

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

ABSTRACT

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". 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 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% delle 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, risollevando dal limbo sportivo e finanziario in cui giace.

Nel **Capitolo I** 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.

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.

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.

Nella stagione 2012/2013 i campionati professionistici sono stati disputati in oltre cento impianti sportivi in tutta Italia. In particolare, la Serie A e la Serie B si sono disputate su 12 regioni, con una netta prevalenza delle regioni del Nord.

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.

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). 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. 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 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.

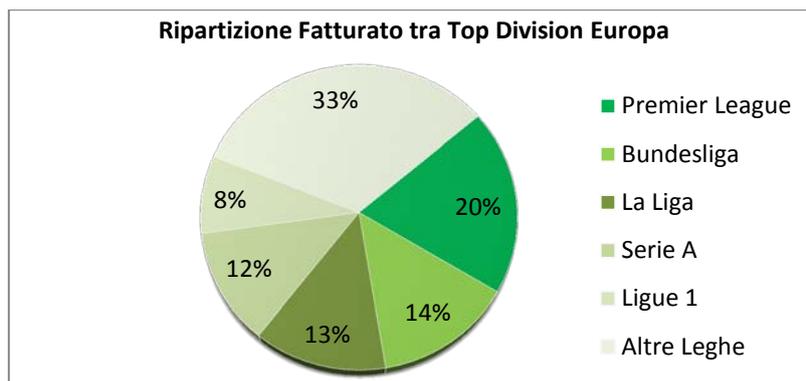
Tra le 5 Top Division Europee l'Italia è quella che registra l'età media dei tesserati più elevata, 27,44 anni; la Germania è la lega che detiene l'età media più bassa, 25, 7 anni. Di contro, La Liga spagnola è il campionato in cui si impiega il maggior numero di calciatori proveniente dal vivaio: infatti il 22,75% dei tesserati proviene dal settore giovanile delle società.

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. 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.

| 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% |
| Fatturato totale* | 11,4 | 11,7 | 12,8 | 13,2 | 14,1 | +5,5% |
| 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% |
| Costi totali | 12,0 | 12,9 | 14,4 | 14,8 | 15,2 | +6,1% |
| Risultato netto | -0,6 | -1,2 | -1,6 | -1,7 | -1,1 | +14,9% |

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%). 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.



La componente principale dei ricavi è rappresentata dai diritti media, che rappresentano il 39% del totale (5,5 miliardi). 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 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 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.

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.

Analizziamo il prospetto di Conto Economico aggregato, riportante i risultati di bilancio delle 20 squadre di Serie A al termine della stagione 2012/2013.

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 | 11,0% | € 2.031 m | -3,2% | € 2.146 m | 5,6% | € 2.308 m | 7,5% |
| Costi operativi | (€ 1.699 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) | (€ 436 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) | -68,9% |
| Ebt | (€ 204 m) | (€ 156 m) | 23,0% | (€ 281 m) | -80,4% | (€ 271 m) | 4,1% | (€ 177 m) | 34,2% |
| Imposte | (€ 26 m) | (€ 40 m) | 54,3% | (€ 19 m) | -62,6% | (€ 10 m) | -36,5% | (€ 26 m) | 104,0% |
| Risultato netto | (€ 230 m) | (€ 196 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% | |

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. In particolare sono 4 le voci principali :

- Ricavi da ingresso stadio (8%) pari a 190 milioni di euro
- Ricavi da sponsor e attività commerciali (16%) pari a 341 milioni di euro
- Ricavi da diritti TV (43%) pari a 987 milioni di euro
- Ricavi da plusvalenze per cessioni calciatori (20%) pari a 486 milioni di euro

Sofferamoci, ora, sul Costo della Produzione, il quale ha fatto registrare nel 2012/2103 un aumento del 4,1%. 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%. 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%.

Il risultato netto d'esercizio della Seria 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.

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*.

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. Nel corso degli anni vengono varate 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 :

-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.

-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.

-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 sopraccitata indennità di preparazione e promozione.

-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.

Tale provvedimento ha eliminato il vincolo principale che impediva alle società di calcio di accedere ai mercati finanziari.

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.

