

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

L'INVESTIMENTO IN UNO STADIO DI PROPRIETÀ: ANALISI DI FATTIBILITÀ TECNICA E FINANZIARIA DEL CASO A.S. ROMA S.p.A.

RELATORE

PROF. Mario Mustilli

CANDIDATO

Edoardo Ferrari

MATR. 173891

ANNO ACCADEMICO 2014/2015

*Ai miei genitori e a mio fratello,
che mi hanno sempre sostenuto, soprattutto nei momenti difficili.*

*A mia nonna,
fonte primaria d'ispirazione e modello da seguire.*

INDICE

INTRODUZIONE	4
---------------------	----------

CAPITOLO 1 L'ECONOMIA DELLE SOCIETA' CALCISTICHE NELL'OTTICA DEL FAIR PLAY FINANZIARIO

1.1 La situazione degli stadi in Italia	6
1.2 La normativa per gli impianti sportivi	9
1.3 Il Fair Play Finanziario	16

CAPITOLO 2 IL PROJECT FINANCING

2.1 La strutturazione di un'operazione in project financing	23
2.2 La valutazione economica	29
2.3 Il piano finanziario	33

CAPITOLO 3 IL CASO A.S. ROMA S.p.A.

3.1 La situazione economica dell'A.S. Roma S.p.A.	37
3.2 Il progetto del nuovo stadio: linee strategiche e soggetti coinvolti	53
3.3 L'analisi di fattibilità tecnica e finanziaria del nuovo stadio	63

CONCLUSIONI	80
--------------------	-----------

BIBLIOGRAFIA/SITOGRAFIA	82
--------------------------------	-----------

Introduzione

L'instabilità delle principali fonti di ricavo delle società calcistiche, in particolare italiane, e il desiderio di quest'ultime di limitarne la variabilità, dovuta tanto ai risultati sportivi quanto soprattutto alla situazione economica generale della nazione di riferimento, hanno inevitabilmente condotto tali società a valutare seriamente l'ipotesi riguardante la costruzione di uno stadio di proprietà.

La società A.S. Roma S.p.A., nel Marzo 2014, proprio in virtù di quanto sopra enunciato, ha ufficialmente presentato il suo progetto d'investimento relativo alla costruzione del nuovo stadio, che sorgerà nell'area di Tor di Valle, a sud di Roma.

Il presente elaborato ha come obiettivo quello di analizzare la fattibilità tecnica e finanziaria del progetto della società romanista, cercando anche di comprendere come tali esigenze di investimento si inseriscano nel quadro normativo sia nazionale, caratterizzato dalla nuova legge sugli stadi, sia internazionale, connesso in questo caso alle regole UEFA relative al Fair play finanziario.

Nel primo capitolo dunque, dopo aver elencato i benefici derivanti dalla costruzione di un nuovo stadio di proprietà, verranno analizzati i commi 303, 304 e 305 del primo ed unico articolo della legge n.147 del 27 Dicembre 2013, che disciplinano l'iter amministrativo, con precise scadenze temporali annesse, che le società calcistiche saranno tenute a rispettare nel caso in cui risultino interessate a costruire.

Al termine del primo capitolo verrà esaminato come l'investimento in questione sia avallato dal Fair play finanziario, ossia una normativa introdotta dalla *Union Of European Football Association* ("UEFA") proprio con l'obiettivo di migliorare le condizioni finanziarie generali del calcio europeo.

Nel secondo capitolo si parlerà di project financing, tema di fondamentale importanza in quanto propedeutico alla comprensione delle caratteristiche tecniche del progetto realizzato dalla società A.S. Roma S.p.A.

Verrà dunque analizzata la struttura di un'operazione di project financing, i soggetti coinvolti e successivamente la relativa fattibilità economica e finanziaria.

