top player, del mercato trasferimenti.

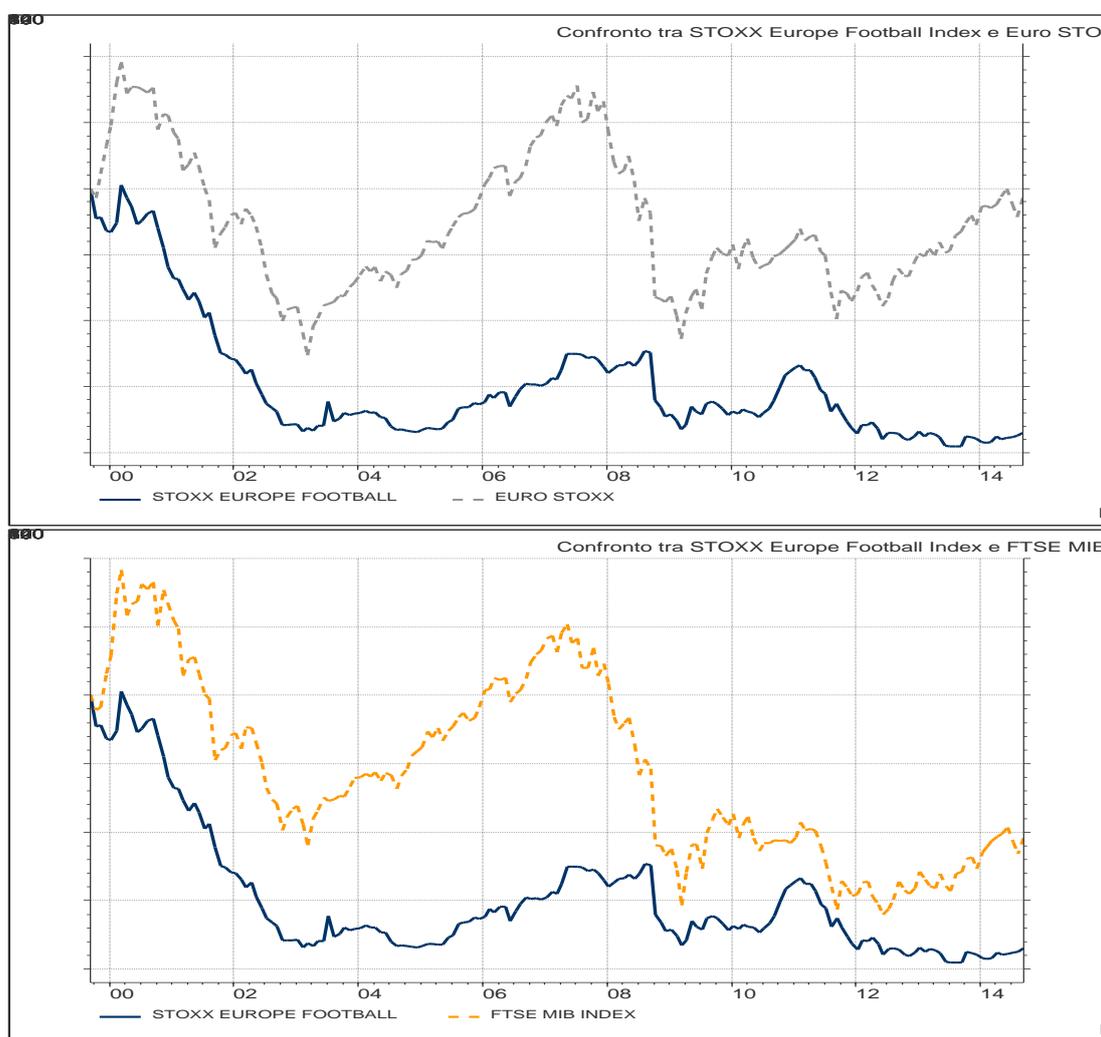
Molto spesso si è sostenuto che il fenomeno fosse limitato al solo mercato italiano, elogiando le performance borsistiche delle *football companies* straniere. In realtà, considerazioni di questo tipo sarebbero troppo semplicistiche. Come nella maggior parte dei casi, il problema e la sua risoluzione sono molto più complessi.

Analizziamo l'andamento dello STOXX Europe Football, indice di borsa che abbiamo descritto precedentemente, che riassume i principali titoli di società di calcio:



Source: Thomson Reuters Datastream

Si nota come negli ultimi anni, e in modo particolare dall'inizio del nuovo millennio, il valore percentuale dell'indice si sia sensibilmente ridotto, dopo un picco negli anni 90' legato all'exploit del fenomeno della quotazione in borsa delle società di calcio inglesi. Dettagliatamente, l'indice fa registrare un valore del 15% in meno rispetto al suo lancio del 1992, e valori di circa ¼ inferiori rispetto ai picchi della seconda metà degli anni 90'. Inoltre, se confrontato con l'Euro STOXX Index e il FTSE Mib, evidenzia performance di settore notevolmente inferiori rispetto a quelle medie di mercato, sia in ambito Europeo che Italiano, rispettivamente -70% e -60%:



Più dettagliatamente, possiamo dimostrare che la negatività delle prestazioni in borsa delle società di calcio è un denominatore comune anche in Europa, analizzando le serie storiche dei titoli di alcune delle principali football companies quotate nel Vecchio Continente.

Cominciamo la nostra analisi dal **Parken Sports & Entertainment**. La società danese controlla il club calcistico del FC Copenhagen ed è sbarcata sui listini nel 1997. Esaminiamo l'andamento storico del corso azionario, che dal momento della quotazione ad oggi ha perso più del 50% del suo valore, passando da un prezzo di 21 Euro nel dicembre 1997 a un prezzo di 10,2 Euro nell'Agosto 2014:

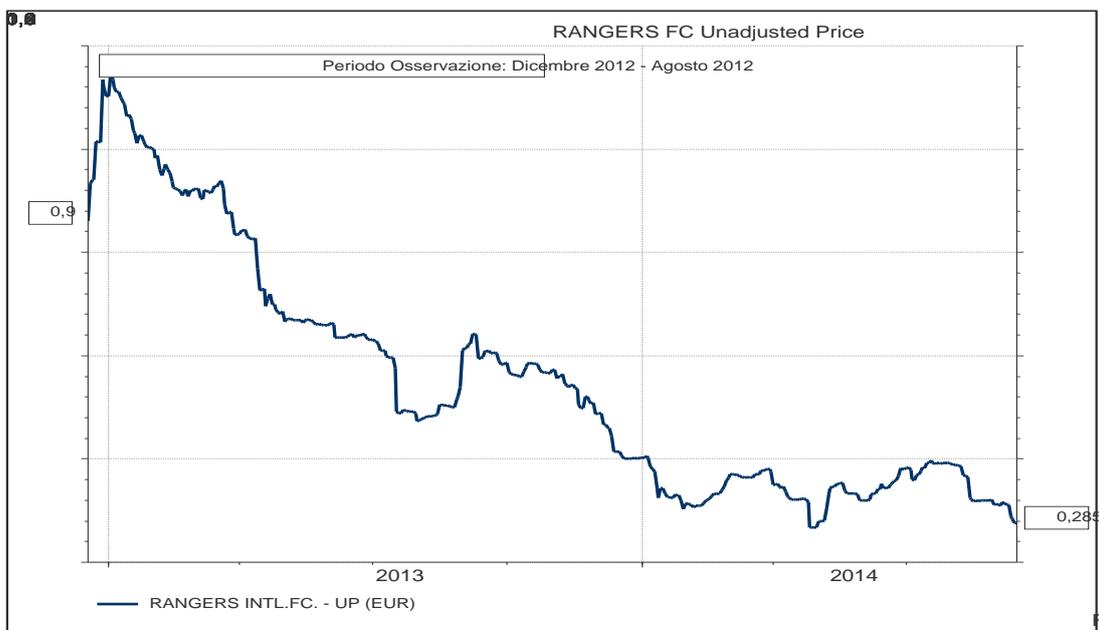


Inoltre, se confrontiamo l'andamento del titolo con l'andamento dell'indice Euro STOXX 50 negli ultimi 10 anni, ci rendiamo conto che a fronte di una performance positiva dell'indice di circa il 20%, il Parken Sports & Ent. ha registrato un andamento negativo di circa il -80%.

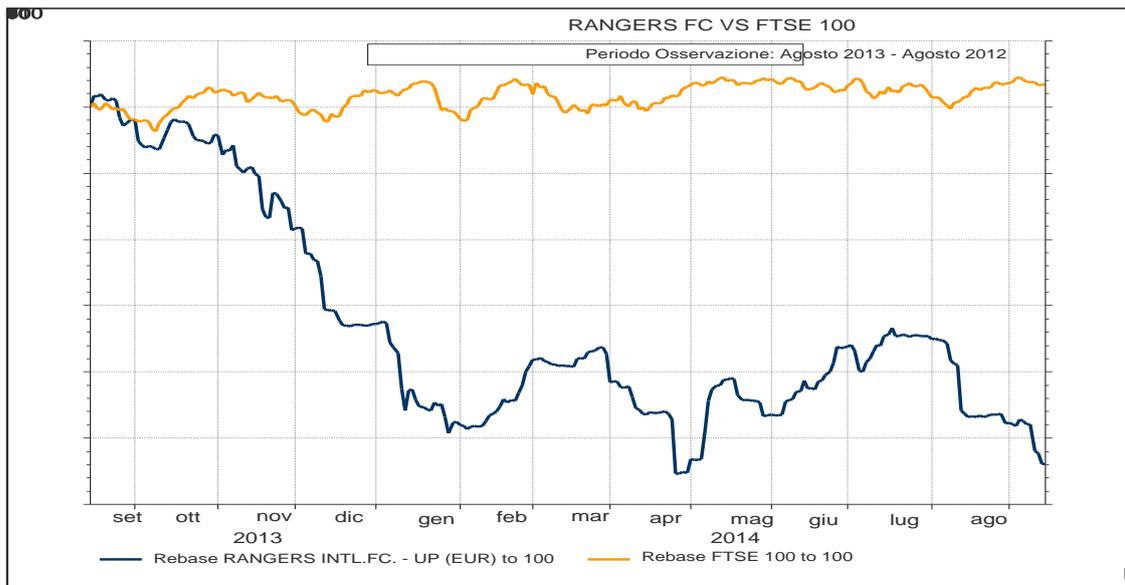


Tuttavia, nel caso della società in questione è opportuno esprimere un giudizio di merito. Nell'arco del periodo che va dall'IPO ai giorni nostri la Parken Sports & Entertainment ha fatto registrare performance brillanti: il titolo, come si vede dal grafico, ha oscillato ben al di sopra dello STOXX 50, ottenendo rendimenti elevatissimi nonostante le non eccellenti performance sportive. Solo a partire dal 2010 ha cominciato a perdere terreno rispetto alla media di mercato riportata dall'indice. Inoltre, si attesta su valori certamente elevati, rispetto alle altre società di calcio.

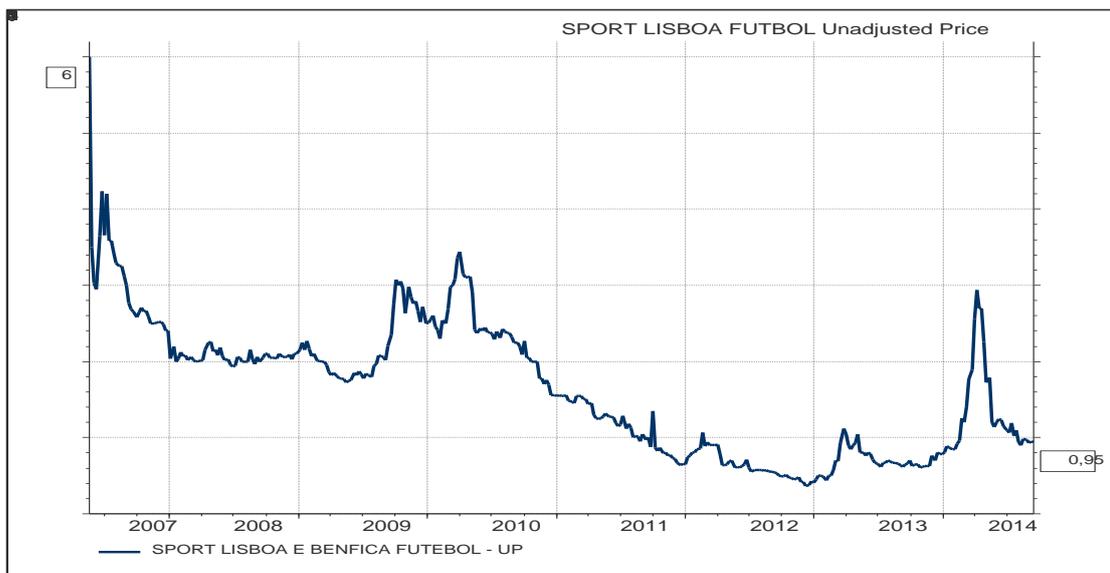
Proseguiamo ponendo l'attenzione sul London Stock Exchange, con il **Rangers FC**, esponente di spicco dello STOXX Europe Football. Il titolo sbarcato nella City solo pochi anni fa (2012), fa già registrare risultati deficitari. In particolare dal valore di quotazione di 0,9 Euro prezza oggi 0,28 Euro, un calo di circa il 70%.



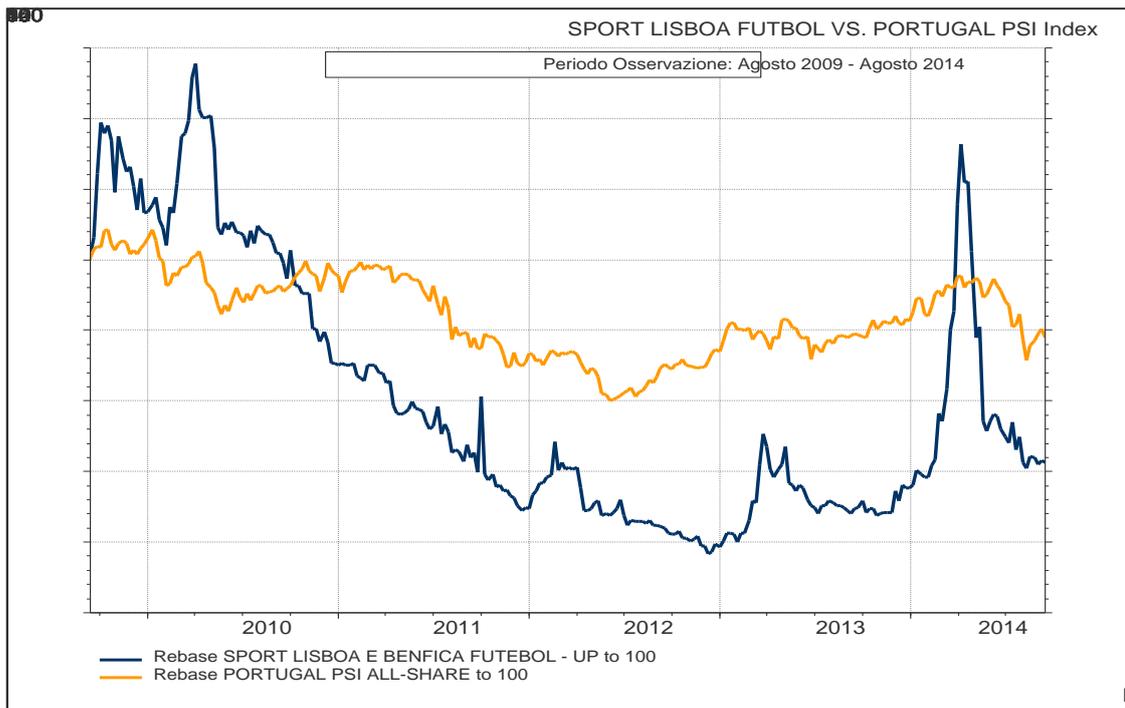
Ancora una volta confrontiamo l'andamento del titolo con un indice che possa indicarci le performance medie del mercato di riferimento, in questo caso il FTSE 100 di Londra. Anche in questo caso emerge un *underperformance* rispetto all'indice consistente: +5% per il FTSE MIB, - 55% per il Rangers, nel periodo di osservazione che va dalla quotazione della squadra scozzese ad oggi.



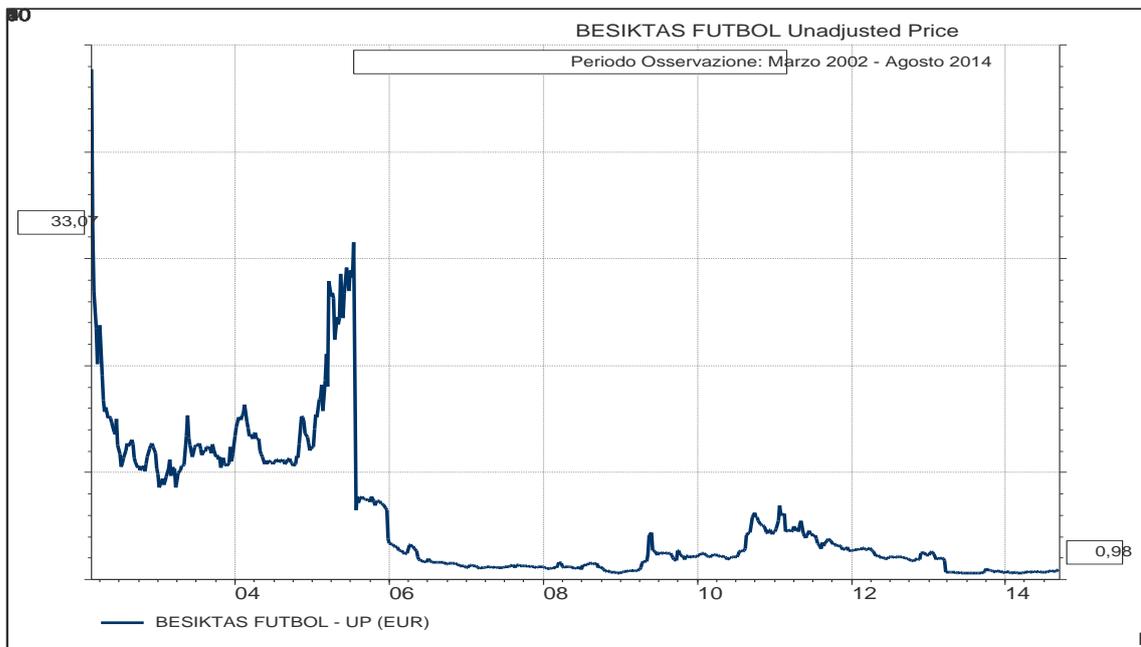
Prendiamo ora in considerazione lo **Sport Lisboa Futbol**, quotato sull'Euronext Portoghese a partire dal 2007. Il titolo quotato a 6 Euro nel 2007, oggi registra una performance del -84%, con prezzo pari a 0,95 Euro.