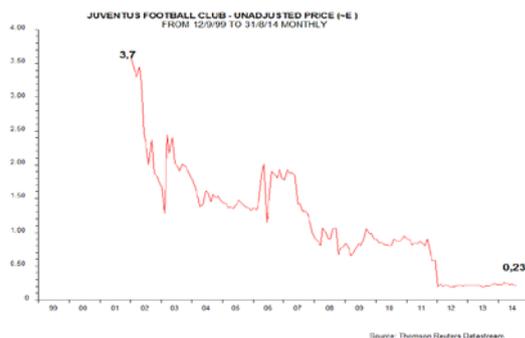
Tra i vantaggi:

- finanziare importanti progetti di investimento strategici
- reperire risorse finanziarie liquide e diversificate
- aumentare notevolmente la propria immagine e visibilità
- favorire una gestione più spiccatamente manageriale ed efficiente
- sfruttare la passione dei propri tifosi coinvolgendoli direttamente nella vita della società
- garantire una maggiore accessibilità alle informazioni price sensitive

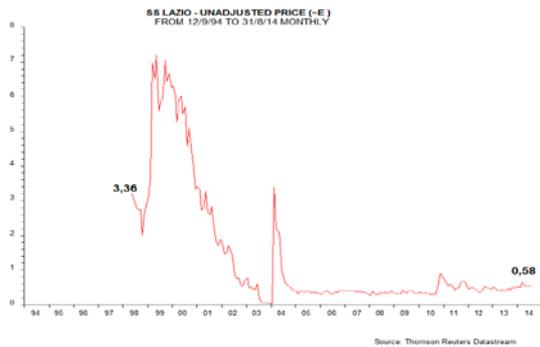
Tra i fattori di rischio:

- Rischio di retrocessione
- Rischi legati all'influenza eccessiva dei calciatori
- Rischi connessi alla scarsa diversificazione delle fonti di ricavo
- Rischi connessi ai risultati sportivi
- Rischi connessi al grado di indebitamento delle società di calcio
- Rischi connessi alla stringente e complessa normativa di settore
- Rischi legati al conflitto di interesse e ai rapporti con le parti correlate

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. In particolare, per la Juventus S.p.A 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: l'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%.



Per la SS Lazio 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%. Inoltre, 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%.



Anche per l'AS Roma, 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. Il confronto con il FTSE Mib è ulteriormente non entusiasmante: -80% circa per l'AS Roma, a fronte di un -60% circa del FTSE MIB.

Sarà, poi, fornito un valido benchmark internazionale, considerando l'evoluzione del prezzo azionario delle più significative football companies Europee.

Riportiamo sinteticamente i risultati più significativi:

- *Parken Sports & Entertainment*: da 21 Euro a 10,2 Euro (-51%)
- *Rangers FC*: da 0,9 Euro a 0,28 Euro (-70%)
- *Sport Lisboa Futbol*: da 6 Euro a 0,95 Euro (-84%)
- *Besiktas*: da 33 Euro a 0,98 Euro (-97%)
- *AFC Ajax*: da 13,7 Euro a 10,6 Euro (-22%)
- *Borussia Dortmund BVB*: da 11 Euro a 4,8 Euro (-56%)
- *Manchester United Plc.* : da 14 USD a 16,2 USD (+14%)

Tale indagine sarà supportata da un'analisi dei ricavi delle società ritenute più valide 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. In particolare saranno confrontati i bilanci delle società italiane con quelli del Parken, dell'Ajax, del Borussia Dortmund e del Manchester United.

Tali 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 stabili, poiché legate a fondamentali di bilancio indipendenti dagli elementi di aleatorietà caratteristici per definizione delle competizioni sportive. Riportiamo in breve i principali elementi emersi dall'analisi dei bilanci delle suddette *football companies*.

Parken Sport & Ent. : 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%.

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 Copenaghen 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%)

AFC Ajax Amsterdam: 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%. Il peso della componente Calcio (*Voetbal*) è prevalente, occupando il 43% 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. I Diritti Radio-televisivi ammontano a 20,1 milioni di Euro, circa il 19% sul totale.

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA: il fatturato è di 305 milioni, l'utile di 51 milioni di Euro, il costo del personale incide esclusivamente per il 34% sul fatturato totale. 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. La componente Advertising pesa il 22,7%, ammontando a 69 milioni di euro circa, mentre la componente Merchandising, Catering & Events ha fatto registrare nel 2013 un peso del 15%, totalizzando circa 48 milioni di Euro. I ricavi provenienti da botteghino (Match Operations) coprono il 14% del totale, attestandosi a 44,7 milioni di Euro.

Manchester United Plc.: Il fatturato del 2013 ammonta a 363 milioni di sterline, equivalenti a 460,9 milioni di Euro, mentre il Net Income Adjusted ammonta a 17,2 milioni di sterline.

Inoltre, i costi del personale ammontano a 180,5 milioni di sterline, con un peso sul fatturato pari al solo 49%.

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. 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%. Gli incassi da botteghino (Matchday) sono pari a 109 milioni di sterline (138 milioni di Euro) e rappresentano il 30% del fatturato totale.

Se confrontiamo i dati emersi dall'analisi sopra riportata con i dati che fuoriescono dalle relazioni annuali delle società di calcio italiane, emerge a prima vista una differenza sostanziale: una diversificazione dei ricavi molto meno marcata.