Nel terzo capitolo si passerà alla trattazione del caso di studio e quindi, attraverso l'analisi dei bilanci 2013 e 2014, si cercheranno di capire più nel dettaglio le motivazioni che hanno portato la società A.S. Roma S.p.A. ad attuare questo importante investimento e come la società stessa abbia o meno rispettato i vincoli di bilancio imposti dalla UEFA sempre in tema di Fair play finanziario.

Si passerà poi alla descrizione puntuale del progetto, e quindi, facendo riferimento allo Studio di fattibilità di proprietà della società Eurnova, del gruppo Parsitalia Real Estate e facente capo al costruttore Luca Parnasi, verranno elencati i principali soggetti coinvolti e i relativi sponsor, tutte le opere infrastrutturali “di contorno” allo stadio previste e le varie modifiche imposte dal Comune nella delibera di pubblico interesse del progetto, che hanno decisamente allungato i tempi di costruzione ed hanno addirittura messo a serio repentaglio la fattibilità dello stesso.

Nel paragrafo conclusivo del terzo capitolo verrà effettuata un'analisi di fattibilità del progetto con l'obiettivo di verificare la sostenibilità economico e finanziaria del complesso delle opere previste.

Verranno dunque descritti i costi e i ricavi stimati del progetto, il contratto di finanziamento ed il relativo tasso d'interesse ipotizzato e in particolare si vedrà come, al fine di assicurare agli investitori un ROI del 7% e al fine di evitare che siano coinvolti fondi pubblici, sarà necessaria la costruzione di un ulteriore complesso di opere (il c.d. Business Park) finalizzate alla creazione di quei flussi di cassa in entrata capaci a loro volta di garantire l'equilibrio economico-finanziario del progetto totale, strettamente richiesto dalla legge n. 147 del 27 Dicembre 2013, analizzata nel primo capitolo.

Al termine dell'elaborato verrà effettuata una previsione dei flussi di cassa sia delle opere primarie e delle opere infrastrutturali singolarmente considerate, sia del progetto totale, come entità unica, ottenuto dalla combinazione delle due parti.

Verrà evidenziato come, sotto determinate ipotesi, il progetto sarà dunque in grado di assicurare agli investitori un ROI medio del 7% e, dato un *Debt service coverage ratio* (DSCR) compreso fra 1,3 e 1,5, sarà in grado di generare flussi tali da ripagare il debito garantendo un margine adeguato.

CAPITOLO 1: L'economia delle società calcistiche nell'ottica del fair play finanziario

1.1 La Situazione degli stadi in Italia

E' ormai sotto gli occhi di tutti come, nel terzo millennio e specialmente in Europa, il calcio non venga più considerato uno sport come gli altri, ma un vero e proprio business.

Il presidente della Federcalcio Carlo Tavecchio, intervenuto ad un incontro con degli studenti di Treviso nel Dicembre scorso, ha affermato che si tratta della la nona industria del paese per quanto riguarda il volume d'affari, circa il 6% del PIL.

Ogni anno l'intero sistema calcistico muove circa 9 miliardi di euro dando lavoro a circa 500 mila persone e versa un miliardo e 30 milioni di euro allo Stato in contributi fiscali e previdenziali ed è proprio per questo enorme giro d'affari che molti imprenditori provenienti da ogni angolo del pianeta sono sempre più interessati ad investirvi.

Un progetto d'investimento che, da un punto di vista finanziario, risulta particolarmente attraente è senza dubbio quello connesso alla costruzione dello stadio di proprietà.

Tale genere d'investimento risulta a dire il vero una vera e propria priorità in un paese come l'Italia dove abbondano strutture fatiscenti ed obsolete le quali, non potendo garantire la sicurezza, disincentivano gli spettatori a recarsi alla partita e quindi finiscono per danneggiare sia la società in termini di minori ricavi sia la squadra, poiché essa godrà inevitabilmente di minore supporto.