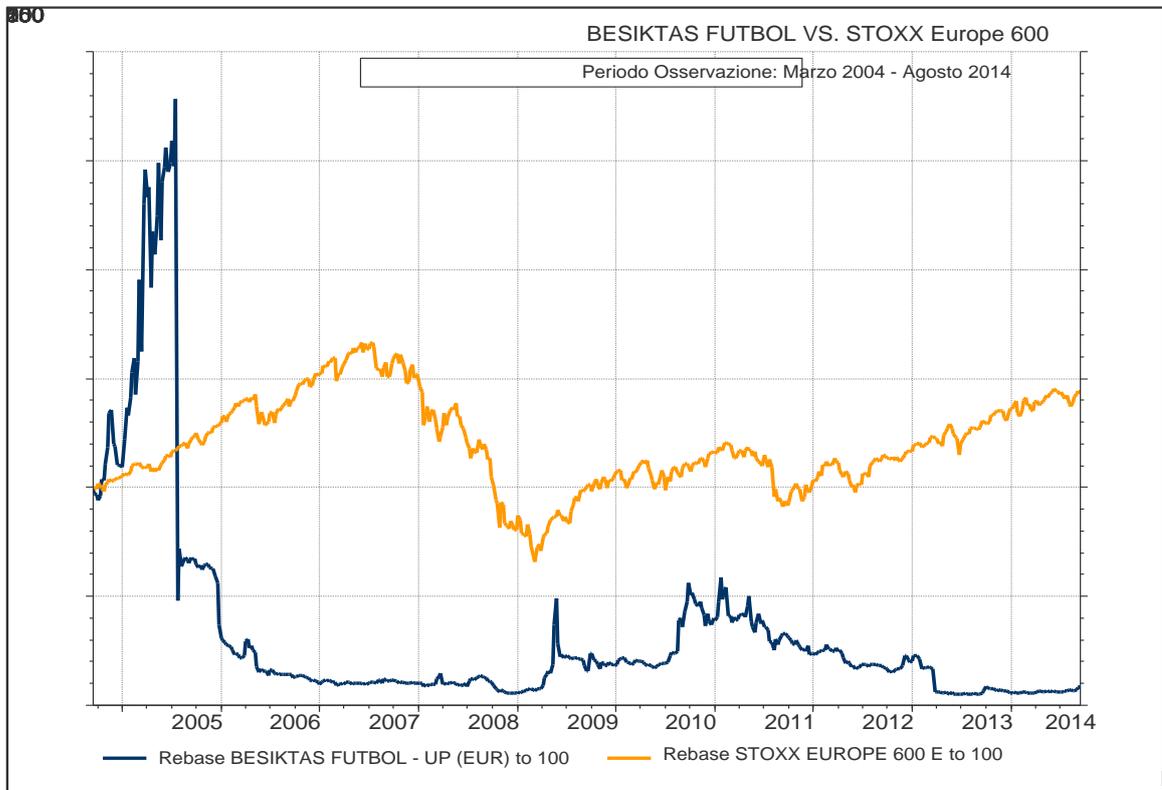
Confrontando l'azione con l'andamento del PSI Index, il principale Equity Index portoghese, dal 2009 al 2014, si evidenzia come il titolo in questione abbia fatto registrare un calo del 60%, a fronte di una *performance* a ribasso del PSI del 20%. Le evidenze empiriche, anche in questo caso, mostrano un rendimento di gran lunga inferiore rispetto al mercato.



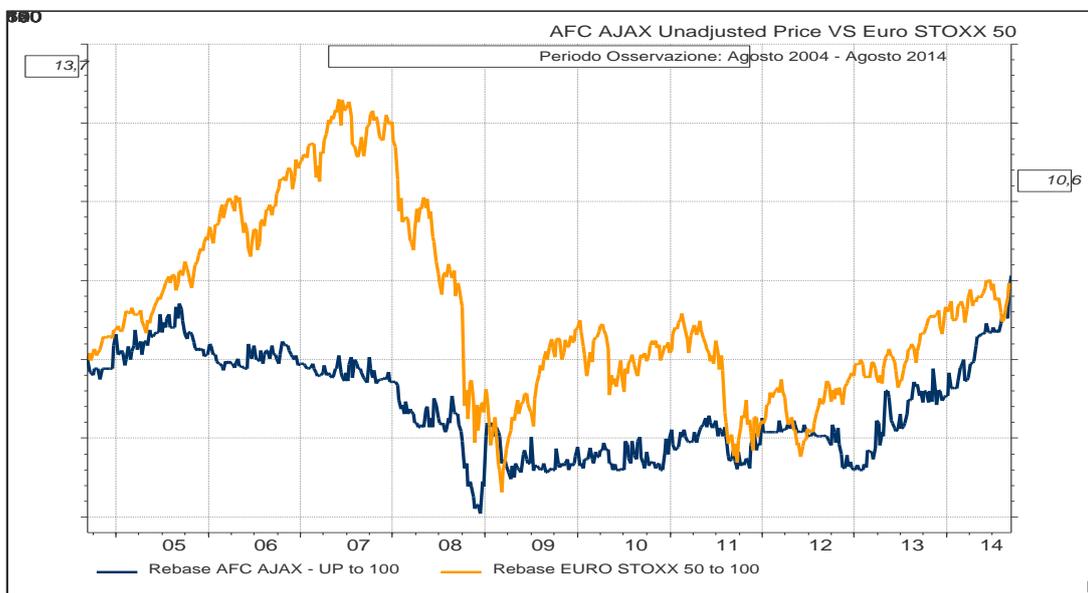
Proseguiamo la nostra analisi con la Turchia, il paese maggiormente rappresentato all'interno dello STOXX Europe Football. In particolare prendiamo in considerazione il **Besiktas**, che colloca le proprie azioni sulla Borsa di Istanbul nel Marzo del 2002. Le performance dall' *opening day* sono pessime: dai 33 Euro di IPO, il titolo ha registrato una flessione del 97% , quotando oggi a 0,98 Euro.



A conferma dell'andamento negativo, analizziamo il confronto con l'indice STOXX Europe 600: +50% per quest'ultimo, a fronte di una performance del -90% per il titolo Besiktas.

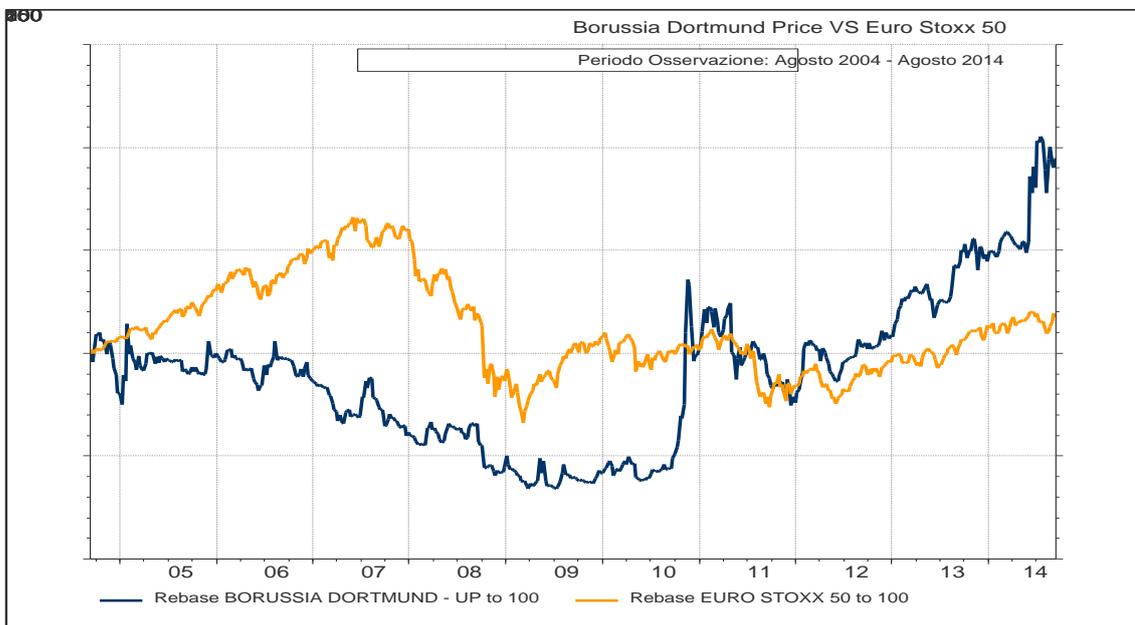


Prendiamo ora in considerazione l' **AFC Ajax**, unica società olandese ad essere quotata all'Euronext di Amsterdam. Nel maggio 1998, all'atto dell'IPO, il titolo valeva l'equivalente di 13,7 Euro. Ad agosto 2014 il valore del titolo risulta notevolmente diminuito, attestandosi sul valore di 10,6 Euro. Tuttavia, se confrontiamo l'andamento del titolo rispetto all'indice azionario europeo di riferimento, l'Euro STOXX 50, notiamo come il rendimento assoluto negli ultimi 10 anni, sia di fatto, pari a quello dell'indice in termini percentuali. Il grafico illustra, comunque, come durante tutto il periodo il titolo abbia performato sempre al di sotto dell'Euro STOXX. Inoltre, diversamente dai casi di flop analizzati precedentemente l'azione ha un valore notevolmente elevato.



Infine, terminiamo l'indagine riportando l'andamento del titolo del **Borussia Dortmund BVB**, primo ed unico team della Bundesliga ad aver collocato le proprie azioni sui mercati finanziari di Francoforte. Purtroppo, anche in questo caso emerge la *performance* negativa del titolo, che dall'IPO ha registrato una flessione del 56%, passando da un prezzo di 11 Euro per azione, a un prezzo di 4,8 Euro per azione. Ma, alla stregua dell'AFC Ajax e del Parken Sports & Ent., possiamo riscontrare una serie di elementi di positività: in primis, il confronto con l'andamento del mercato appare eccellente, con un *overperformance* addirittura rispetto all'indice Euro STOXX 50. In particolare il titolo BVB ha fatto registrare un andamento di +100% negli ultimi 10 anni, a fronte di un +20% dell' *equity index*. In secondo luogo l'azione Borussia Dortmund, pur presentando un andamento discendente negli anni, conserva un valore

elevato rispetto ai principali *comparables* e, soprattutto, si può notare un trend progressivamente crescente a partire dal 2012. Più specificatamente, a partire dai primi giorni del 2012 ad oggi il titolo ha incrementato il suo valore del 60% passando dal prezzo di 1,98 Euro per azione al prezzo odierno di 4,8 Euro.



#### **4.6 Analisi dei Bilanci: Parken Sports & Ent., AFC Ajax Amsterdam, Borussia Dortmund GmbH**

È palese come l'analisi empirica dei dati ci fornisca una totale evidenza del fallimento dell'avventura azionaria della maggior parte delle società di calcio internazionali.

D'altronde l'esperienza inglese avrebbe dovuto insegnarci tanto: i club calcistici d'oltremarina furono i primi a percorrere l'avverso percorso del *going public*, con il Tottenham Hotspur che nel 1983 avviò la collocazione delle azioni sul mercato, seguito a breve distanza da molti altri club, che sulla scia di entusiasmo della seconda metà degli anni 90' decisero di quotarsi al London Stock Exchange.

Ma gli inglesi furono pionieristici anche nel riconoscere i fattori di criticità legati ai titoli di natura sportiva, e più specificatamente calcistica, abbandonando i mercati finanziari già a partire dai primi anni del nuovo millennio. Le società britanniche colsero i problemi di volatilità e bassa patrimonializzazione che caratterizzano le azioni in questione, nonché le basse opportunità di finanziamento che ne derivavano data la scarsa fiducia riposta dagli investitori nei seguenti titoli.

Basti pensare che nel 2001 i club calcistici quotati nella City erano 25, oggi sono appena 3: il Celtic e il Glasgow Rangers nel LSE, l'Arsenal nell'IDCX, mercato non regolamentato <sup>185</sup>

Lo scenario nefasto emerso dall'elaborazione dei dati di borsa, tuttavia, lascia spazio a qualche elemento d'eccezione. Ci sono, tra la platea di club calcistici listati, società che hanno saputo cogliere i benefici derivanti dal collocamento delle proprie azioni sui mercati e, in virtù di una gestione aziendale efficiente e politiche commerciali vincenti sono riuscite a far registrare performance di borsa discrete, o comunque accettabili. È il caso del Parken Sports & Ent., dell'AFC Ajax Amsterdam e del Borussia Dortmund. Questi club, pur essendo caratterizzati da andamenti di borsa negativi, che hanno visto il valore di mercato delle proprie azioni diminuire in maniera consistente, hanno saputo perseguire un modello di business efficiente.

Le società hanno affiancato all'attività calcistica una serie di business collaterali, talvolta correlati al settore sportivo, talvolta totalmente svincolati: in tal modo, hanno ottenuto un schema di *revenues* fortemente diversificato, parzialmente indipendente dai risultati sportivi. Ciò riduce notevolmente la volatilità delle loro azioni, divenute più

---

<sup>185</sup> Fonte: London Stock Exchange Group, [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

stabili, poiché legate a fondamentali di bilancio indipendenti dagli elementi di aleatorietà caratteristici per definizione delle competizioni sportive.

**Parken Sports & Ent.**, per esempio, viene definita come una società attiva nel settore *leisure & entertainment* e sviluppa il proprio business attraverso 5 *parent companies*, ognuna impegnata in un segmento di mercato differente<sup>186</sup>:

- FC Copenaghen, il club calcistico che milita nella Superliga Danese
- Lalandia A/S , società che si occupa della gestione di un parco tematico di divertimento;
- Parken Venues, che comprende il management di tutte le attività svolte all'interno del Parken Stadium, struttura di proprietà dell'azienda, che ospita, oltre alla partite di calcio, concerti, eventi, e *meetings*;
- Fitness dk Holding A/S, attiva nella gestione di palestre e centri benessere;
- Kontorejendomme A/S, impegnata nelle attività di *real estate*.

Se analizziamo il Conto Economico dell'esercizio 2013, vediamo come l'azienda abbia ottenuto *revenues* per 1,3 miliardi di corone danesi, l'equivalente di **226,3 milioni di Euro**, con un utile di esercizio pari a 174 milioni di corone, ovvero **30,1 milioni di Euro**. Inoltre è interessante considerare il rapporto tra **Costo del personale** e fatturato, con il primo che incide sul secondo per il 30,5%. I dati si riferiscono alla relazione finanziaria annuale pubblicata dal gruppo, fruibili esclusivamente in lingua danese. Abbiamo pertanto evidenziato le voci utili ai nostri fini:

---

<sup>186</sup> [www.parken.dk](http://www.parken.dk)

# RESULTATOPGØRELSE

t.kr.	Note	2013	2012
Omsætning	2,3	1.298.912	1.172.104
Eksterne omkostninger	4,5	566.961	584.993
Personaleomkostninger	6	396.943	387.351
Afskrivninger	8	92.578	91.979
<b>Primært resultat for amortiseringer, transferaktiviteter og særlige poster</b>		<b>242.430</b>	<b>107.781</b>
Amortiseringer	8	2.000	2.005
Resultat af transferaktiviteter	7,8	19.346	7.362
Særlige poster	8,9	37	-3.509
<b>Primært resultat</b>		<b>259.813</b>	<b>109.629</b>
<b>Finansielle poster</b>			
Finansielle indtægter	10	3.900	2.694
Finansielle omkostninger	11	52.875	56.041
<b>Finansielle poster i alt</b>		<b>-48.975</b>	<b>-53.347</b>
<b>Resultat før skat</b>		<b>210.838</b>	<b>56.282</b>
Skat af årets resultat	12	36.528	14.973
<b>Årets resultat</b>		<b>174.310</b>	<b>41.309</b>

Fonte: Parken Sports & Entertainment Årsrapport 2013, [www.parken.dk](http://www.parken.dk)

Ma il dato su cui conviene soffermarci maggiormente ai fini della nostra analisi è la composizione del fatturato, che appare perfettamente diversificata: basti pensare che i ricavi provenienti dalla squadra di calcio in senso stretto sono meno di un terzo. In particolare:

- il fatturato congiunto di FC Copenhagen e Parken Stadion pesa per il **31,3%** sul totale, con 408,5 milioni di corone
- Lalandia A/S, con 416,3 milioni di corone, ha un peso percentuale del **31,8%**
- Fitness dk Holdings, con 448,1 milioni di corone ,ha un peso percentuale sul fatturato totale del **34,2%**
- Kontorejendomme A/S contribuisce con 35,4 milioni di corone (**2,7%**)

	F.C. København & Stadion		Lalandia		Fitness		Kontor-ejendomme	
	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012
Omsætning til eksterne kunder	406,8	267,1	416,3	437,5	448,1	445,0	27,7	22,5
Intern omsætning mellem segmenter	1,7	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	7,7	7,5
<b>Segmentomsætning</b>	<b>408,5</b>	<b>268,9</b>	<b>416,3</b>	<b>437,5</b>	<b>448,1</b>	<b>445,0</b>	<b>35,4</b>	<b>30,0</b>

Fonte: Parken Sports & Entertainment Årsrapport 2013, [www.parken.dk](http://www.parken.dk)

Emergere come la realtà danese sia orientata verso un approccio molto più evoluto di sport business: un'idea di *entertainment company* attiva in tutti i settori dell'intrattenimento e dello sport, che ha saputo valorizzare al meglio l'asset impianto sportivo, facendone un punto di forza per reperire finanze da investire nella diversificazione del proprio portafoglio attività, svincolandolo dalla componente "football" in maniera rilevante.