Juventus S.p.a: 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%). 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: i *broadcasting rights* sono la componente primaria dei ricavi, con un peso complessivo sul totale del 57,5%, attestandosi a 163 milioni. I Ricavi da Sponsorizzazioni e Pubblicità si attestano sul valore di 52 milioni di Euro, occupando il 18,5% del fatturato totale. I *matchday revenues* occupano il 13,5% del fatturato totale e sono pari a 38 milioni di Euro circa. I proventi da cessione diritti calciatori occupano il 4% dei ricavi.

AS Roma S.p.a: 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%. Le spese per il personale tesserato 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. 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%. I Ricavi Commerciali apportano alle casse della Roma solo 25,1 milioni di Euro circa, pari al 20% del fatturato totale.

SS Lazio S.p.A. : il Gruppo chiude l'esercizio con un risultato netto negativo di Euro 5,89 milioni, in peggioramento rispetto al 2012 di 10,1 milioni. Per quanto riguarda il fatturato totale esso ammonta a 109,7 milioni, mentre il costo del personale è pari a 64,2 milioni e assorbe circa il 60% dei ricavi totali.

I Diritti Televisivi e diritti Media occupano anche nel caso della SS Lazio la fetta principale dei ricavi, con un importo pari a 70,7 milioni di Euro, con un peso complessivo sul Fatturato del 65%. 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%. 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 solo 12,5%.

Nella parte conclusiva del 4 Capitolo, 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. 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 ($\Delta P \approx 0$)

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 le tabelle delle 3 società analizzate:

Juventus

| | Rialzo | Ribasso | Invariato | Tot. |
|---|--------|---------|-----------|------|
| V | 21 | 14 | 31 | 66 |
| X | 4 | 8 | 2 | 14 |
| S | 1 | 10 | 1 | 12 |
| | | | | 92 |

Roma

| | Rialzo | Ribasso | Invariato | Tot. |
|---|--------|---------|-----------|------|
| V | 17 | 14 | 12 | 43 |
| X | 1 | 13 | 1 | 15 |
| S | 0 | 15 | 3 | 18 |
| | | | | 76 |

Lazio

| | Rialzo | Ribasso | Invariato | Tot. |
|---|--------|---------|-----------|------|
| V | 16 | 11 | 8 | 35 |
| X | 3 | 10 | 5 | 18 |
| S | 3 | 18 | 2 | 23 |
| | | | | 76 |

In particolare, si possiamo trarre una serie di conclusioni dall'indagine:

- 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 simili 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 martoriolate 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 $\frac{1}{4}$ 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.

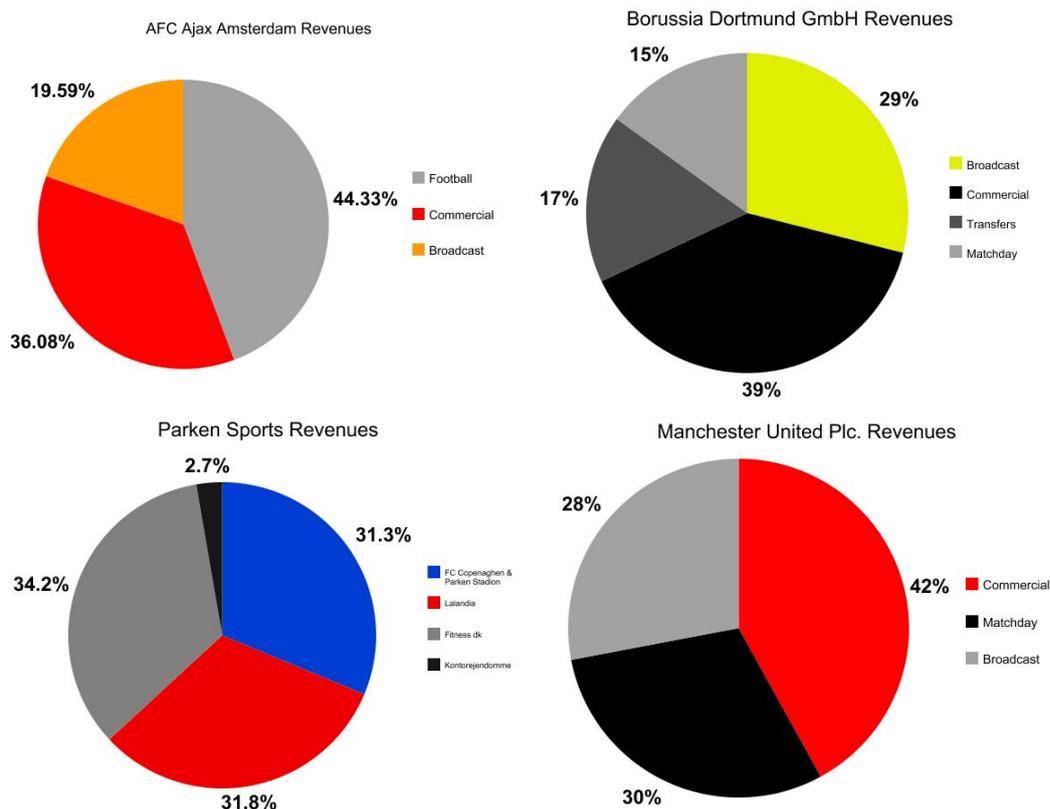
Tuttavia, la nostra indagine ha fatto emergere un interessante elemento di analisi: abbiamo visto come tra le società di cui si è preso in considerazione l'andamento ce ne siano alcune che si configurano come casi discretamente positivi, pur avendo fatto registrare prestazioni di borsa negative dal momento 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:

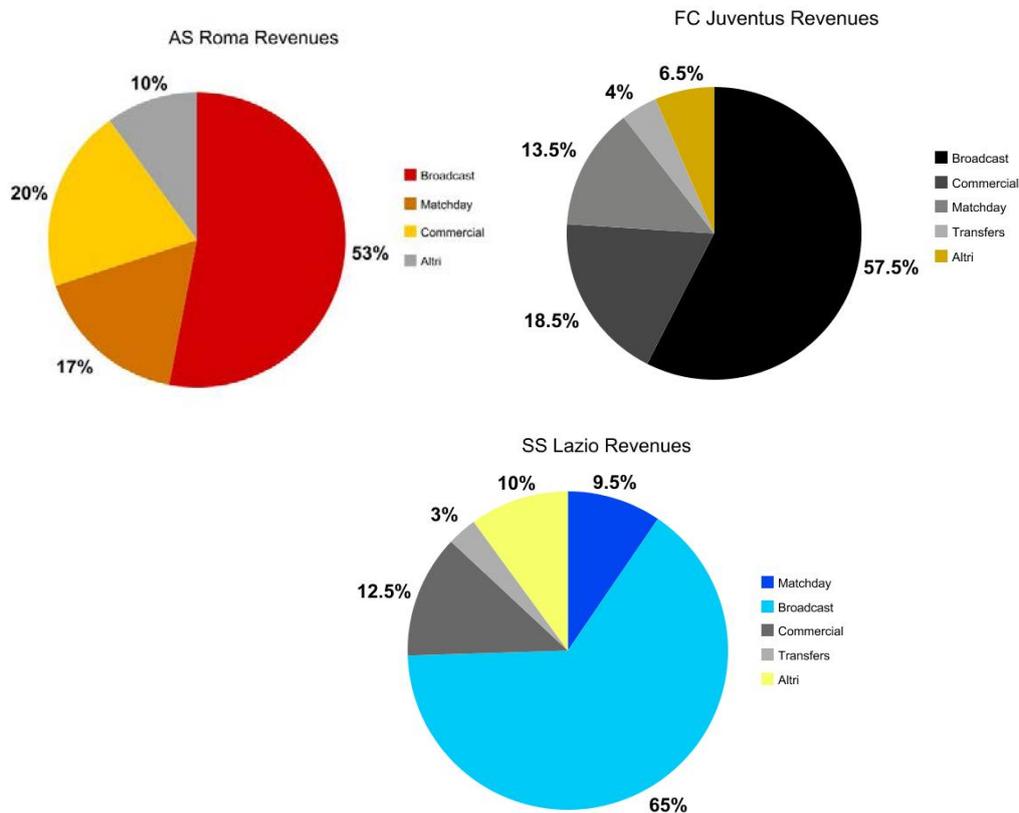


Emerge notevole equilibrio tra le fonti di ricavo, che partecipano equamente al fatturato, con una particolare attenzione per i *Commercial Revenues* che nel Dortmund e nello United costituiscono addirittura la voce preponderante, che maggiormente alimenta le entrate dei club. Accanto all'attività sportiva, 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 quote, 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 affezionati 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
- Analyst Presentation 2012, 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
- 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
- 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
- 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
- *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
- *Manchester United: Monetizing a successful football club*, April 2013, 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
- 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
- Relazione Finanziaria Annuale al 30/06/2013, 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
- 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
- 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
- www.londonstockexchange.com
- www.borsaitaliana.com

- www.comparazionedirittocivile.it
- www.sportbusinessgroup.com
- www.tifosobilanciato.com
- www.ilsole24ore.com
- www.stoxx.com
- www.lega-calcio.it
- www.juventus.com
- www.sslazio.it
- www.asroma.it
- www.parken.dk
- www.manutd.com
- www.bvb.de
- www.marketline.com
- www.forbes.com
- www.morningstar.it
- <https://it.finance.yahoo.com>