Come si può facilmente notare dalla Tabella 1, che riporta i dati relativi all'anno di costruzione, di ristrutturazione, proprietà e capienza, la maggior parte degli stadi ha non meno di 50 anni con picchi addirittura di 90 o 100, dove la media viene relativamente abbassata dall'unico stadio di proprietà presente in Italia, ossia lo Juventus Stadium, la cui costruzione è stata ultimata nel 2011.

Stadio	Anno di costruzione	Ristrutturazione	Proprietà	Capienza
S. Nicola	1990	-	Comune di Bari	58.270
Atleti Azzurri d'Italia	1928	1992	Comune di Bergamo	24.726
Dall'Ara	1927	1990	Comune di Bologna	36.532
Sant'Elia	1970	1990-2002	Comune di Cagliari	23.486
Angelo Massimino	1937	1980-1991-1997	Comune di Catania	21.530
Castellani	1965	1993	Comune di Empoli	16.800
Artemio Franchi	1930	1990	Comune di Firenze	45.809
Luigi Ferraris	1909	1990	Comune di Genova	36.599
Armando Picchi	1933	2002	Comune di Livorno	19.238
Giuseppe Meazza	1925	1990	Comune di Milano	80.108
San Paolo	1948	1990	Comune di Napoli	67.240
Renzo Barbera	1931	1954-1984-1989	Comune di Palermo	36.349
Ennio Tardini	1923	1990-1993-1996	Comune di Parma	22.885
Olimpico di Roma	1928	1952-1990	CONI	73.261
Montepaschi Arena	1923	1998	Comune di Siena	15.373
Juventus stadium	2011	-	Juventus F.C.	41.000
Friuli	1971	1990	Comune di Udine	30.667
Marcantonio Bentegodi	1963	1990	Comune di Verona	38.402
Dino manuzzi	1957	1988-2011	Comune di Cesena	23.380
Olimpico di Torino	2004	-	Comune di Torino	72.700
Via Del Mare	1966	1985	Comune di Lecce	33.876
Silvio Piola	1971	2010-2011	Comune di Novara	17.875
Oreste Granillo	1932	1999	Comune di Reggio Calabria	25.314
Mario Rigamonti	1959	1994	Comune di Brescia	16.308
Adriatico	1955	1977-2009	Comune di Pescara	20.681
Renato Curi	1975	-	Comune di Perugia	28.000
Arechi	1988	1998	Comune di Salerno	37.500
San Filippo	2004	-	Comune di Messina	38.722
Nereo Rocco	1987	-	Comune di Trieste	28.656

Tabella 1 SITUAZIONE STADI IN ITALIA [Fonte: A. Alessandria, *Un business chiamato stadio*, Roma, Greenbooks, 2014]

E' pur doveroso menzionare i frequenti altri interventi, non previsti dalla Tabella 1, effettuati in caso di promozione in categorie superiori o partecipazioni a competizioni internazionali; si

tratta però di atti “una tantum” che possono mascherare, ma di certo non risolvere da soli il problema della bassa funzionalità e sicurezza.

Osservando ancora la Tabella 1 è possibile notare che, eccetto il caso dell’Olimpico di Roma, in cui proprietario è il CONI, tra l’altro subentrato nel 2004 al demanio, negli altri casi la proprietà è comunale.

Ciò sta a significare ovviamente sia alti costi per la collettività, in quanto vengono tolti fondi per le altre necessità comunali sia risorse forzatamente limitate per la sicurezza e la manutenzione delle strutture stesse.

Un altro aspetto su cui vale la pena riflettere è il fatto che attualmente lo stadio venga utilizzato unicamente per la partita domenicale causando un forte impatto in negativo sia sulla struttura dei costi che dei ricavi della società.

Utilizzare l’impianto una volta alla settimana comporta maggiori costi in termini di gestione e manutenzione e di certo inferiori ricavi data l’assenza di adeguate infrastrutture esterne e l’impossibilità di goderne per 365 giorni l’anno.