**L'AFC Ajax Amsterdam** è organizzato nella struttura di un gruppo consolidato, di cui la società è la holding: ovviamente è presente l'attività di svolgimento dell'attività calcistica, tramite il team militante nell'Eredivisie olandese e la partecipazione in Ajax Cape Town Ltd, una squadra di calcio sudafricana controllata al 51%. A questa si affiancano altre attività correlate, poste in essere tramite le seguenti società<sup>187</sup>

- Football Merchandising & Promotion Zuid Oost BV, che si occupa delle attività di merchandising
- Tekmessa BV, a cui compete la gestione dei diritti di immagine dei calciatori
- Exekias BV, a cui competono le attività di sfruttamento dell'Amsterdam Arena, sotto la denominazione di Ajax Experience, inclusi eventi e concerti
- Eurysakes BV, attiva nella gestione del Fanshop Ajax

Analizziamo i dati di bilancio relativi alla stagione 2012/2013. Il fatturato del gruppo ammonta a **105 milioni di Euro**, mentre l'utile d'esercizio è pari a **17 milioni di Euro**. L'impatto del costo del personale sui ricavi di vendita è pari al **44%**.

<sup>187</sup> I conti dell'Ajax in utile, con aspettative positive, Luca Marotta, Febbraio 2014, [www.tifosobilanciato.com](http://www.tifosobilanciato.com)

## Geconsolideerde winst- en verliesrekening

BEDRAGEN x EUR 1 000	2012/2013	2011/2012
<b>Netto omzet (21)</b>	105 629	104 488
Inkoopwaarde omzet (22)	7 047	5 792
Lonen, salarissen en sociale lasten (23)	46 881	45 001
Afschrijvingen op vaste activa (24)	2 646	6 104
Overige bedrijfskosten (25)	38 833	34 537
<b>Som der bedrijfslasten</b>	95 402	91 434
<b>Bedrijfsresultaat vóór afschrijvingen en resultaat vergoedingssommen</b>	10 227	13 054
Afschrijvingen vergoedingssommen (26)	(11 157)	(19 008)
Resultaat vergoedingssommen (27)	24 016	13 553
<b>Bedrijfsresultaat na afschrijvingen en resultaat vergoedingssommen</b>	23 086	7 599
Financieel resultaat (28)	318	2 438
<b>Resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening vóór belastingen</b>	23 404	10 037
Belastingen resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening (29)	(5 691)	431
Aandeel in verlies van ondernemingen waarin wordt deelgenomen (30)	-	(9)
<b>Resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening na belastingen</b>	17 713	10 459

Fonte: Ajax Amsterdam Annual Report 2012/2013

In particolare i ricavi di vendita risultano così suddivisi:

Per activiteit	2012/2013	2011/2012
<b>Voetbal</b>		
Recettes competitie, nationale beker en vriendschappelijke wedstrijden	5 036	5 204
Recettes Europese competities	7 341	9 294
Premies Europese competities	10 783	10 194
Seizoenkaarten	11 647	11 566
Business-seats en skybox-plaatsen	9 883	10 227
Indirecte wedstrijdboten	1 547	1 567
<b>Subtotaal</b>	46 237	48 052
Sponsoring	25 157	24 775
Televisie	20 312	19 402
Merchandising	12 639	11 241
Overige baten	1 284	1 018
<b>Totaal netto omzet</b>	105 629	104 488

Fonte: Ajax Amsterdam Annual Report 2012/2013

Il peso della componente **Calcio** (*Voetbal*) è prevalente, occupando il **43%** del fatturato totale. A sua volta il segmento Calcio risulta suddiviso nel seguente modo:

- Ricavi da gare nazionali : 5,03 milioni di Euro (4,7%)
- Ricavi da gare Europee: 7,3 milioni di Euro (6,9%)
- Premi da competizioni Europee: 10,78 milioni di Euro (10,1%)
- Abbonamenti : 11,64 milioni di Euro (11%)
- Sky-Box e Business Seats: 9,8 milioni di Euro (9,3%)

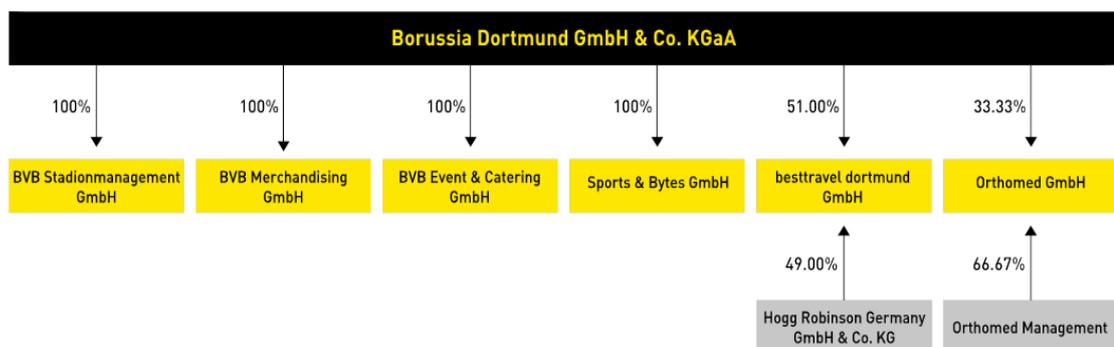
È da notare come l'asset stadio sia fortemente valorizzato dal club olandese, soprattutto tramite la vendita degli abbonamenti da Sky Box, vere e proprie suites private presenti nello stadio e dotate di tutti i comfort, che la società affitta annualmente a prezzi molto elevati, garantendo la piena immersione nell'Ajax Experience. Da soli, i ricavi da Sky Box coprono il 9% del fatturato totale.

Una voce importate sul bilancio è rappresentata dai **Ricavi di natura Commerciale** (Sponsoring + Merchandising), pari a **37,7 milioni di Euro**, circa il **35%** del fatturato totale. Un dato consistente che il club ha saputo alimentare nel corso degli anni valorizzando la propria immagine e la propria identità storica e che rappresenta una delle principali fonti di guadagno per i biancorossi di Amsterdam.

I **Diritti Radio-televisivi** ammontano a **20,1 milioni di Euro**, circa il **19%** sul totale.

Sebbene la componente primaria del fatturato sia rappresentata da ricavi correlati al mondo calcistico, l'Ajax si configura come una delle società più solide dal punto di vista patrimoniale e finanziario: la capacità di valorizzare il proprio brand a livello internazionale è considerata un elemento di spicco della squadra olandese, i cui proventi da merchandising e sponsorizzazioni sono in costante aumento e garantiscono una fetta rilevante del fatturato. Ciò, nonostante da molti anni il club non raggiunga risultati sportivi importanti al di fuori dei confini nazionali. Inoltre, punto forte della società è lo stadio di proprietà Amsterdam Arena, il quale non solo conferisce solidità alla struttura patrimoniale, ma si configura come un elemento capace di generare risorse economiche durante l'intero anno, tramite visite guidate, musei, eventi e concerti.

**Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA** è uno dei brand più forti nel panorama calcistico internazionale. Il core business dell'azienda è lo svolgimento dell'attività di calcio a livello professionistico e l'utilizzo del forte potenziale economico derivante dalle attività ad esso congiunte, in particolar modo quelle relative allo sfruttamento dello stadio di proprietà Signal Iduna Park. Ad oggi la struttura del gruppo è la seguente, con partecipazioni in una serie di *parent companies* a cui compete la gestione dei vari e diversificati business in cui l'azienda opera<sup>188</sup> :



Fonte: [www.bvb.de](http://www.bvb.de)

Come emerge dall'organigramma societario, il calcio è solo uno dei diversi business in cui il gruppo nel suo complesso è diversificato: rimane certo l'attività principale, ma ad essa si affiancano la gestione dello stadio (*BVB Stadionmanagement GmbH*), la valorizzazione del brand tramite il merchandising (*BVB Merchandising GmbH*), l'organizzazione di eventi e la ristorazione (*BVB Event e Catering*), la presenza nel settore *travel* (*besttravel dortmund GmbH*) e la proprietà di un centro per la riabilitazione ortopedica (*Orthomed GmbH*). Siamo in presenza di una società di calcio moderna e all'avanguardia, proiettata verso lo sfruttamento delle opportunità che un fenomeno sociale quale il calcio può fornire: una vera e propria Entertainment Company.

“*The club’s management has created Europe’s most inspiring football project*” recita un *analyst report* di Hack & Aufauser sul gruppo: lo studio evidenzia come dal 2006 al 2014 il valore di mercato dei calciatori abbia registrato un CAGR del 23%.<sup>189</sup> Il BVB cerca di perseguire il successo sportivo in maniera sostenibile, puntando notevolmente

<sup>188</sup> [www.bvb.de](http://www.bvb.de)

<sup>189</sup> *Echte Liebe 09: Another way of winning*, Hack & Aufauser Institutional Research, Settembre 2014, [www.bvb.de/aktie](http://www.bvb.de/aktie)

sulla propria Academy di giovani talentuosi da far crescere all'interno di un gruppo consolidato: basti pensare che l'età media della squadra è di 25 anni. In tal modo la società mantiene basso il monte ingaggi, garantendo prestazioni sempre competitive. In effetti, negli ultimi 4 anni, periodo che possiamo assumere come inizio del rinnovato progetto strategico, il Dortmund ha vinto due titoli nazionali e partecipato, contro ogni previsione, alla finale di Champions League del 2013.

Ma il punto di forza è costituito dal Signal Iduna Park, vero e proprio centro di aggregazione del mondo giallonero: con la media spettatori più elevate di Europa (75.000) , lo stadio presenta un valore di 130 milioni di Euro e garantisce ai tifosi un'esperienza di Live Entertainment a ogni match<sup>190</sup>. Ciò si traduce in guadagni assicurati per l'azienda e nella possibilità di sfruttare la struttura per eventi di ogni genere, incrementando le fonti di ricavo.

Il management è riuscito nell'obiettivo di creare una forte identificazione nella squadra, improntando l'intero assetto organizzato e l'immagine della società all'esterno sui 4 valori base che supportano il brand BVB: Autenticità, Identificazione, Ambizione e Intensità<sup>191</sup>. Il risultato di tutto ciò è stato una crescita notevole dalla *fan base* sia a livello nazionale che internazionale, indipendente dai successi sportivi, che rimangono in ogni caso non eclatanti oltre i confini nazionali. Si è riusciti a creare immedesimazione nei colori e nei valori BVB, team che oggi può contare su 11,7 milioni di tifosi in tutto il mondo, i quali si traducono in un' enorme base di clienti potenzialmente raggiungibili.

L'effetto primario di tale fenomeno è stata la crescita costante del *brand value*, che oggi Forbes stima in 461 milioni di Euro, e la naturale conseguenza della possibilità di monetizzare tale valore producendo flussi di cassa svincolati dai risultati sportivi sia tramite advertising, sia tramite attività di merchandising<sup>192</sup>. Come vedremo in seguito, infatti, le due componenti in aggregato producono più della metà del fatturato dell'azienda.

Le prospettive strategiche d'eccellenza della società si traducono in risultati economico-patrimoniali notevoli, in crescita progressiva dal 2009 e che, come visto precedentemente, hanno dato impulso al valore del titolo negli ultimi due anni. In

---

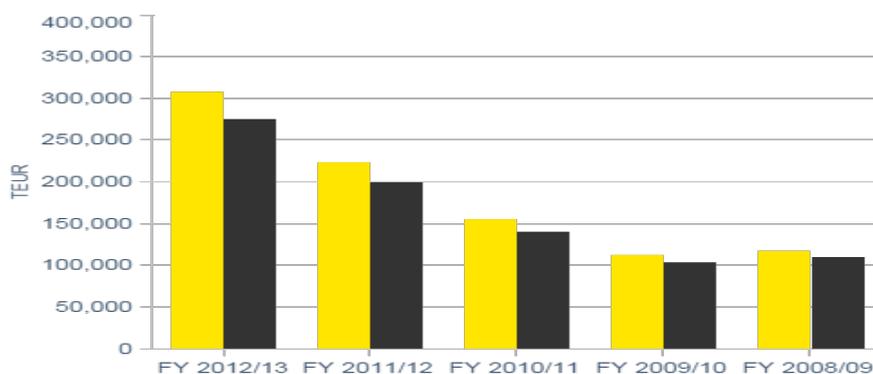
<sup>190</sup> *Echte Liebe 09: Another way of winning*, Hack & Aufauser Institutional Research, Settembre 2014, [www.bvb.de/aktie](http://www.bvb.de/aktie)

<sup>191</sup> [www.bvb.de](http://www.bvb.de)

<sup>192</sup> *Echte Liebe 09: Another way of winning*, Hack & Aufauser Institutional Research, Settembre 2014, [www.bvb.de/aktie](http://www.bvb.de/aktie)

particolare vediamo come la voce *Revenues* abbia fatto registrare un aumento progressivo a partire dal 2009/2010, raddoppiando praticamente il suo valore: da 116 milioni il fatturato è cresciuto a **305 milioni**, un aumento del 160% in 4 anni.

**Gross revenue**



**Key**

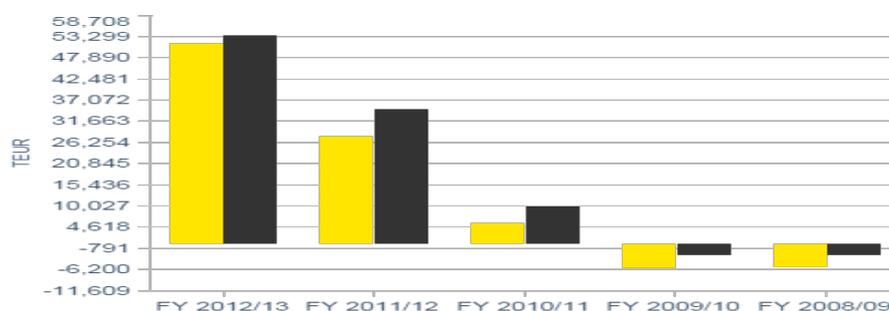
**TEUR**

- Borussia Dortmund Group (IFRS)
- Borussia Dortmund KGaA (HGB)

Fonte: [www.bvb.de](http://www.bvb.de)

Inoltre si registra un utile di **51 milioni** di Euro, anch'esso in crescita costante a partire dal 2009/2010, come si vede dal grafico sottostante. In particolare nella stagione 08/09 la società contabilizzava una perdita di esercizio di 5,9 milioni, che le politiche di monetizzazione del brand intraprese dal management hanno saputo azzerare e trasformare in una profittabilità che appare sostenibile anche nel lungo periodo:

**Net profit/loss**



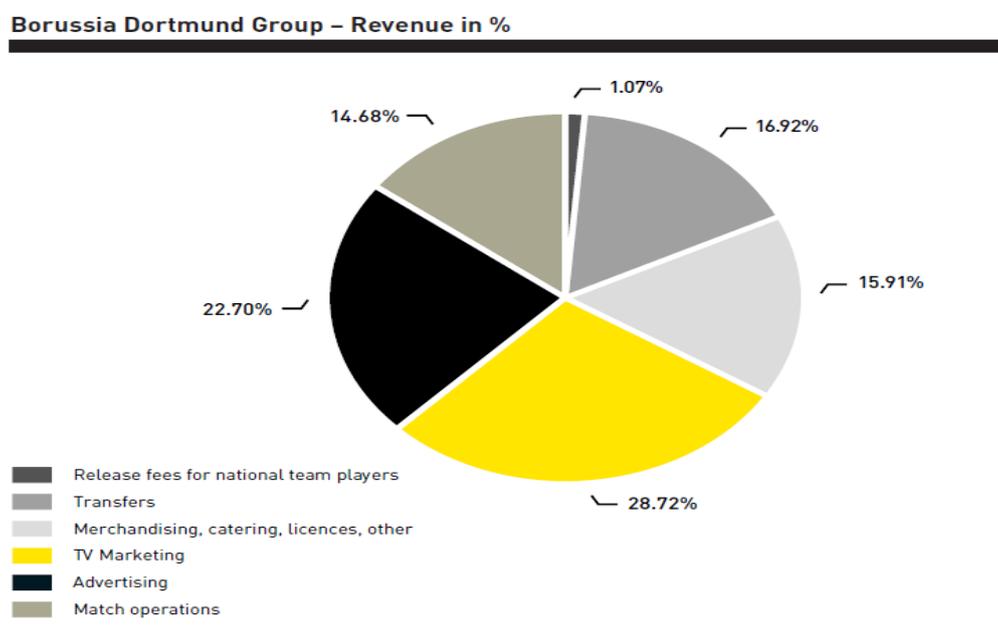
**Key**

**TEUR**

- Borussia Dortmund Group (IFRS)
- Borussia Dortmund KGaA (HGB)

Fonte: [www.bvb.de](http://www.bvb.de)

Ma è opportuno indagare la composizione delle fonti di ricavo, quale emerge dall'Annual Report 2012/2013 della società:



Fonte: [Annual Report 2012/2013 Borussia Dortmund GmbH KGaA/Group](#)

I ricavi da **TV Broadcasting** rappresentano la componente primaria nel FY 2012/2013, con una percentuale del **28,7%**, ammontando a circa 87 milioni di euro. In particolare si registra una crescita rispetto agli anni precedenti: +45% , dovuto in particolar modo alle brillanti performance in ambito internazionale dei gialloneri, con la finale di Champions League e le diverse partite vinte nella competizione.<sup>193</sup>

La componente **Advertising** pesa il **22,7%** , ammontando a 69 milioni di euro circa, e facendo registrare una crescita del 19%. Il brand BVB sta incrementando notevolmente la sua visibilità e la sua attrattività, diventando un veicolo pubblicitario importante per un gran numero di commercial partner internazionali. Gli accordi con PUMA, Evonik e Signal Iduna sono stati rinnovati e porteranno risorse finanziarie notevoli nelle casse dell'azienda: Hack & Aufauser stima che alla chiusura del FY 2013/2014 la componente advertising apporterà al Borussia circa 90 milioni di Euro<sup>194</sup>.