Se si volesse fare un confronto fra gli impianti sportivi italiani e quelli degli altri paesi europei, si noterebbe immediatamente l’arretratezza e l’obsolescenza dei primi.

In moltissimi altri stati europei, Inghilterra e Germania su tutti, la situazione è senza dubbio diversa.

In Germania in occasione dei mondiali di calcio del 2006, sono stati investiti ben 2 miliardi di euro in strutture e infrastrutture; i maggiori comfort hanno senz’altro attirato più persone allo stadio, aumentando i ricavi per gara, il budget di mercato delle società di club e dunque anche i risultati di gara.

In Inghilterra invece, nonostante molti siano stadi costruiti non di recente, tra cui l’Old Trafford di Manchester risalente al 1949 o lo Stamford Bridge addirittura nel 1877¹, essi non sono stati soggetti di interventi “una tantum” come nel caso degli impianti italiani, ma di ristrutturazioni profonde che li hanno resi punti di riferimento per la costruzione di stadi di proprietà esteri.

¹ A. Alessandria , *Un business chiamato stadio*, Roma, Greenbooks, 2014.

1.2 La normativa per gli impianti sportivi

Data l'obsolescenza delle strutture e l'arretratezza rispetto ai competitors esteri è divenuta impellente la necessità di creare una normativa ad hoc che, semplificando la procedura amministrativa, rendesse più agevole la costruzione di impianti sportivi, data la previsione di precise scansioni temporali per l'approvazione dei relativi progetti.

La normativa sugli stadi è entrata in vigore in Italia in data 1° Gennaio 2014.

Per "normativa sugli stadi" si intendono tre commi, 303-305, contenuti nella "Legge di stabilità 2014" approvata con la legge 27 Dicembre 2013 n.147, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 302 del 27 Dicembre 2013, provvedimento composto da un articolo e ben 749 commi.²

Prima di analizzare nel dettaglio i suddetti tre commi, è bene introdurre i due capisaldi su cui poggia tale normativa.³

a) *L'impianto sportivo potrà sorgere su aree di proprietà pubblica o privata.*

Nel primo caso verrà indetta dalla PA una gara ad evidenza pubblica, con possibilità di ricorrere al project financing, mentre nel secondo caso l'intervento è realizzato solo con capitali privati.

b) *Il procedimento è caratterizzato da precise fasi temporali e tempi certi di risposta da parte della PA.*

Questo è probabilmente il principio che, più degli altri, presenta connotati rivoluzionari; è infatti evidente come la scansione di tempi certi rappresenti un vantaggio non da poco per tutti quegli enti che hanno bisogno di investire e di godere dei ritorni in tempi brevi, soprattutto in un paese come l'Italia, non di certo famosa per la celerità burocratica.

La tempistica è chiara: una volta presentato lo studio di fattibilità vi saranno 90 giorni per la dichiarazione del pubblico interesse da parte del comune interessato, 120 giorni

² Fonte: www.gazzettaufficiale.it.

³ Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

per l'approvazione del progetto definitivo in conferenza dei servizi o 180 nel caso il progetto comporti atti di competenza regionale.

Tornando alla normativa, il comma 303 della legge n.147 del 2013, recita quanto segue:

“Il Fondo di garanzia di cui all'articolo 90, comma 12, della legge 27 dicembre 2002, n. 289, è integrato con 10 milioni di euro per l'anno 2014, 15 milioni di euro per l'anno 2015 e 20 milioni di euro per l'anno 2016”.