La componente **Merchandising, Catering & Events** ha fatto registrare nel 2013 un peso del **15%**, totalizzando circa 48 milioni di Euro e crescendo di 9 milioni rispetto all'esercizio precedente, pur senza aver ottenuto nella stagione 2012/2013 un titolo. Una

<sup>193</sup> [Annual Report 2012/2013 Borussia Dortmund GmbH KGaA/Group](#)

<sup>194</sup> Ibidem

grande porzione è costituita dalla vendita delle magliette, circa 150.000 tramite diversi canali di vendita. Ben 10 milioni dei 48 totali, invece, provengono dal catering e dagli eventi non legati alle partite.<sup>195</sup>

Tuttavia, tale componente è destinata notevolmente a salire: come emerge dall' analyst report di Edison, l'apertura di numerosi *fanshops* a Singapore e l'aumentata base di tifosi, dovrebbe incrementare notevolmente i ricavi da merchandising, portandoli a circa 60 milioni.<sup>196</sup>

La componente **Transfers Income** si riferisce alle plusvalenze generate dalla cessione calciatori, notevole in questo esercizio poiché derivante dalle vendite di Kagawa e Barrios: circa 51 milioni di Euro, rispetto ai 25 dell'esercizio precedente.

I ricavi provenienti da botteghino (**Match Operations**) coprono il 14% del totale, attestandosi a 44,7 milioni di Euro, in crescita del 43% rispetto al 2011/2012. Nella stagione 2012/2013 il Signal Iduna Park ha fatto registrare una media spettatori impressionante: 79.000, sugli 80.000 di capacità totale della struttura<sup>197</sup>.

Di seguito riportiamo il Conto Economico relativo al FY 2012/2013, estratto dall'annual report del gruppo:

**CONSOLIDATED STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME** of Borussia Dortmund GmbH & Co.  
Kommanditgesellschaft auf Aktien, Dortmund

EUR '000	Note	2012/2013	2011/2012
Revenue	(13)	305,032	215,239
Other operating income	(14)	2,785	7,630
Cost of materials	(15)	-17,491	-12,477
Personnel expenses	(16)	-106,216	-79,923
Depreciation, amortisation and write-downs	(17)	-22,414	-18,587
Other operating expenses	(18)	-96,579	-70,490
<b>Profit from operating activities</b>		<b>65,117</b>	<b>41,392</b>
Income from investments in associates	(3)	-13	59
Finance income	(19)	94	144
Finance costs	(19)	-5,162	-5,004
<b>Financial result</b>		<b>-5,081</b>	<b>-4,801</b>
<b>Profit before income taxes</b>		<b>60,036</b>	<b>36,591</b>
Income taxes	(20)	-8,843	-9,061
<b>Consolidated net profit for the year</b>		<b>51,193</b>	<b>27,530</b>

Fonte: Annual Report 2012/2013 Borussia Dortmund GmbH KGaA/Group

<sup>195</sup> Ibidem

<sup>196</sup> Borussia Dortmund: Game changer, Edison Investment Research, August 2014, [www.bvb.de/aktie](http://www.bvb.de/aktie)

<sup>197</sup> Annual Report 2012/2013 Borussia Dortmund GmbH KGaA/Group

È interessante notare come il **costo del personale**, vera e propria piaga sui bilanci delle società italiane, incida esclusivamente per il 34% sul fatturato totale. Come riportato precedentemente, la politica manageriale della società punta all'acquisto e alla crescita di giovani talenti, abbattendo in tal modo i costi legati ai salari e perseguendo la sostenibilità dei conti societari.

#### **4.7 Manchester United Plc: monetizing a successful football club**

Le azioni del **Manchester United** sono quotate dal 2012 al NYSE, dopo aver effettuato il *delisting* dalla borsa londinese nel 2005 per volontà della nuova compagine proprietaria Red Football Ltd. guidata dall'americano Malcolm Glazer.

I *red devils*, già nell'arco temporale di contrattazione sul LSE che va dal 1991 al 2005, avevano fatto registrare prestazioni borsistiche e finanziarie da capogiro, estranee a qualsiasi altro titolo calcistico: il titolo era passato dai 19,25 pence del prezzo di collocamento ai 261 pence dell'ultimo giorno di scambio sui mercati, facendo registrare una performance di +1270%<sup>198</sup>.

Poi ci fu il *delisting*, in seguito al *takeover* portato avanti dal magnate statunitense, che dal 2002 aveva progressivamente incrementato le proprie quote di partecipazione nella società fino ad ottenere nel 2005 il 98% del capitale, necessario per promuovere un c.d. *compulsory buyout* e acquisire coattivamente la totalità del capitale sociale<sup>199</sup>.

Nel 2012 il Manchester United Plc. è ritornato sui mercati per volontà della proprietà, con obiettivi di reperimento di risorse finanziarie necessarie per appianare il forte indebitamento. Questa volta la società con sede nelle isole Cayman ha optato per Wall Street, con un'IPO dal controvalore di 230 milioni di dollari, e un prezzo di offerta di 14\$. Ad oggi il Manchester United capitalizza 2,6 miliardi di dollari e il prezzo si è incrementato a **16,2\$**, ovvero +14% dall'opening day.<sup>200</sup> Questo, nonostante si possa ampiamente affermare che la stagione sportiva 2013-2014 sia stata una delle più tormentate dell'ultimo ventennio per i rossi di Manchester, con l'addio dello storico manager Ferguson e le performance non esattamente brillanti della squadra, finita sesta in campionato e non qualificata per nessuna competizione Europea. Di seguito

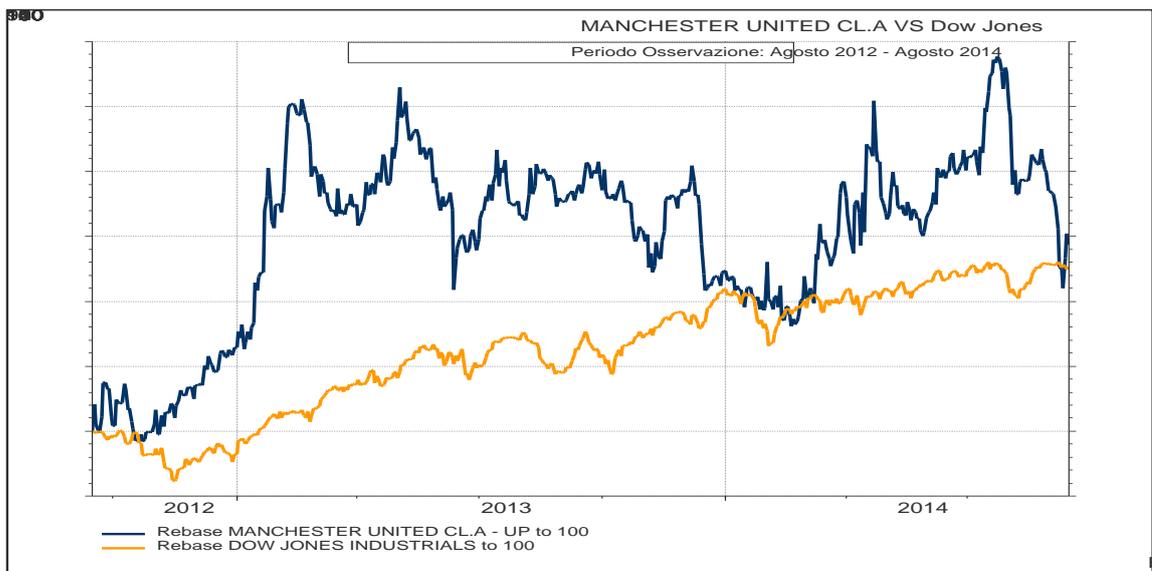
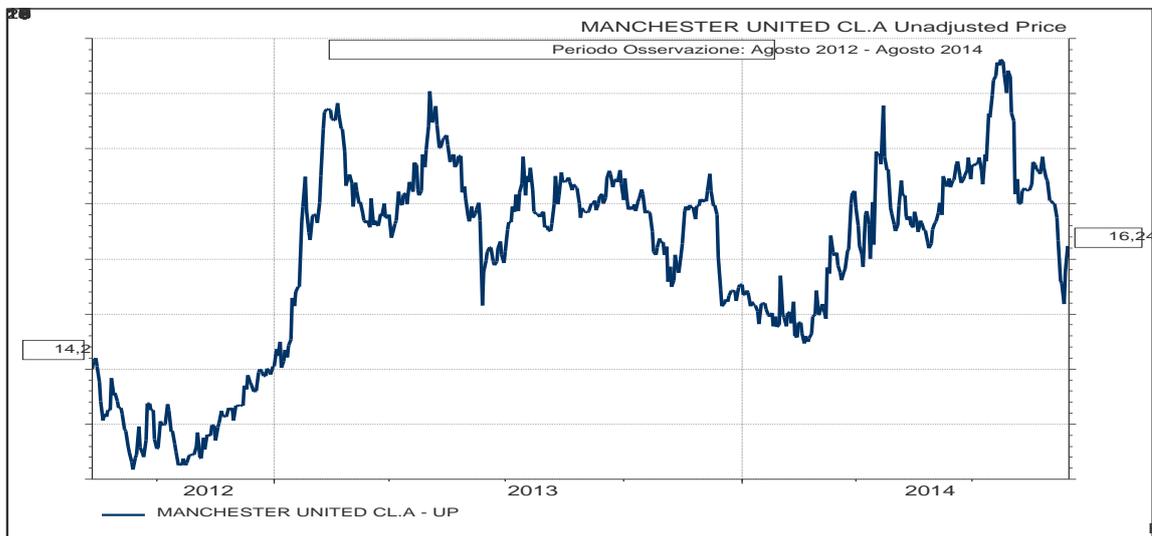
---

<sup>198</sup> Smith C. , *Manchester United IPO: History Says Don't Buy*, 8/10/2012 , [www.forbes.com](http://www.forbes.com)

<sup>199</sup> Ibidem

<sup>200</sup> Fonte: Datastream

l'andamento del corso azionario, e il confronto con il Dow Jones Index, espressivo del mercato borsistico USA, rispetto al quale il titolo in esame ha fatto registrare nella maggior parte del *range* temporale di analisi un *overperformance* consistente: negli ultimi 10 anni +30% per il MAN UTD e +25% per il DJ<sup>201</sup>.



Il Manchester United è una delle squadre di calcio più popolari del mondo, nonché uno dei team più vincenti di sempre: nella sua gloriosa tradizione storica di 134 anni, il club ha collezionato 64 trofei e detiene il record di Premier League vinte, con 20 titoli.

La società ha sviluppato nel corso del tempo un modello di business vincente, basato su tre fonti di ricavo principali<sup>202</sup>:

<sup>201</sup> Fonte: Datastream

<sup>202</sup> Manchester United: Monetizing a succesful football club, April 2013, [www.marketline.com](http://www.marketline.com)

1. **Commercial.** Il brand Manchester United ha un appeal globale e la capacità di monetizzare il brand value rappresenta uno dei punti focali della strategia della società. Si stima che il club possa contare su 650 milioni di sostenitori in tutto il mondo e, solo nella stagione 2012/2013, si registrano 5 milioni di prodotti marchiati Manchester United venduti in più di 130 paesi<sup>203</sup>. In particolare, all'interno del comparto commercial si identificano 3 principali fonti di *revenues*:
  - **Sponsorship:** l'enorme platea di consumatori raggiungibile dalla società e la validità del brand rendono il Manchester United notevolmente appetibile per le più grandi e affermate multinazionali, disposte a sborsare cifre da capogiro per assicurarsi contratti di sponsorizzazione con il club inglese.  
Ne è un esempio il contratto di sponsorizzazione da 130 milioni di dollari sottoscritto con Adidas, che diverrà a partire dal 2015-2016 lo sponsor tecnico dei *Red Devils*.
  - **Retail, Merchandising, Apparel & Product Licensing:** *si tratta essenzialmente delle attività di vendita e distribuzione di tutti i prodotti di consumo marchiati Man Utd, dai kit sportivi alle tazze da caffè. Il merchandising viene distribuito tramite un'ampia rete di punti vendita e tramite e-commerce. La società ha saputo sfruttare la visibilità del brand in paesi in via di sviluppo, implementando le attività di distribuzione tramite l'apertura di flagship stores a Singapore, Macau, India e Thailandia*<sup>204</sup>.
  - **New Media & Mobile:** *sfruttando la grande base di consumatori potenzialmente raggiungibili la società ha diversificato il proprio business nel settore dei social media e della mobile communication, sviluppando partnership con i principali operatori di telecomunicazioni in molto paesi del mondo.*
  
2. **Broadcasting.** La società beneficia dalla vendita dei diritti radio-televisivi per la visione dei propri match sia direttamente, tramite le *fees* che gli operatori televisivi pagano contrattualmente, sia indirettamente, tramite l'accrescimento della visibilità internazionale del proprio brand e dell'immagine dei propri partner commerciali. In particolare, i proventi da *broadcasting* provengono dalla vendita dei diritti TV per le partite di Premier League, di Champions League e di FA Cup.

---

<sup>203</sup> [www.manutd.com](http://www.manutd.com)

<sup>204</sup> [www.manutd.com](http://www.manutd.com)

3. **Matchday.** Si tratta dei ricavi derivanti dalla vendita dei biglietti per assistere alle partite all'Old Trafford, l'iconico stadio dei rossi di Manchester, vero e proprio tempio del calcio mondiale, dotato di 75.000 sedute e di una percentuale di riempimento media del 99%<sup>205</sup>.

Di seguito presentiamo il prospetto di Conto Economico al 30/06/2013 di Manchester United Plc.

**CONSOLIDATED INCOME STATEMENT**  
(unaudited, in £ thousands, except per share and shares outstanding data)

	Twelve months ended 30 June		Three months ended 30 June	
	2013	2012	2013	2012
Revenue	363,189	320,320	85,096	74,492
Operating expenses	(310,337)	(285,139)	(83,288)	(82,138)
Profit on disposal of players' registrations	9,162	9,691	1,137	1,795
<b>Operating profit/(loss)</b>	<b>62,014</b>	<b>44,872</b>	<b>2,945</b>	<b>(5,851)</b>
Finance costs	(72,082)	(50,315)	(31,722)	(14,591)
Finance income	1,275	779	834	103
<b>Net finance costs</b>	<b>(70,807)</b>	<b>(49,536)</b>	<b>(30,888)</b>	<b>(14,488)</b>
Loss before tax	(8,793)	(4,664)	(27,943)	(20,339)
Tax credit	155,212	27,977	134,042	5,434
<b>Profit/(loss) for the period</b>	<b>146,419</b>	<b>23,313</b>	<b>106,099</b>	<b>(14,905)</b>

Emerge un quadro notevolmente positivo per la società, con numeri che non abbiamo ritrovato nelle precedenti analisi. Il fatturato del 2013 ammonta a **363 milioni di sterline**, equivalenti a 460,9 milioni di Euro, in crescita rispetto al 2012 del 13%.

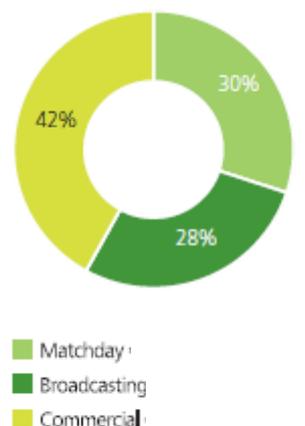
L'utile d'esercizio è incredibilmente pari a **146 milioni di sterline**, ma è tuttavia viziato dalla voce tax credit. Come si legge dall'Earning Release della società il Net Income Adjusted, cioè il risultato d'esercizio ricalcolato aggiungendo la componente tax credit esclusivamente di competenza dell'esercizio, ammonta a **17,2 milioni di sterline**, in crescita rispetto al 2011-2012 del 282%.<sup>206</sup> Inoltre, i costi del personale (che compaiono in bilancio inglobati nella voce *operating expenses*) ammontano a **180,5 milioni di sterline**, con un peso sul fatturato pari al solo 49%.

<sup>205</sup> Deloitte Football Money League, Gennaio 2014

<sup>206</sup> Manchester United Plc. Earnings Release: 4th Quarter and Full Year Results 2013, [www.manutd.com](http://www.manutd.com)

Ovviamente concentriamo la nostra attenzione sulla composizione delle fonti di revenues, prendendo in considerazione la tabella riportata sul Quarterly Report del 30/06/2013 emesso dalla società e il rapporto Deloitte 2014:

£ million (except adjusted earnings per share)	Twelve months ended 30 June		Change
	2013	2012	
Commercial revenue	152.5	117.6	29.7%
Broadcasting revenue	101.6	104.0	(2.3)%
Matchday revenue	109.1	98.7	10.5%
Total revenue	363.2	320.3	13.4%
Adjusted EBITDA*	108.6	91.6	18.6%
Profit/(loss) for the period (i.e. Net Income)	146.4	23.3	528.3%
Adjusted profit/(loss) for the period (i.e. Adjusted Net Income)*	17.2	4.5	282.2%



Fonte: Manchester United Plc. Earnings Release: 4th Quarter and Full Year Results 2013

La voce **Commercial** è la più rilevante del fatturato: con 152 milioni di sterline (**192 milioni di Euro**) da sola contribuisce all'apporto del **42%** dei ricavi totali. È anche la componente che fa registrare il più alto tasso di crescita rispetto all'esercizio precedente (+29%), a testimonianza della capacità dell'azienda di sfruttare a livello globale la forza del proprio brand, sulla cui monetizzazione si approfondono il focus strategico e gli obiettivi del management. Sulla crescita della componente Commercial hanno influito una serie di fattori notevoli: nuovi partner globali e regionali, l'apertura di un sales office a Hong Kong, la crescita della componente mobile e new media, e il nuovo accordo di sponsorship con Chevrolet, che porterà 559 milioni di sterline in 7 anni<sup>207</sup>.

L'area dei ricavi commerciali presenta notevole marginalità per l'azienda, in virtù di costi fissi legati al suo sviluppo tendenzialmente stabili: le strategie aziendali hanno puntato notevolmente sulla massiccia penetrazione di tale settore, tramite la stipula di numerose partnership commerciali e l'adozione di una struttura regionale di sponsorship<sup>208</sup>.