Ai sensi dell'articolo 90 comma 12 della legge n. 289 del 2002 a cui si è rimandati, il fondo garantisce i *“Mutui relativi alla costruzione, all'ampliamento, all'attrezzatura, al miglioramento o all'acquisto di impianti sportivi, ivi compresa l'acquisizione delle relative aree, da parte di società o associazioni sportive nonché di ogni altro soggetto pubblico o privato che persegua, anche indirettamente, finalità sportive”.*

Più semplicemente, è possibile definire tale fondo come un organismo di garanzia di settore rivolto a coloro i quali desiderino realizzare impianti sportivi ma, pur essendo in possesso di progetti economicamente sostenibili, non hanno a disposizione adeguate garanzie. Il Fondo si assumerà i rischi fino a un massimo del 60% del totale del finanziamento richiesto.⁴

Amministratore del fondo è l'Istituto per il Credito Sportivo, ente di diritto pubblico dotato di personalità giuridica, leader nel finanziamento all'impiantistica sportiva.

Ai sensi dell'articolo 13 della legge n. 289 del 2002 *“l'Istituto per il credito sportivo gestisce il fondo di garanzia in base a criteri approvati dal Presidente del Consiglio dei Ministri, o dall'Autorità di Governo con la delega allo sport, ove nominata, su proposta dell'Istituto, sentito il CONI e in base a criteri e modalità di gestione previsti dallo Statuto”.*

Sempre secondo la legge 289/2002, articolo 14, i 45 milioni di euro in tre anni sono gestiti dall'Istituto *“in gestione separata e a titolo gratuito”.*

Per quanto concerne invece il comma 304, nell'ambito di quanto previsto in apertura dello stesso, l'obiettivo del legislatore risulta quello di *“Favorire comunque l'ammodernamento o la costruzione di impianti sportivi, con particolare riguardo alla sicurezza degli impianti e*

⁴ Fonte: www.creditosportivo.it.

degli spettatori, attraverso la semplificazione delle procedure amministrative e la previsione di modalità innovative di finanziamento”

Innanzitutto si parla di “Impianti sportivi” e non di palestre e tale locuzione non è certamente casuale in quanto è riferita a "impianti omologati per un numero di posti pari o superiore a 500 al coperto o a 2.000 allo scoperto⁵.

L’obiettivo primario risulta dunque il perseguimento della sicurezza degli impianti e degli spettatori, tema sul quale si è periodicamente dibattuto nel passato anche a causa di eventi tragici che hanno colpito il mondo del calcio come il crollo delle tribune dello stadio Heysel di Bruxelles, il 29 Maggio 1985, in occasione della finale della Coppa dei Campioni fra Juventus e Liverpool, che causò la morte di circa 40 persone.

Si parla anche di “Modalità innovative di finanziamento” e quindi ci si riferisce senza dubbio anche al project financing, di cui si parlerà più avanti nel capitolo 2.

Il comma 304, è composto dalle lettere a), b), c) e d), che rappresentano il “cuore” della nuova normativa in quanto disciplinano puntualmente l’iter amministrativo che le società devono necessariamente rispettare qualora desiderino costruire uno stadio di proprietà.

Di seguito il testo:

a) Il soggetto che intende realizzare l'intervento presenta al comune interessato uno studio di fattibilità, a valere quale progetto preliminare, redatto tenendo conto delle indicazioni di cui all'articolo 14 del decreto del Presidente della Repubblica 5 ottobre 2010, n. 207, e corredato di un piano economico-finanziario e dell'accordo con una o più associazioni o società sportive utilizzatrici in via prevalente. Lo studio di fattibilità non può prevedere altri tipi di intervento, salvo quelli strettamente funzionali alla fruibilità dell'impianto e al raggiungimento del complessivo equilibrio economico-finanziario dell'iniziativa e concorrenti alla valorizzazione del territorio in termini sociali, occupazionali ed economici e comunque con esclusione della realizzazione di nuovi complessi di edilizia residenziale. Il comune, previa conferenza di servizi preliminare convocata su istanza dell'interessato in ordine allo studio di fattibilità, ove ne valuti positivamente la rispondenza, dichiara, entro il termine di novanta giorni dalla presentazione dello studio medesimo, il pubblico interesse della

⁵ Sport industry magazine, Gennaio-Marzo 2014.