In particolare, i ricavi dell'area *commercial* risultano così suddivisi:

<sup>207</sup> Deloitte Football Money League, Gennaio 2014

<sup>208</sup> Manchester United Plc. Earnings Release: 4th Quarter and Full Year Results 2013. [www.manutd.com](http://www.manutd.com)

- **Sponsorships:** 90,9 milioni di sterline ( 59%). I trionfi sportivi del Manchester United e la popolarità della Premier League hanno offerto al club la possibilità di raggiungere progressivamente accordi commerciali con grandi aziende multinazionali. Si stima, per esempio, che in ogni partita della stagione 2012/2013 l'audience medio sia stato di 43 milioni di telespettatori<sup>209</sup>. Ciò costituisce una grande vetrina per le aziende che decidono di affidare ai Red Devils la diffusione della propria immagine. Il portafoglio partners oggi include aziende del calibro di AON, Nike, Chevrolet, DHL, Turkish Airline, Thomas Cook.

La società ha portato avanti nel corso degli anni una duplice strategia per incrementare i ricavi da collaborazione commerciale.

In primis, il Manchester United continua a perseguire l'espansione del proprio portafoglio sponsor sia a livello globale che su base regionale, attuando una politica di segmentazione di prodotto e di territorio, c.d. regional sponsorship model. Seguendo tale linea, il club ha incrementato la propria presenza commerciale nei paesi del Sud-Est Asiatico e nel Nord America, mercati potenzialmente lucrativi nei prossimi anni.

In secondo luogo la società punta al rinnovamento dei contratti già in essere a prezzi più alti e laddove non sia possibile, cerca di trovare nuove opportunità commerciali in grado di rimpiazzare quelle attuali. L'esempio è fornito dalla partnership tecnica con Nike, interrotta per un contratto ben più lucrativo, quello da 130 milioni di dollari con la tedesca Adidas.

La duplice strategia ha permesso un incremento dei ricavi da sponsorship consistente: un CAGR del 31% dal 2010 al 2013<sup>210</sup>.

- **Retail, Merchandise, Apparel and Product Licensing:** 38,6 milioni di sterline (25,4%). Il Manchester United ha venduto nell'ultimo anno più di 5 milioni di prodotti col suo brand in 130 paesi. Una vera e propria potenza commerciale, posta in essere tramite retail shops monomarca, e-commerce e grandi centri commerciali. Basti pensare che il megastore presente nell'Old Trafford ha registrato nella scorsa stagione più di 1 milione di visitatori, con un traffico giornaliero medio di 11.000 persone<sup>211</sup>.

---

<sup>209</sup> Deloitte Football Money League, Gennaio 2014

<sup>210</sup> Manchester United: Monetizing a successful football club, April 2013, [www.marketline.com](http://www.marketline.com)

<sup>211</sup> [www.manutd.com](http://www.manutd.com)

- **New Media & Mobile:** 23 milioni di sterline (15%). L'avvento dell'era digitale e la diffusione sempre crescente dei contenuti di social media e mobile internet hanno visto il Manchester United diversificare i propri ricavi in questa direzione, conscio che è impensabile non essere presenti con contenuti mobile e on-line nel 2014, i quali offrono nuove e importanti opportunità di business.

Il club ha stipulato mobile telecom partnerships in oltre 44 paesi, lanciando la piattaforma web MU Mobile, per la fruizione di contenuti sempre aggiornati sulla squadra e l'utilizzo di servizi di telecomunicazione. Il sito internet pubblicato in 7 lingue conta circa 62 milioni di visualizzazioni al mese, e la pagina Facebook del Manchester United annovera circa 53 milioni di followers. Numeri che rendono la società notevolmente appetibile e popolare anche sul web.

I **Broadcasting Rights** hanno fatto affluire nelle casse della società 101 milioni di sterline (**128 milioni di Euro**) con un peso sulle total revenues del **28%**. Come emerge dalla tabella sopra riportata si registra un lieve decremento dei ricavi da diritti tv, dovuto alla diminuzione della quota di market pool sui proventi televisivi della UEFA Champions League.

Si tratta comunque di una componente su cui la società non può influire, poiché la vendita dei diritti televisivi per la Premier League è negoziata a livello collettivo e i proventi sono suddivisi in parti eguali tra i club partecipanti e in parte tra quelli retrocessi. Ciò comporta l'impossibilità per il Manchester United di far valere la propria posizione di leading team, nonostante un audience media per partita di 48 milioni di spettatori, largamente superiore agli altri club. Tale fenomeno arreca un grande svantaggio al club rispetto ai top team europei, primi tra tutti Real Madrid e Barcellona, che posseggono i broadcasting rights e li cedono sulla base di contratti singoli<sup>212</sup>.

Per ciò che riguarda la UEFA Champions League, anche in questo caso i diritti sono negoziati collettivamente, sulla base di un importo fisso garantito a ogni club e di importo addizionale per ogni partita disputata. A questo si aggiungono bonus in

---

<sup>212</sup> Deloitte Football Money League, Gennaio 2014

relazione alle performances nel girone e nelle fasi finali<sup>213</sup>. Il club detiene anche un canale tv MUT V, da cui deriva una piccola porzione dei ricavi.

Gli incassi da botteghino (**Matchday**) sono pari a 109 milioni di sterline (**138 milioni di Euro**) e rappresentano il **30%** del fatturato totale. L'Old Trafford ha fatto registrare una capienza media di 75.000 spettatori nella stagione 2012-2013 e rappresenta sempre e comunque una risorsa fondamentale per il Manchester United. In particolare il management ha curato la gestione del c.d. Executive Club, marchio che cura i premium seats e le hospitality facilities dello stadio, ovvero posti riservati e dotati di servizi speciali venduti tramite abbonamenti annuali a prezzi notevolmente elevati. L'Old Trafford è dotato di 155 luxury seats, 8.000 executive club seats, 15 ristoranti riservati agli spettatori speciali <sup>214</sup>.

L'analisi effettuata dimostra come il Manchester United abbia saputo trasformare i suoi successi sul campo in una performance finanziaria eccellente: il club mira progressivamente ad accrescere la propria base di tifosi, puntando a generare brand awareness soprattutto nei paesi in via di sviluppo. In tal modo si riesce a monetizzare l'elevato valore di un brand riconosciuto in tutto il globo, intensificando sempre più le attività di merchandising e stringendo accordi commerciali che costituiscono la primaria fonte di ricavo per la società.

Siamo di fronte al "best in the class", il chiaro esempio di come si possa trasformare uno sport in un business ultra-redditizio.

#### **4.8 L'impatto dei risultati sportivi sulle *performances* di borsa**

Nei paragrafi precedenti, e in generale lungo tutto l'iter evolutivo della nostra indagine, abbiamo più volte affermato come i titoli di società calcistiche siano fortemente volatili, poiché essenzialmente legati in maniera imprescindibile ai risultati sul campo da calcio ottenuti dalle squadre. Ciò accade, secondo la letteratura, poiché siamo in presenza di strumenti altamente sottili, ovvero caratterizzati da una quota limitata di flottante, e di conseguenza soggetti a forti manovre speculative in presenza di volumi di negoziazione non eccessivamente elevati.

---

<sup>213</sup> Deloitte Football Money League, Gennaio 2014

<sup>214</sup> Manchester United: Monetizing a successful football club, April 2013, [www.marketline.com](http://www.marketline.com)

Si è evidenziato, poi, come tale fenomeno sia più accentuato per le società che presentano una composizione delle fonti di ricavo scarsamente diversificata, quali le società italiane. È chiaro che un fatturato la cui parte rilevante è caratterizzata da fonti legate al settore calcistico sia più influenzato dalla stessa componente sportiva, poiché tendenzialmente soggetto alle *performances* sui campi da gioco che le squadre riportano. Di conseguenza, le vittorie o le sconfitte riportate dai club influenzano l'evoluzione del prezzo azionario, essendo il prezzo di un titolo legato alle aspettative di guadagno della società quotata, ed essendo queste ultime notevolmente correlate con i risultati sportivi.

Nel corso degli anni numerosi sono stati gli studi empirici che hanno cercato di dimostrare il legame che intercorre tra i risultati sportivi, anche al di fuori dell'ambito calcistico, e gli *stock market returns*. La letteratura sul tema è molto variegata, e si inserisce all'interno del filone della *behavioral finance*, la quale si occupa di indagare gli aspetti comportamentali e psicologici legati alle asimmetrie informative sui mercati azionari.

Stadtmann, per esempio, analizza 97 partite del Borussia Dortmund in un periodo di tempo compreso tra il 2000 e 2002 e giunge alla conclusione che gli *unexpected results* per i match nazionali e internazionali hanno un impatto significativo sul valore di mercato delle azioni del club<sup>215</sup>. Renneboog e Vanbrabant analizzano poi 17 squadre di calcio inglesi tra il 1995 e il 1998, trovando una forte associazione tra vittorie, sconfitte e pareggi e *stock market returns* : lo studio scopre che le vittorie hanno un impatto positivo sul valore delle azioni, laddove pareggi e sconfitte hanno un impatto negativo e ulteriormente più marcato rispetto ai casi di vittoria<sup>216</sup>. Proseguendo, Boyle e Walter conducono nel 2003 uno studio sulla reazione dei mercati azionari ai match di rugby in Nuova Zelanda, trovando un'associazione positiva ma non significativa tra risultati sportivi e prezzo azionario<sup>217</sup>. Brown e Hartzell nel 2001 analizzano la reazione dei mercati azionari ai risultati sportivi conseguiti dalla squadra di basket dei Boston

---

<sup>215</sup> Stadtmann, G., *Frequent news and pure signals: evidence of a publicly traded football club*, Scottish Journal of Political Economy, 2006, 53, pag. 485-504.

<sup>216</sup> Renneboog L. and Vanbrabant P., *Share price reactions to sporty performance of soccer clubs listed on the London Stock Exchange and the AIM*, Economic Research Working Paper No.19, 2000.

<sup>217</sup> Boyle G. and Walter B., *Reflected glory and failure: international sporting success and the stock market*, Applied Financial Economics, 2003, 60, pag. 333-370

Celtics, scoprendo anche in questo caso che le sconfitte incidono negativamente sul valore del titolo <sup>218</sup>.

Infine, uno dei più recenti studi è stato condotto da Scholtens e Peenstra, che analizzano 1274 match di 8 squadre sia a livello nazionale che internazionale tra il 2000 e il 2004<sup>219</sup>. La metodologia usata è il c.d. *event study*, metodo empirico per verificare la reazione dei prezzi azionari rispetto a uno specifico evento, che nel nostro caso consisteva nel risultato di una partita di calcio.

Il *datatype* che si va a indagare è l'*average abnormal return* del titolo nel primo giorno di trading successivo all'evento in questione. Viene dimostrato che una vittoria impatta in maniera moderatamente positiva sul mercato azionario, più specificatamente si registra un incremento medio di +0,36% del corso azionario. Viceversa, i mercati azionari puniscono le sconfitte così come i pareggi, che mediamente fanno registrare un decremento dei prezzi di -1,41% e -1,10% rispettivamente. Quindi, i mercati azionari rispondono molto più fortemente alle sconfitte e ai pareggi che alle vittorie. Di seguito la tabella estratta dal paper:

**Table 1: Abnormal return for all matches (N = 1274)**

	$\overline{AR}$ %
<b>Win</b>	0,36%
<b>Loss</b>	-1,41%
<b>Draw</b>	-1,10%

Lo studio indaga, poi, la differenza tra incontri nazionali ed Europei in termini di impatto sul valore di mercato del titolo, distinguendo all'interno di ogni categoria gli eventi attesi e inattesi.

Per ciò che riguarda le partite disputate in ambito nazionale, emerge che le Vittorie Inaspettate provocano un impatto positivo sul corso azionario minore rispetto alle Vittorie Attese: rispettivamente +0,23% e +0,39%. Inoltre, è altrettanto sorprendente verificare l'incidenza delle sconfitte sul corso azionario, in ogni caso negativa: le Sconfitte Inaspettate provocano un ribasso minore rispetto alla Sconfitte Attese, -0,87%

<sup>218</sup> Brown G. and Hartzell J.C., *Market reaction to public information: the atypical case of the Boston Celtics*, Journal of Financial Economics, 2001, 60, 333-370

<sup>219</sup> Scholtens B. and Peenstra W., *Scoring on the stock exchange? The effect of football matches on stock market returns: an event study*, Applied Economics, 2009, 41, 3231-3237.

e -1,87% rispettivamente. Per ciò che riguarda i pareggi, laddove si verifica un Pareggio quando era attesa una vittoria si constata un pesante rendimento negativo (-1,4%), mentre *l'abnormal return* in caso di pareggio quando era attesa una sconfitta è praticamente nullo. Complessivamente, come emerge dalla tabella di seguito riportata, rialzo medio di +0,38% per le Vittorie, ribasso medio di -1.14% per le Sconfitte, ribasso medio di -1,14% per i Pareggi.

**Table 2: Abnormal return for matches in the national league (N = 1039)**

	$\overline{AR}$ %
<b>Win</b>	0,38%
<b>Win expected</b>	0,39%
<b>Win unexpected</b>	0,23%
<b>Loss</b>	-1,14%
<b>Loss expected</b>	-1,87%
<b>Loss unexpected</b>	-0,84%
<b>Draw</b>	-1,14%
<b>Draw: win expected</b>	-1,40%
<b>Draw: loss expected</b>	-0,01%

Per ciò che riguarda le partite disputate in ambito Europeo, si nota che laddove le Vittorie Attese fanno registrare un impatto praticamente nullo le Vittorie Inattese incidono positivamente sul corso del titolo, con un *abnormal return* medio di +1,19%. Un dato significativo è quello relativo alle Sconfitte Inattese nei match Europei, che provocano performance notevolmente negative per le azioni, con un ribasso medio di -3,07%, rispetto alle Sconfitte Attese che provocano ribassi medi di -1,34%. Per ciò che riguarda i pareggi il trend è identico al caso precedente. Complessivamente, come emerge dalla tabella sottostante, si nota che in ambito Europeo le Sconfitte incidono molto più negativamente sul valore del titolo rispetto alle Sconfitte in ambito nazionale, con rendimenti medi di -2,14% (vs.-1,14% per le sconfitte nazionali). Le vittorie e i pareggi provocano risultati di borsa in linea con le evidenze emerse per i match nazionali (+0,22% e -0,94% rispettivamente).

**Table 3**  
**Abnormal return for matches in the European league (N = 235)**

	$\overline{AR}$ %
<b>Win</b>	0,22%
Win expected	-0,07%
Win unexpected	1,19%
<b>Loss</b>	-2,14%
Loss expected	-1,34%
Loss unexpected	-3,07%
<b>Draw</b>	-0,94%
Draw: win expected	-1,32%
Draw: loss expected	-0,27%

Si può concludere, affermando che i mercati azionari rispondono in maniera positiva alle vittorie e in maniera negativa ai pareggi e alle sconfitte e che, soprattutto, tale risposta è asimmetrica: molto più consistente per le sconfitte che per le vittorie. Inoltre il mercato sembra più sensibile ai risultati in ambito Europeo rispetto a quelli in ambito nazionali, soprattutto per ciò che concerne i risultati Inattesi.

Nel seguente paragrafo, si cercherà di dimostrare la suddetta asserzione, andando ad indagare, per le sole società di calcio italiane quotate a Piazza Affari, la correlazione tra i risultati sportivi e l'andamento del titolo.

In particolare saranno costruite delle tabelle a doppia entrata, raffiguranti su un asse il numero di vittorie (V), Sconfitte (S) e Pareggi (X) ottenuti dalla squadra nel periodo di osservazione considerato, e su un altro la performance borsistica ottenuta in corrispondenza di ogni risultato: sarà, per la precisione, presa in considerazione la variazione del prezzo tra l'ultimo giorno di contrattazioni prima di un match ( $P_t$ ) e il primo giorno di borsa aperta dopo il match stesso ( $P_{t+1}$ ), ovvero  $\Delta P = (P_{t+1} - P_t)$ . In tal modo si andrà a stimare una distribuzione di frequenza per le variabili Rialzo ( $\Delta P > 0$ ), Ribasso ( $\Delta P < 0$ ) e Invariato ( $\Delta P \approx 0$ ). La variabile Invariato si riferisce alle variazioni percentuali di prezzo dopo un match comprese nell'intervallo  $[-0,2\%; +0,2\%]$ . Il periodo di osservazione si riferisce alle stagioni calcistiche 2012-2013 e 2013-2014 e i match considerati sono quelli relativi al campionato italiano di Serie A e alla UEFA Champions League per la sola Juventus, non avendo le altre squadre partecipato alla competizione nel range temporale di analisi.

Di seguito la tabella a doppia entrata relativa alla Juventus S.p.A. :

	Rialzo	Ribasso	Invariato	Tot.
V	21	14	31	66
X	4	8	2	14
S	1	10	1	12
				92

*Fonte: elaborazione personale dai dati Datastream*

Nel periodo in questione sono stati disputati, tra campionato e Champions League, 92 incontri: 66 vittorie, 14 pareggi e 12 sconfitte. La Juventus ha vinto entrambi i campionati in questione, di cui l'ultimo con risultati da record: 102 punti e +17 dalla Roma seconda in classifica. Come abbiamo avuto modo di vedere nell'analisi del titolo in precedenza, la tendenza al ribasso dopo la vittoria dello scudetto viene qui confermata: il 5 Maggio 2013, dopo la vittoria con il Palermo, la Juventus vince la Serie A e il titolo subisce un ribasso il giorno dopo dello 0,5%; esattamente un anno dopo (5 Maggio 2014) la Juventus di Conte vince il suo terzo scudetto consecutivo e il titolo subisce un ribasso del 2,5%.

Come vediamo dalla tabella, sia il pareggio che la sconfitta hanno un impatto negativo sul titolo nella maggior parte dei casi: su 14 pareggi verificiamo 8 ribassi (60% dei casi) e su 12 sconfitte 10 ribassi (83% dei casi). Viceversa per ciò che concerne le vittorie non si riesce a identificare un trend univoco, con rialzi, ribassi e invariati equamente distribuiti. Emerge, tuttavia, come nel 46% dei casi (31/66) ad una vittoria sia seguita una variazione del titolo molto leggera, come testimoniato dalla variabile Invariato, che racchiude oscillazione comprese tra il -0,2% e il +0,2%. Inoltre, come possiamo notare dalla tabella sotto riportata, la maggior parte dei rialzi (14/21) e dei ribassi (9/14) conseguenti a una vittoria sono inferiori all'1%.

### Variazione percentuale Titolo Juventus S.p.A. dopo Vittorie. Stagione 2012-2013

Giornata	Data	Risultato	Esito		
1	25/08/2012	2-0	V	0,001	0,53%
2	02/09/2012	1-4	V	0	0,00%
3	16/09/2012	1-3	V	0,001	0,49%
4	22/09/2012	2-0	V	0,001	0,30%
6	29/09/2012	4-1	V	0,004	1,79%
7	07/10/2012	1-2	V	-0,007	-3,06%
8	20/10/2012	2-0	V	0,005	2,11%
9	28/10/2012	0-1	V	0,000	0,00%
10	31/10/2012	2-1	V	0,002	0,93%
12	10/11/2012	1-6	V	-0,001	-0,52%
15	01/12/2012	3-0	V	0,002	0,75%
16	09/12/2012	0-1	V	-0,009	-4,07%
17	16/12/2012	3-0	V	0,002	1,05%
18	21/12/2012	1-3	V	0	0,00%
23	03/02/2013	1-2	V	0,001	0,47%
24	09/02/2013	2-0	V	0,002	0,93%
26	24/02/2013	3-0	V	0,001	0,47%
28	10/03/2013	1-0	V	0	0,00%
29	16/03/2013	0-2	V	0	0,00%
30	30/03/2013	1-2	V	0	0,00%
31	06/04/2013	2-1	V	0	0,00%
32	15/04/2013	0-2	V	0,001	0,47%
33	21/04/2013	1-0	V	-0,001	-0,46%
34	28/04/2013	0-2	V	-0,004	-1,83%
35	05/05/2013	1-0	V	-0,001	-0,46%
36	08/05/2013	0-1	V	0	0,00%
37	11/05/2013	1-1	V	0	0,00%

Fonte: elaborazione personale dai dati Datastream

### Variazione percentuale Titolo Juventus S.p.A. dopo Vittorie.

#### UEFA Champions League 2012/2013 – 2013/2014

CL	07/11/2012	4-0	V	0	0,00%
CL	20/11/2012	3-0	V	0,002	0,94%
CL	05/12/2012	0-1	V	0	0,00%
CL	12/02/2013	0-3	V	0	0,00%
CL	06/03/2013	2-0	V	0	0,00%
CL	27/11/2013	3-1	V	0	0,00%

Fonte: elaborazione personale dai dati Datastream

### Variazione percentuale Titolo Juventus S.p.A. dopo Vittorie. Stagione 2013-2014

1	24/08/2013	0-1	V	-0,001	-0,67%
2	31/08/2013	4-1	V	0,000	0,00%
4	22/09/2013	2-1	V	0	0,00%
5	25/09/2013	1-2	V	-0,002	-0,98%
6	29/09/2013	0-1	V	0	0,00%
7	06/10/2013	3-2	V	0	0,00%
9	27/10/2013	2-0	V	-0,014	-5,57%
10	30/10/2013	4-0	V	0	0,00%
11	02/11/2013	0-1	V	0,002	0,84%
12	10/11/2013	3-0	V	0,006	2,59%
13	24/11/2013	0-2	V	0	0,00%
14	01/12/2013	1-0	V	0	0,00%
15	06/12/2013	0-2	V	0,007	2,98%
16	15/12/2013	4-0	V	0,002	0,88%
17	22/12/2013	1-4	V	-0,002	-0,93%
18	05/01/2014	3-0	V	0	0,00%
19	12/01/2014	1-4	V	0	0,00%
20	18/01/2014	4-2	V	0	0,00%
22	02/02/2014	3-1	V	-0,002	-0,93%
24	16/02/2014	3-1	V	0	0,00%
25	23/02/2014	1-0	V	0,001	0,45%
26	02/03/2014	0-2	V	-0,002	-0,87%
27	09/03/2014	1-0	V	0,003	1,26%
28	16/03/2014	0-1	V	0,004	1,67%
29	23/03/2014	0-1	V	0	0,00%
30	26/03/2014	2-1	V	0	0,00%
32	07/04/2014	2-0	V	0	0,00%
33	14/04/2014	0-2	V	0,001	0,41%
34	19/04/2014	1-0	V	0	0,00%
35	28/04/2014	1-3	V	-0,002	-0,94%
36	05/05/2014	1-0	V	-0,006	-2,53%
37	11/05/2014	0-1	V	0	0,00%
38	18/05/2014	3-0	V	0	0,00%

*Fonte: elaborazione personale dai dati Datastream*

Tale fenomeno ci testimonia una volatilità del titolo sicuramente ridotta, e probabilmente è dovuto alle politiche di diversificazione dei ricavi che la società sta attuando negli ultimi anni: la costruzione di una fonte di *revenues* stabile come lo J-Stadium e l'aumentato peso contrattuale nella stipula di contratti di sponsorizzazione e merchandising hanno contribuito a segmentare ulteriormente il fatturato, che risulta, come visto dalla *break down analysis* precedente sicuramente più variegato rispetto a quello delle altre italiane quotate, ancora troppo dipendenti dalla voce *broadcasting rights*.

Consideriamo ora la AS Roma S.p.A.

	Rialzo	Ribasso	Invariato	Tot.
V	17	14	12	43
X	1	13	1	15
S	0	15	3	18
				76

*Fonte: elaborazione personale dai dati Datastream*

Nelle due stagioni calcistiche prese in considerazione la Roma ottiene due risultati decisamente contrastanti.

Il 2012-2013 è una stagione fallimentare, con Zeman esonerato alla 23° giornata e la squadra che si piazza al 6° posto in campionato, perdendo la finale di Coppa Italia con gli acerrimi rivali della Lazio. Il 2013-2014 è la stagione della rivalse: Rudi Garcia forma una squadra che esprime un gioco senza precedenti ed è competitiva fino alla fine con la super Juventus di Antonio Conte, a cui contende lo scudetto fino a poche giornate dalla fine. Tale trend si riflette anche nell'andamento di borsa del titolo, a conferma dell'ipotesi per cui i risultati sportivi, e più precisamente le aspettative circa i risultati sportivi della stagione calcistica, si riflettano sul corso azionario: al 26/08/2013 l'azione prezzava 0,493, mentre al termine della stagione, il 18 Maggio 2014 il prezzo era di 0,860 Euro, con una performance del +74%. Inoltre, durante l'intero campionato il titolo ha ripetutamente toccato quote notevolmente più alte, con massimi di 1,7 Euro. Solo dopo la vittoria definitiva del campionato della Juventus, e precisamente dopo la sconfitta della Roma a Catania che regalava matematicamente il titolo ai bianconeri, il corso azionario ha cominciato a denunciare cali consistenti, cadendo al di sotto della quota 1 Euro per Azione. Di seguito presentiamo il grafico del titolo durante la stagione calcistica 2013-2014:



*Fonte: Yahoo Finance*

Passiamo ora a considerare i risultati dell'analisi sull'associazione tra risultati sportivi e performance di borsa. Dalla tabella emerge anche in questo caso come necessariamente a una sconfitta segua un ribasso del corso azionario (15 casi su 18) e come il pareggio sia considerato dagli investitori al pari di una sconfitta, influenzando negativamente sul valore del titolo, con 13 ribassi su 15 pareggi totali. Ulteriormente confermata è la tesi per cui non si riesce a identificare un trend univoco per l'evento vittoria: infatti, le distribuzioni di frequenza sono discretamente equilibrate, con 17 rialzi, 14 ribassi e 12 invariati.

Ma il fenomeno che emerge dall'analisi del titolo AS Roma è che, diversamente da quanto accadeva nel caso Juventus, si verificano rialzi e ribassi molto più marcati, con oscillazioni più significative.

In particolare, su 17 Rialzi totali, il 50% sono superiori al 2% e ravvisiamo oscillazioni del titolo dell'ordine del 24% e 26% , non presenti nei casi precedenti:

## Variazioni Percentuali Positive Titolo As Roma S.p.A. Stagioni 2012/2013 – 2013/2104

Giornata	Data	Risultato	Esito		Var.%
2	02/09/2012	1-3	V	0,033	5,78%
4	23/09/2012	0-3	V	0,010	1,71%
7	07/10/2012	2-0	V	0,002	0,35%
15	02/12/2012	1-3	V	0,003	0,60%
25	16/02/2013	1-0	V	0,013	2,58%
3	16/09/2013	1-3	V	0,002	0,40%
4	22/09/2013	2-0	V	0,002	0,40%
5	25/09/2013	0-2	V	0,010	2,00%
6	29/09/2013	5-0	V	0,038	7,16%
7	05/10/2013	0-3	V	0,142	24,40%
8	18/10/2013	2-0	V	0,360	26,87%
15	08/12/2013	2-1	V	0,064	5,45%
20	18/01/2014	3-0	V	0,002	0,17%
24	16/02/2014	3-0	V	0,007	4,43%
30	25/03/2014	2-1	V	0,017	1,47%
32	06/04/2014	1-3	V	0,007	0,60%
33	12/04/2014	3-1	V	0,014	1,24%

*Fonte: elaborazione personale dai dati Datastream*

Per ciò che riguarda i ribassi, su 42 totali, 17 sono superiori al 3% (40% circa) :

## Variazioni Percentuali Negative Titolo As Roma S.p.A. Stagioni 2012/2013 – 2013/2104

Giornata	Data	Risultato	Esito		Var.%
1	26/08/2012	2-2	X	-0,044	-6,68%
3	16/09/2012	2-3	S	-0,039	-6,29%
5	26/09/2012	1-1	X	-0,019	-3,19%
6	29/09/2012	4-1	S	-0,009	-1,68%
9	28/10/2012	2-3	S	-0,018	-3,27%
10	31/10/2012	3-2	S	-0,006	-1,23%
11	04/11/2012	4-1	V	-0,009	-1,62%
12	11/11/2012	3-2	S	-0,017	-3,27%
13	19/11/2012	2-0	V	-0,002	-0,41%
14	25/11/2012	1-0	V	-0,003	-0,59%
16	08/12/2012	4-2	V	-0,005	-1,00%
17	16/12/2012	1-0	S	-0,010	-2,00%
19	06/01/2013	4-1	S	-0,016	-2,96%
20	13/01/2013	1-0	S	-0,004	-0,88%
21	20/01/2013	1-1	X	-0,002	-0,39%
22	27/01/2013	3-3	X	-0,004	-0,79%
23	01/02/2013	2-4	S	-0,015	-3,06%
24	10/02/2013	3-1	S	-0,019	-3,66%
26	24/02/2013	2-3	V	-0,028	-5,20%
27	03/03/2013	3-1	V	-0,014	-2,77%
28	09/03/2013	1-1	X	-0,006	-1,19%
31	08/04/2013	1-1	X	-0,007	-1,44%
33	21/04/2013	1-1	X	-0,003	-0,72%
35	04/05/2013	0-1	V	-0,004	-0,84%
36	07/05/2013	0-1	S	-0,002	-0,42%
9	27/10/2013	0-1	V	-0,022	-1,42%
10	31/10/2013	1-0	V	-0,082	-5,11%
12	10/11/2013	1-1	X	-0,157	-10,78%
13	25/11/2013	0-0	X	-0,100	-7,09%
14	01/12/2013	1-1	X	-0,042	-3,21%
16	16/12/2013	2-2	X	-0,056	-4,67%
17	22/12/2013	4-0	V	-0,006	-0,51%
18	05/01/2014	3-0	S	-0,027	-2,36%
22	02/02/2014	4-2	V	-0,024	-1,98%
23	09/02/2014	0-0	X	-0,025	-2,13%
25	22/02/2014	0-1	V	-0,01	-0,85%
26	01/03/2014	0-0	X	-0,04	-3,43%
27	09/03/2014	1-0	S	-0,018	-1,62%
28	17/03/2014	3-2	V	-0,01	-0,87%
35	27/04/2014	2-0	V	-0,008	-0,72%
36	04/05/2014	4-1	S	-0,033	-3,13%
37	11/05/2014	0-1	S	-0,020	-2,10%

*Fonte: elaborazione personale dai dati Datastream*

In definitiva, a parer di chi scrive, i dati confermano le supposizioni alla base della tesi, per cui in presenza di bilanci scarsamente diversificati, o in ogni caso ancorati eccessivamente alla componente calcio in termini di ricavi, le azioni della società sono certamente più volatili e in ogni caso soggette a manovre speculative più marcate.

Prendiamo in considerazione, ora, la SS Lazio S.p.A.

	Rialzo	Ribasso	Invariato	Tot
V	16	11	8	35
X	3	10	5	18
S	3	18	2	23
				76

*Fonte: elaborazione personale dai dati Datastream*

Nel periodo d'osservazione la Lazio ha disputato 76 incontri: 35 vittorie, 18 pareggi, 23 sconfitte. In entrambi i campionati in questione ha ottenuto piazzamenti discreti, ma in ogni caso non eccellenti: 7° posto nella stagione 2012-2013 e 9° posto nella stagione 2013-2014. Nel range temporale il titolo ha mantenuto un valore pressoché simile, mantenendosi su prezzi prossimi a 0,5 Euro per Azione, ma subendo numerose oscillazioni di media entità. In particolare possiamo notare come sui 20 rialzi totali, circa 8 siano di entità superiore al 2%, mentre nei casi di ribasso abbiamo oscillazioni più marcate, con il titolo che in 17 casi su 27 ha fatto registrare variazione in diminuzione superiori al 2%. Emerge anche in questo caso la volatilità del titolo legata ai risultati ottenuti sul campo.

Variazioni Percentuali Negative e Positive Titolo SS Lazio S.p.A. Stagioni 2012/2013 – 2013/2104

Giornata	Data	Risultato	Esito		
4	23/09/2012	0-1	S	-0,028	-5,19%
5	26/09/2012	3-0	S	-0,016	-3,14%
9	28/10/2012	2-0	S	-0,017	-3,44%
10	31/10/2012	1-1	X	-0,013	-2,78%
21	19/01/2013	2-2	X	-0,019	-3,55%
22	26/01/2013	0-1	S	-0,011	-2,12%
23	03/02/2013	3-2	S	-0,025	-5,16%
25	18/02/2013	3-0	S	-0,013	-2,79%
27	02/03/2013	3-0	S	-0,012	-2,76%
28	10/03/2013	0-2	S	-0,009	-2,14%
29	17/03/2013	1-0	S	-0,010	-2,32%
31	08/04/2013	1-1	X	-0,006	-1,40%
34	28/04/2013	0-0	X	-0,002	-0,47%
2	31/08/2013	4-1	S	-0,003	-0,80%
4	22/09/2013	2-0	S	-0,010	-2,41%
7	06/10/2013	0-0	X	-0,001	-0,24%
8	20/10/2013	2-1	S	-0,035	-5,98%
11	03/11/2013	0-2	S	-0,021	-4,08%
12	10/11/2013	1-1	X	-0,007	-1,35%
14	02/12/2013	2-4	S	-0,021	-4,02%
21	25/01/2013	1-1	X	-0,005	-0,87%
23	09/02/2014	0-0	X	-0,005	-0,97%
27	09/03/2014	0-1	S	-0,015	-2,74%
29	23/03/2014	1-1	X	-0,008	-1,40%
30	26/03/2014	2-0	S	-0,001	-0,18%
36	05/05/2014	3-3	X	-0,008	-1,50%
37	10/05/2014	4-1	S	-0,018	-3,40%

Giornata	Data	Risultato	Esito		
1	26/08/2012	0-1	V	0,020	4,36%
3	16/09/2012	1-3	V	0,013	2,39%
6	30/09/2012	2-1	V	0,002	0,41%
8	20/10/2012	3-2	V	0,005	1,00%
13	17/11/2012	0-0	X	0,010	2,13%
14	27/11/2012	3-0	V	0,003	0,76%
17	15/12/2012	1-0	V	0,012	2,74%
19	05/01/2013	2-1	V	0,002	0,39%
20	13/01/2013	2-0	V	0,020	3,76%
35	05/05/2013	6-0	V	0,007	1,73%
37	12/05/2013	2-0	V	0,008	1,97%
5	25/09/2013	3-1	V	0,006	1,45%
10	30/10/2013	1-1	X	0,007	1,37%
16	15/12/2013	2-0	V	0,014	2,84%
19	11/01/2014	0-0	X	0,004	0,68%
20	19/01/2013	2-3	V	0,003	0,59%
22	02/02/2014	0-2	V	0,007	1,45%
34	19/04/2014	3-3	X	0	0,00%
35	27/04/2014	0-2	V	0,014	2,39%
38	18/05/2014	1-0	V	0,007	1,32%

Fonte: elaborazione personale dai dati Datastream

Concentrandoci sull’impatto dei risultati sportivi sulle performance azionarie notiamo che, alla stregua dei due casi precedenti, sconfitte e pareggi sono considerati allo stesso modo dagli investitori, con entrambi gli esiti che apportano un impatto negativo sul corso azionario nella quasi totalità dei casi: 18/23 per le Sconfitte (78%) , 10/18 per i Pareggi (55%). Ancora una volta l’esito Vittoria non identifica performance di borsa univoche, con le distribuzioni di frequenza che si ripartiscono in modo equo tra ribassi (31%), rialzi (45%) e invariati ( 24%).

In definitiva, ponendo mente alle considerazioni sopra riportate, possiamo trarre una serie di conclusioni:

- I risultati sportivi influenzano in maniera determinante l’andamento del corso azionario, particolarmente per le società di calcio (come Lazio e Roma) che presentano ancora una scarsa diversificazione delle fonti di ricavo
- Le sconfitte e i pareggi sono considerati esiti similari dagli investitori: entrambi producono sempre un ribasso sul corso del titolo durante il primo giorno di negoziazione posteriore al match

- Per le vittorie non si può identificare un trend univoco: non si è riuscito a delineare in che modo esse impattano sul valore delle azioni
- I titoli di società di calcio sono soggetti a oscillazioni perenni e in alcuni casi molto mediamente consistenti (+/- 2%).

## Conclusioni

La crescente espansione dello sport ha da tempo evidenziato, accanto alla sua principale vocazione sociale e culturale, anche la natura di importante settore economico. Gli avvenimenti sportivi sono, infatti, commercializzati su una pluralità di mercati ed è in questo senso che generano attività economiche. Esistono, poi, talune attività collegate all'attività di produzione e organizzazione dello spettacolo sportivo in quanto tale, che nel corso del tempo si sono andate sviluppando parallelamente e hanno generato veri e propri business specifici, dalle dinamiche strettamente correlate allo sport e dai fatturati milionari: basti pensare alle imprese multimediali di trasmissione degli eventi sportivi, alle *companies* di produzione di abbigliamento sportivo, alle società di *betting* e ai *bookmakers*, che stanno facendo registrare tassi di crescita dei ricavi vertiginosi.

Si è, quindi, creata all'interno delle società di calcio una vera e propria attività aziendale, più propriamente imprenditoriale / manageriale, composta da molteplici sottosistemi e caratterizzata da numerosi *stakeholders* portatori di interesse specifici, quali azionisti, finanziatori, produttori di *facilities* e servizi, media.

D'altro canto nel corso degli anni i costi legati allo svolgimento dell'attività calcistica sono aumentati notevolmente, poiché maggiore è divenuto il giro d'affari relativo al fenomeno calcio-spettacolo: la volontà dei presidenti di arricchire le proprie rose di campioni diversi ogni anno e le pressioni degli sponsor a mantenere perennemente elevato il livello di competitività hanno creato delle vere e proprie crepe nei bilanci delle martoriare società calcistiche, portando i livelli di indebitamento a cifre spaventose e garantendo una *bottom line* in rosso praticamente perenne.

Tale istanza ha portato alcune società a ricercare le risorse finanziarie necessarie per garantire il sostentamento della propria operatività sui mercati azionari. L'ostacolo dei tre bilanci in utile e gli altri cavilli normativi sono stati aggirati e "l'azienda calcio" si è consacrata definitivamente con l'accesso ai mercati regolamentati, alla stregua di qualsiasi altra realtà industriale in cerca di liquidità per finanziare i propri progetti di crescita. Peccato, tuttavia, che le risorse reperite in borsa siano state utilizzate nella maggior parte dei casi per appianare i debiti delle società controllanti e poco siano servite a finanziare progetti di sviluppo strategico in grado di allineare i club italiani con le grandi superpotenze europee. Queste ultime hanno fatto della commercializzazione della propria immagine un punto di forza, un vero e proprio serbatoio di denaro da reinvestire ulteriormente nell'accrescimento della competitività della propria rosa e in

progetti in grado di diversificare i ricavi e generare fonti di reddito costanti e sempre crescenti: massicce campagne pubblicitarie, costruzione di mastodontici stadi e centri sportivi, investimenti in attività di entertainment e tempo libero, sviluppo e cura dei vivai.

Se è vero che da un lato il *going public* ha permesso ai club l'accesso a una costante fonte di finanziamento per riequilibrare la propria struttura patrimoniale e ha innescato in essi l'adozione di modelli gestionali più efficienti, dall'altro ha introdotto una serie di rischi, o meglio fattori di criticità che poco hanno giovato all'andamento dei titoli sui mercati azionari. Potremmo citare la circostanza per cui i risultati economici e la redditività dei club sono positivamente correlati con le performances sportive sul campo da gioco, e di conseguenza questi ultimi impattano in maniera rilevante sull'andamento del titolo, rendendolo eccessivamente correlato con i risultati sportivi stessi, come abbiamo avuto modo di constatare nell'ultimo capitolo. Potremmo proseguire esponendo i rischi legati alla scarsa diversificazione delle fonti di ricavo che presentano i bilanci delle squadre di Serie A quotate in borsa, come è emerso dalla *break down analysis* dei bilanci nel capitolo 4. Tale fenomeno acuisce ulteriormente l'incidenza dei risultati sportivi sul corso azionario: in effetti, essendo il valore del titolo legato alle capacità dell'azienda-squadra di generare redditività, è facile intuire come se tale redditività sia legata esclusivamente al mondo del calcio, le performances sui campi da gioco siano rilevanti ai fini della determinazione della creazione di valore per gli *stakeholders*. Potremmo concludere, infine, portando all'attenzione del lettore il peso gravoso che l'indebitamento ha sul passivo dei bilanci delle società di calcio, riducendone la patrimonializzazione e procurando uno sfruttamento eccessivo della leva finanziaria: se consideriamo i dati di bilancio aggregati della Serie A presentati nel Capitolo 1 vediamo come la voce Debiti abbia un peso dell'83% sul passivo di bilancio, con un valore di Equity davvero irrisorio.

Tali caratteristiche rendono le azioni di società calcistiche poco adatte a un investimento strategico da parte di operatori specializzati o investitori istituzionali. Nella maggior parte dei casi questi titoli sono acquistati dai tifosi delle società, ansiosi di sentirsi parte integrante della compagine proprietari della loro squadra del cuore, o da operatori con l'unico scopo di trading speculativo, mirato ai guadagni immediati sui rialzi e ribassi del titolo. Ciò fa sì che, anche in virtù di una quota di flottante nella maggior parte dei casi limitata, le azioni siano soggette a notevoli oscillazioni e presentino caratteristiche di

volatilità eccessive, che ne scoraggiano l'acquisto e la detenzione in qualità di titoli *Held To Maturity*.

Analizzando le *performances* di borsa dal momento dell'IPO ai giorni nostri, emergono evidenze che danno conferma alle perplessità e ai dubbi sopra citati circa la quotazione in borsa delle società di calcio. I tre titoli quotati alla Borsa Italiana hanno fatto registrare delle prestazioni notevolmente negative, sia singolarmente, sia se confrontati con i principali indici di mercato: il titolo Juventus ha perso circa il 90% del suo valore di mercato (da 3,7 Euro a 0,23 Euro), il titolo Lazio ha fatto segnare un andamento del -80% circa (da 3,3 Euro a 0,58 Euro), il titolo Roma ha registrato una diminuzione del valore del titolo del -85% (da 5,5 Euro a 0,78 Euro).

Il fenomeno si estende anche alle altre società quotate sui mercati internazionali, che contrariamente a quanto più volte affermato dalla letteratura, fanno registrare prestazioni negative sui mercati finanziari di Lisbona, Istanbul, Londra. Ne sono un esempio il Rangers (-68%), lo Sporting Lisbona (-84%), il Besiktas (-97%), il Parken Sports & Ent. (-51%), l'Ajax (-22%), il Dortmund (-56%). Ne è un esempio anche l'andamento negativo dell'indice STOXX Europe Football, che racchiude i titoli delle principali società di calcio europee quotate. L'indice fa registrare un valore del 15% in meno rispetto al suo lancio del 1992, e valori di circa ¼ inferiori rispetto ai picchi della seconda metà degli anni 90'. Inoltre, se confrontato con l'Euro STOXX Index e il FTSE Mib, evidenzia performance di settore notevolmente inferiori rispetto a quelle medie di mercato, sia in ambito Europeo che Italiano, rispettivamente -70% e -60%.

In definitiva, lo sbarco sui listini azionari dei principali club Europei appare come un palese fallimento. E l'esperienza storica inglese, che ha visto negli ultimi anni il ritiro dai mercati azionari della quasi totalità dei club calcistici quotati, ne è una evidente conferma.

Tuttavia, la nostra indagine ha fatto emergere un interessante elemento di analisi: abbiamo visto come tra le società di cui si è preso in considerazione l'andamento ce ne siano alcune che si configurano come casi discretamente positivi, pur avendo fatto registrare prestazioni di borsa negative dal momento dell'IPO: il Parken Sports & Ent. che solo negli ultimi anni ha assistito a una consistente discesa del prezzo azionario e che fino al 2010 quotava a prezzi prossimi ai 50 Euro per azione, dopo aver toccato nella seconda metà del 2000 valori impressionanti di 250 Euro; l'AFC Ajax Amsterdam, il cui corso azionario ha perso solo il 22% rispetto al prezzo di IPO e che, se confrontato con l'indice azionario europeo di riferimento, l'Euro STOXX 50, fa

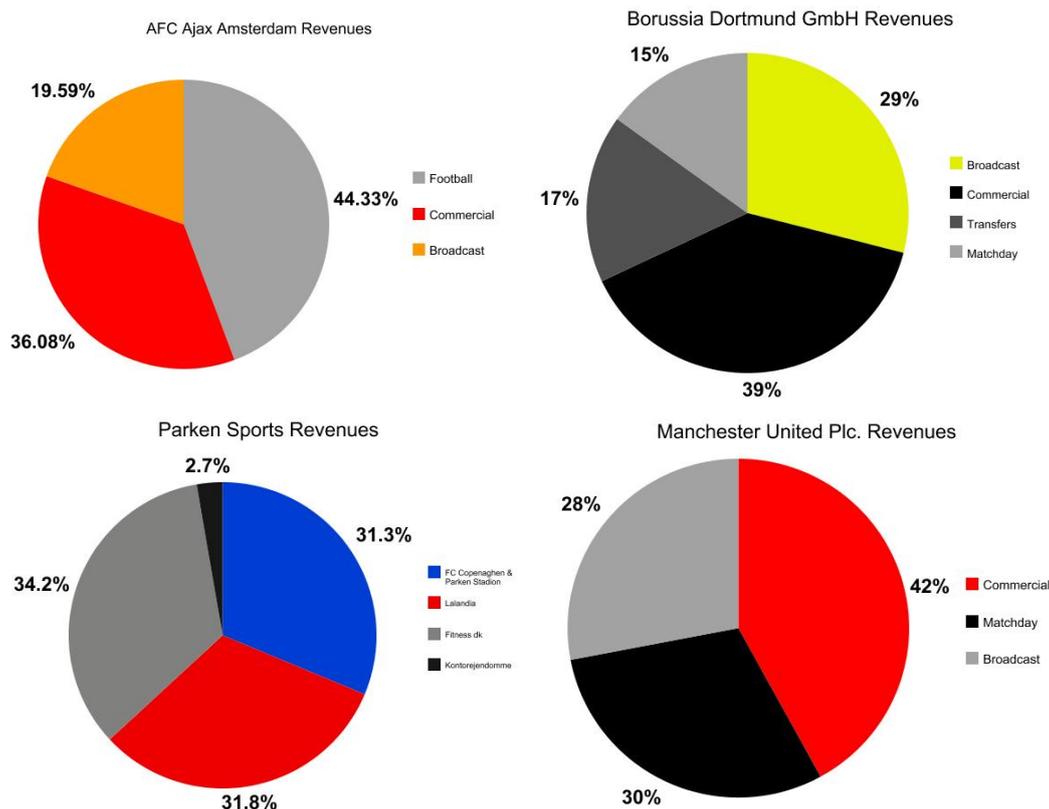
registrare un rendimento in termini percentuali pari a quello dell'indice stesso; il Borussia Dortmund BVB, che negli ultimi 10 anni evidenzia *un'overperformance* rispetto al mercato, con un +80% rispetto all'EURO Stoxx 50 e il cui titolo dal 2010 vede un progressivo e costante incremento dovuto al rinnovamento strategico e gestionale della società.

Non è un caso che tali azioni siano, tra i titoli analizzati, quelli che hanno fatto registrare le perdite meno pesanti rispetto all'IPO.

C'è poi il caso atipico e unico del Manchester United: i *red devils*, già nell'arco temporale di contrattazione sul LSE che va dal 1991 al 2005, avevano fatto registrare prestazioni borsistiche e finanziarie da capogiro, con il valore del titolo che nel 2005 era addirittura cresciuto del 1270%.

Poi ci fu il *delisting* voluto dalla nuova proprietà USA firmata Glazer e il ritorno sui mercati nel 2012, questa volta al numero 11 di Wall Street, NY. Ad oggi il Manchester United capitalizza 2,6 miliardi di dollari e il prezzo si è incrementato a 16,2\$, ovvero +14% dall'*opening day*.

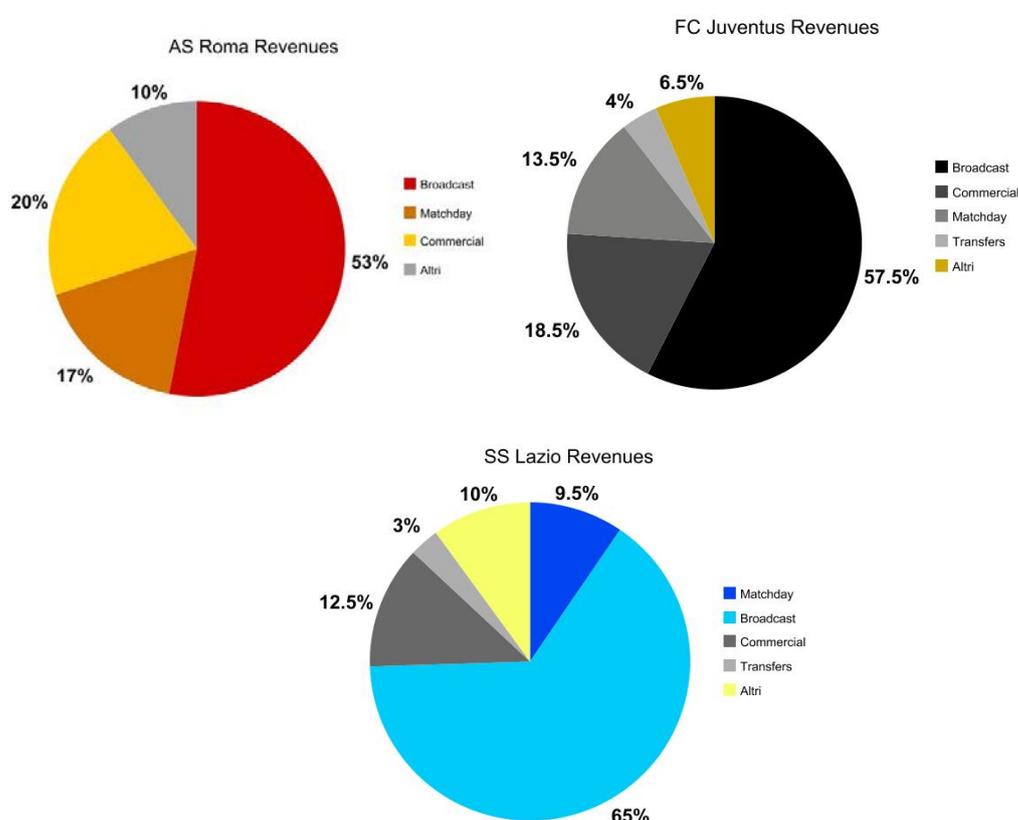
A parer di scrive, tali società si differenziano dalle altre, poiché hanno saputo perseguire e porre in essere un modello di business efficiente, avanzato e moderno, ponendosi nell'ottica del superamento della mera società di calcio e proiettandosi in una dimensione più ampia di *Entertainment e Leisure Company*. I club hanno affiancato all'attività calcistica una serie di business collaterali, talvolta correlati al settore sportivo, talvolta totalmente svincolati: in tal modo, hanno ottenuto un schema di *revenues* fortemente diversificato, parzialmente indipendente dai risultati sportivi. Ciò riduce notevolmente la volatilità delle loro azioni, divenute più stabili, poiché legate a fondamentali di bilancio indipendenti dagli elementi di aleatorietà caratteristici per definizione delle competizioni sportive. Basta considerare la distribuzione delle fonti di ricavo per ognuno di questi club:



Emerge notevole equilibrio tra le fonti di ricavo, che partecipano equamente al fatturato, con una particolare attenzione per i *Commercial Revenues* che nel Dortmund e nello United costituiscono addirittura la voce preponderante, che maggiormente alimenta le entrate dei club. Accanto all'attività sportiva, poi, sorgono una serie di attività del tutto collaterali: nel Parken la componente calcio conta solo per il 31,8% sul fatturato totale, alimentato dagli incassi di un parco divertimento e da una catena di palestre e centri benessere; il Gruppo BVB controlla una società impegnata nel settore del turismo, una operante nel settore della ristorazione, una che gestisce una clinica medica privata; il Manchester United è impegnato da tempo nella penetrazione del settore Media & Mobile attraverso la stipula di mobile telecom partnerships in oltre 44 paesi, lanciando la piattaforma web MU Mobile, per la fruizione di contenuti sempre aggiornati sulla squadra e l'utilizzo di servizi di telecomunicazione; l'AFC Ajax controlla una società creata appositamente per lo svolgimento e la valorizzazione delle attività di gestione del mega stadio di proprietà Amsterdam Arena, utilizzato non solo per le partite, ma vero e proprio polo di intrattenimento operante tutta la settimana tramite le visite guidate, il fanshop, le attività commerciali, i concerti e gli eventi che vi si svolgono.

Inoltre, non sorprende che tutte e 4 le società sopra considerate facciano registrare nell'esercizio 2012/2013 un risultato d'esercizio positivo: 30 milioni di Euro il Parken, 17 milioni di Euro l'Ajax, 51 milioni di Euro il Dortmund, 21 milioni di Euro il Manchester.

Se effettuiamo il confronto con le tre società italiane, notiamo immediatamente le differenze: in primis, basti considerare che Juventus, Roma e Lazio nell'esercizio 2012/2013 hanno fatto registrare risultati d'esercizio in perdita, rispettivamente -16 milioni di Euro, -40 milioni di Euro, -6 milioni di Euro. Proseguiamo con l'analisi della composizione delle fonti di ricavo:



È chiaro come sia del tutto o quasi assente una diversificazione del fatturato, ancora eccessivamente e pericolosamente ancorato alla voce diritti TV, la quale continua ad essere la principale sorgente di sostentamento per i club di Serie A: 65% per la Lazio, 57,5% per la Juventus, 53% per la Roma.

Si tratta di percentuali notevolmente elevate rispetto a quelle viste precedentemente per Ajax, Dortmund e Manchester, in cui la componente Broadcast pesava rispettivamente per il 20%, 29% e 28% e veniva bilanciata in modo virtuoso dagli incassi da botteghino

e soprattutto dalla componente commerciale, nell'accezione di pubblicità, sponsorizzazioni e vendite da merchandising. Purtroppo le suddette componenti faticano a crescere nei Conti Economici delle squadre di Serie A, e in particolare, nelle quotate, laddove ci sarebbe la necessità di una più equa distribuzione.

La Lazio fa registrare ricavi per incassi da gare per solo 10 milioni di Euro, con un peso sul fatturato del 9%, davvero irrisorio se paragonato all'impatto che i *matchday revenues* hanno sul bilancio di Ajax (44%) e Manchester United (30%). Roma e Juventus non sono da meno, rispettivamente 13,5% e 17%. Tuttavia, è opportuno evidenziare che la Juventus ottiene circa 38 milioni di Euro di ricavi dallo stadio, cifra di poco inferiore ai 44 milioni del BVB, e quasi doppia rispetto ai 21 milioni della Roma.

Per ciò che concerne i ricavi commerciali, si evidenzia anche in tal caso una debolezza intrinseca del sistema: 12.5% per la Lazio, 18.5% per la Juve, 20% per la Roma. Emerge il distacco totale rispetto ai top club Europei quotati, che fanno dei ricavi commerciali derivanti da *sponsorship* e *partnership* l'elemento primario del proprio fatturato: 42% per il Manchester United, 39% per il Dortmund, 36% per l'AFC Ajax. È chiaro come tali società abbiano saputo valorizzare al meglio l'immagine internazionale e l'enorme platea di tifosi anche all'estero e nei paesi in via di sviluppo, tramite strategie mirate all'accrescimento del *brand value* e alla sua monetizzazione. Fenomeno che ancora fatica a innescarsi in territorio italiano, sia per l'inefficienza dei programmi strategici posti in essere, sia per lo scarso appeal che il calcio italiano detiene attualmente a livello internazionale. Il profondo periodo di crisi economica del paese ha contagiato anche il settore sportivo, bruciando le risorse a disposizione dei team e impedendo il mantenimento di un livello tecnico in grado di competere con i maggiori club europei. La mancanza di vittorie e di top players di livello e immagine mondiale si riflette sulla visibilità delle squadre e sulla loro capacità contrattuale con gli sponsor e le agenzie pubblicitarie, nonché sulla possibilità di aumentare il bacino di vendite per i prodotti di merchandising. Basti pensare che la Juventus attualmente è la società di maggior spicco in Italia e all'estero e, come abbiamo visto, fatica ad azionare la leva dei ricavi commerciali su larga scala. A parer di chi scrive tale patologia è destinata ad affliggere il calcio nostrano ancora per molti anni, rendendo difficile raggiungere i livelli di club come Manchester United, Borussia, Real Madrid.

Viceversa, settore su cui si potrebbe incidere e si dovrebbe intervenire massicciamente è quello legato alla tematica Stadi. Il ritardo rispetto ai competitors europei è disarmante, come visto nel Capitolo 1:

- in Italia l'età media delle strutture è 64 anni, con soli 6 stadi costruiti dopo l'anno 2000;
- il tasso di riempimento medio degli stadi di Serie A è del 56%, largamente inferiore rispetto al 96% della Premier League;
- il numero medio di spettatori per partita è pari a 22.591, imbarazzante rispetto ai 42.624 spettatori medi che i match di Bundesliga fanno registrare ogni week-end;
- I ricavi medi per società derivanti da matchday in Italia sono pari a 9,4 milioni di Euro, di gran lunga inferiori rispetto ai 29 milioni di Euro della Premier League e ai 25 milioni di Euro della Bundesliga

In tale contesto, la costruzione di stadi di proprietà da parte delle società rappresenta ormai un elemento imprescindibile, in grado di conferire degli asset di alto valore ai club, perennemente funzionanti e attivi, dotati di attività commerciali e d'intrattenimento, polifunzionali. In tal modo si restituirebbe lo stadio ai tifosi e alle famiglie, stimolando la partecipazione e accrescendo gli introiti da *matchday*, contando su un'opportuna valorizzazione dei *premium seats* e degli *hospitality box*, e dotando la società di una fonte stabile e costante di ricavi, perennemente attiva e parzialmente indipendente dalla mera componente calcistica. Si compirebbe un gran passo verso la diversificazione delle fonti di ricavo. Ne è un esempio il caso Juventus, sfortunatamente ancora unico in Italia, che grazie alla costruzione dello J-Stadium ha visto nella stagione 2011/2012 i ricavi provenienti da gare più che raddoppiati, in crescita a 31,8 milioni di Euro, contro gli 11,6 della stagione precedente. L'auspicio è che i progetti, le ambizioni e le parole dei presidenti di Serie A si trasformino presto in realtà concreta.

In definitiva, un attento lettore sarà sicuramente giunto alla deduzione che innescare processi virtuosi di diversificazione delle fonti di ricavo non è cosa semplice, e non lo è soprattutto in Italia, considerando la crisi economico-finanziaria e la mancanza di riconoscibilità internazionale. Ma anche laddove ciò sia posto in essere quasi alla perfezione non è detto che le performance borsistiche dei titoli di società di calcio quotate ne risentirebbero positivamente: ne sono esempi i casi Ajax, Parken e BVB, che

comunque hanno fatto registrare perdite in termini di valore di mercato dal giorno dell'IPO a oggi.

Pertanto, il nostro lettore sarà, a tal punto dell'analisi, irrimediabilmente arrivato a una conclusione: le società di calcio non hanno futuro sui mercati finanziari. Il *delisting*, infatti, appare come l'unica via percorribile, onde evitare fenomeni di danno agli *stakeholders* e performance ancora peggiori di quelle che negli anni si sono susseguite. D'altronde, lo ripetiamo, il pionierismo inglese aveva già riconosciuto la pericolosità di quel campo minato di nome Borsa per i club calcistici, eccessivamente al di fuori delle normali leggi di mercato, innescando a partire dalla seconda metà del 2000 un massiccio fenomeno di ritirata delle numerose società quotate dal London Stock Exchange.

La quotazione non ci appare come uno strumento indispensabile per i club calcistici ai fini del reperimento delle risorse finanziarie necessarie al loro sostentamento: non si spiegherebbe, in caso contrario, il motivo per cui nella classifica stilata ogni anno da Deloitte dei 10 club che fatturato maggiormente in Europa solo 2 siano quotati:

#### 2012/13 Revenue (€m)

1	↔	0	Real Madrid	518.9
2	↔	0	FC Barcelona	482.6
3	↑	1	Bayern Munich	431.2
4	↓	(1)	Manchester United	423.8
5	↑	5	Paris Saint-Germain	398.8
6	↑	1	Manchester City	316.2
7	↓	(2)	Chelsea	303.4
8	↓	(2)	Arsenal	284.3
9	↑	4	Juventus	272.4
10	↓	(2)	AC Milan	263.5

■ Position in Football Money League    ■ Change on previous year    ■ Number of positions changed

Una soluzione al problema del reperimento delle risorse finanziarie potrebbe essere costituita dal modello dell'azionariato popolare, configurandosi tale soluzione non eccessivamente dissimile dalla quotazione in borsa: in effetti, come abbiamo potuto

verificare nella maggior parte dei casi il numero di azioni negoziate sui mercati regolamentati viene sottoscritto dai tifosi, non da investitori professionali.

Vi sono due modelli di azionariato popolare: il primo è quello caratterizzato con i club spagnoli del Real Madrid, Barcellona, Espanyol, Osasuna, dove il tifoso è socio direttamente del club ; il secondo è quello diffuso nel resto d'Europa, dove il tifoso diventa socio di un trust che fa da tramite tra il socio e il club: l'esempio classico è il Bayern Munchen AG, veicolo societario che detiene il 90% del capitale del Bayern Monaco.

L'azionariato popolare si configura come una sorta di rivoluzione culturale, democratica del calcio: la proprietà è diffusa in maniera capillare tra un elevato numero di soggetti, che presumibilmente affezionato alla sorte del club, favoriscono la stabilità politica ed economica, rendendo la partecipazione alle sorti della società più ampia. Sono i tifosi che eleggono il presidente, sono i tifosi che prendono parte alle assemblee societarie.

Inoltre, viene garantito uno stretto contatto con il territorio e le istituzioni locali, tramite la promozione di eventi, attività e progetti a carattere sociale, culturale e ricreativo, come emerge dall'esempio del FC Barcelona, l'entità sociale catalana più conosciuta e attiva nella promozione dell'immagine della Catalonia nel mondo.

Per concludere, tale strumento potrebbe avere il compito primario di riavvicinare il calcio a quello che è stata ed è, a parer di chi scrive, la sua funzione primaria: un' enorme fonte di aggregazione, un veicolo di diffusione della felicità, un insegnante severo del rispetto. E magari, chissà, potrebbe per qualche attimo allontanare l'ombra incombente del denaro e degli interessi personali da questo mondo di passione e sentimento, riportando lo sport più bello del mondo agli antichi fasti delle gradinate piene di operai di domenica pomeriggio, delle chiome svolazzanti dei numeri 10, delle caviglie morse dagli instancabili mediani, delle cicche nervosamente masticate da arcigni mister su un campo di provincia.

Perché noi, mutilati del vecchio calcio e non innamorati del nuovo, instancabili romantici e rievocatori sognanti, in fondo, ancora un po' ci crediamo.

## Bibliografia

- Acitelli F., *Francesco Totti. Il tribuno di Porta Latina*, Arezzo, Limina, 2002
- *AIM Italia: Il mercato per fare impresa*, Ottobre 2013 Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group
- Ajax Amsterdam Annual Report 2012-2013, [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)
- Analyst Presentation 2012, [www.juventus.com](http://www.juventus.com)
- [Annual Report 2012/2013 Borussia Dortmund GmbH KGaA/Group](#)
- Arel, Pwc, *Report Calcio 2014*.
- Art.1, Statuto FIGC
- *Audizione Consob sul tema della quotazione delle società di calcio nei mercati regolamentati*, Camera dei Deputati, Maggio 2004
- Autorità Garante Della Concorrenza e del Mercato, *Indagine Conoscitiva sul Calcio Professionistico(IC27)*, 2006, Roma
- Avv. Gen. Lenz, *Conclusioni sulla sentenza Bosman*, par.219, 2005 (Causa C-415/93).
- Barbero S., *Lazio. Il lungo volo dell'aquila*, Graphot, 1999
- Bastianini C., *Calcio in borsa: il caso Juventus*, Amministrazione e Finanza, n.5/2003. Pg 39-44.
- Berretti C., Di Massa F., Farina A. Orsini E., Pellizzoni E., *Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un'analisi per il periodo 1999-2001*, Borsa Italiana, 2002.
- *Borussia Dortmund: Game changer*, Edison Investment Research, August 2014, [www.bvb.de/aktie](http://www.bvb.de/aktie)
- Boyle G. and Walter B., *Reflected glory and failure: international sporting success and the stock market*, Applied Financial Economics, 2003, 60, pag. 333-370
- Brown G. and Hartzell J.C., *Market reaction to public information: the atypical case of the Boston Celtics*, Journal of Financial Economics, 2001, 60, 333-370
- Cannizzaro G. , *Indagine Conoscitiva sul calcio professionistico*, Consob, 2004
- Cesarini Sforza W., *Il diritto dei privati*, in Riv. It. Sc. Giur., 1929, 43. ;
- Ciampiglia G.M., *La creazione di valore nelle società di calcio*, Accademia Italiana Economia Aziendale (AIDEA), Roma.

- Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *Manuale delle operazioni straordinarie*, 2009, IPSOA
- Da La Gazzetta dello Sport del 26 aprile 1998
- Deloitte Annual Review Of Football Finance 2013
- Deloitte Football Money League, Gennaio 2014
- *Derby Roma-Lazio a Piazza Affari*, Il sole 24 ore, 15/05/2000
- *E la Roma debutta con l'OPV*, Il sole 24 ore, 16/05/2000
- *Echte Liebe 09: Another way of winning*, Hack & Aufauser Institutional Research, Settembre 2014, [www.bvb.de/aktie](http://www.bvb.de/aktie)
- Falsanini G., Giangrieco E., *Le società di calcio del 2000: dal marketing alla quotazione in borsa*, Rubbettino, 2001
- Fort R. e Quirk J., *Cross-subsidization, Incentives and Outcomes in Professional Team Sports Leagues*, Journal of Economic Literature, Vol. 33, pagg 1265-1299.
- Franzosi A., Pellizzoni E., *La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane*, BitNotes, n. 7, 2003
- Giannini M.S., *Prime Osservazioni sugli ordinamenti sportivi*, in Riv. Dir. Sport. 1949,1,10;
- *Guida alla quotazione in Borsa*, AIFI, Borsa Italiana, PWC
- *I conti dell'Ajax in utile, con aspettative positive*, Luca Marotta, Febbraio 2014, [www.tifosobilanciato.com](http://www.tifosobilanciato.com)
- Il Corriere della Sera del 21 aprile 1998
- *Il sole 24 ore* del 24/06/2000
- Izzi M, Valitutti F., *Cronologia della grande Roma*, Roma, Newton Compton, 2001
- Juventus Football Club S.p.A. , *Relazione trimestrale al 31 Dicembre 2001*, [www.juventus.com](http://www.juventus.com)
- *L'A.S.Roma supera l'esame listino*, Il sole 24 ore, 24/05/2000
- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, *Law and Finance*, Journal of Political Economy, Volume 106, Issue 6, Dec. 1998, 1113- 1155
- La Repubblica del 20 aprile 1998
- Lago U., Baroncelli A. , Szymanski S. *Il Business del Calcio*, EGEA, 2004
- *Legal Update: Capital Markets*, Gianni, Origoni, Grippo & Partners, Maggio 2010.

- Lichtenberg J.D., *Psychoanalysis and Motivation*, The Analytic Press, Hillsdale, 1989
- Malagutti, *I conti truccati del calcio italiano*, Carocci, Roma, 2002
- Manchester United Plc. Earnings Release: 4th Quarter and Full Year Results 2013. [www.manutd.com](http://www.manutd.com)
- *Manchester United: Monetizing a successful football club*, April 2013, [www.marketline.com](http://www.marketline.com)
- Marasco V., *La quotazione in Borsa e le altre operazioni di finanziamento azionario*, 1990, IPSOA Informatica.
- Melli F., *La storia della Lazio*, Roma, L'airone Editrice, 2005
- Melli F., *Saga biancazzurra. La Lazio, Cragnotti, il nuovo potere*, Roma, Limina, 2000
- *Mercato Telematico Azionario: dai forma alle tue ambizioni*; Ottobre 2013 Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group
- *MIV – Il mercato degli Investment Vehicles*, Giugno 2012 Borsa Italiana - London Stock Exchange Group
- Monti E., Onado M., *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna 1989.
- Mughini G., *Un sogno chiamato Juventus. Cento anni di eroi e vittorie bianconere*, Milano, Mondadori, 2004
- Neale W.C, *The Economics of Professional Sports*, The Quarterly Journal of Economics, vol.78
- Pagano M., Panetta F., Zingales L., *Why do Companies Go Public? An empirical Analysis*, Journal of Finance, 1998, vol. 53, pp. 27-64.
- Parken Sports & Entertainment Årsrapport 2013, [www.parken.dk](http://www.parken.dk)
- [Pennacchia M.](#), *Gli Agnelli e la Juventus*, Milano, Rizzoli, 1985
- Perrini F., *Le nuove quotazione alla Borsa Italiana. Evidenze empiriche delle PMI*, Egea, 1999
- Prospetto Informativo Juventus S.p.A.
- Rajan, Zingales , *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, The Journal of Finance, Vol. 50, No. 5. (Dec., 1995), pp. 1421-1460.
- Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.asroma.it](http://www.asroma.it)
- Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, [www.juventus.com](http://www.juventus.com)

- Renneboog L. and Vanbrabant P., *Share price reactions to sporty performance of soccer clubs listed on the London Stock Exchange and the AIM*, Economic Research Working Paper No.19, 2000.
- Russo P., *Sport e Società*, Carocci, Roma, 2004.
- Sbarbaro F., *Brevi note critiche sulla quotazione delle società sportive*, 2012, [www.comparazionedirittocivile.it](http://www.comparazionedirittocivile.it)
- Scholtens B. and Peenstra W., *Scoring on the stock exchange? The effect of football matches on stock market returns: an event study*, Applied Economics, 2009, 41, 3231-3237.
- Sloane P., *The Economics of Professional Football: The Football Club As A Utility Maximiser*, Scottish Journal of Political Economy, vol.17.
- Smith C. , *Manchester United IPO: History Says Don't Buy*, 8/10/2012 , [www.forbes.com](http://www.forbes.com)
- Stadtmann, G., *Frequent news and pure signals: evidence of a publicly trade football club*, 2006, Scottish Journal of Political Economy, 53, pag. 485-504
- Tommaso Padoa Schioppa, *Enciclopedia delle Scienze Sociali*, Treccani ,1994.
- UEFA, *The European Club Licensing Benchmarking Report - Financial Year 2013*
- Visentini G., Musolino M., *La competitività del sistema bancario e finanziario italiano*, Luiss Guido Carli, 2003

## Sitografia

- [www.nyse.com](http://www.nyse.com)
- [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)
- [www.borsaitaliana.com](http://www.borsaitaliana.com)
- [www.comparazionedirittocivile.it](http://www.comparazionedirittocivile.it)
- [www.sportbusinessgroup.com](http://www.sportbusinessgroup.com)
- [www.tifosobilanciato.com](http://www.tifosobilanciato.com)
- [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)
- [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com)
- [www.lega-calcio.it](http://www.lega-calcio.it)
- [www.juventus.com](http://www.juventus.com)

- [www.sslazio.it](http://www.sslazio.it)
- [www.asroma.it](http://www.asroma.it)
- [www.parken.dk](http://www.parken.dk)
- [www.manutd.com](http://www.manutd.com)
- [www.bvb.de](http://www.bvb.de)
- [www.marketline.com](http://www.marketline.com)
- [www.forbes.com](http://www.forbes.com)
- [www.morningstar.it](http://www.morningstar.it)
- <https://it.finance.yahoo.com>