proposta, motivando l'eventuale mancato rispetto delle priorità di cui al comma 305 ed eventualmente indicando le condizioni necessarie per ottenere i successivi atti di assenso sul progetto”.

b) Sulla base dell'approvazione di cui alla lettera a), il soggetto proponente presenta al comune il progetto definitivo. Il comune, previa conferenza di servizi decisoria, alla quale sono chiamati a partecipare tutti i soggetti ordinariamente titolari di competenze in ordine al progetto presentato e che può richiedere al proponente modifiche al progetto strettamente necessarie, delibera in via definitiva sul progetto; la procedura deve concludersi entro centoventi giorni dalla presentazione del progetto. Ove il progetto comporti atti di competenza regionale, la conferenza di servizi è convocata dalla regione, che delibera entro centottanta giorni dalla presentazione del progetto. Il provvedimento finale sostituisce ogni autorizzazione o permesso comunque denominato necessario alla realizzazione dell'opera e determina la dichiarazione di pubblica utilità, indifferibilità e urgenza dell'opera medesima;

c) in caso di superamento dei termini di cui alle lettere a) e b), relativamente agli impianti omologati per un numero di posti pari o superiore a 500 al coperto o a 2.000 allo scoperto, il Presidente del Consiglio dei ministri, su istanza del soggetto proponente, assegna all'ente interessato trenta giorni per adottare i provvedimenti necessari; decorso inutilmente tale termine, il presidente della regione interessata nomina un commissario con il compito di adottare, entro il termine di sessanta giorni, sentito il comune interessato, i provvedimenti necessari. Relativamente agli impianti omologati per un numero di posti pari o superiore a 4.000 al coperto e 20.000 allo scoperto, decorso infruttuosamente l'ulteriore termine di trenta giorni concesso all'ente territoriale, il Consiglio dei ministri, al quale è invitato a partecipare il presidente della regione interessata, previo parere del Consiglio superiore dei lavori pubblici, da esprimere entro trenta giorni dalla richiesta, adotta, entro il termine di sessanta giorni, i provvedimenti necessari;

d) in caso di interventi da realizzare su aree di proprietà pubblica o su impianti pubblici esistenti, il progetto approvato è fatto oggetto di idonea procedura di evidenza pubblica, da concludersi comunque entro novanta giorni dalla sua approvazione. Alla gara è invitato

anche il soggetto proponente, che assume la denominazione di promotore. Il bando specifica che il promotore, nell'ipotesi in cui non risulti aggiudicatario, può esercitare il diritto di prelazione entro quindici giorni dall'aggiudicazione definitiva e divenire aggiudicatario se dichiara di assumere la migliore offerta presentata. Si applicano, in quanto compatibili, le previsioni del codice di cui al decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, in materia di finanza di progetto. Qualora l'aggiudicatario sia diverso dal soggetto di cui alla lettera a), primo periodo, il predetto aggiudicatario è tenuto a subentrare nell'accordo o negli accordi di cui alla medesima lettera e periodo;

E' possibile sintetizzare il processo amministrativo come segue:

1. Il soggetto promotore, in accordo con la società sportiva che utilizza l'impianto, presenta un progetto preliminare composto da uno studio di fattibilità corredato da un piano economico-finanziario. Per studio di fattibilità si intende uno studio mirato a definire se un progetto potrà essere realizzato tecnicamente e quale possa esserne la convenienza economica.⁶
2. Qualora il Comune, dopo aver convocato la Conferenza di Servizi preliminare alla quale partecipano tutte le Amministrazioni interessate all'intervento, valuti positivamente il progetto, entro il termine di 90 giorni dichiara il pubblico interesse della proposta e eventualmente specifica le ulteriori "*condizioni necessarie*" che devono essere rispettate per "*ottenere i successivi atti di assenso sul progetto*".
3. Considerate le "*condizioni necessarie*" previste al punto precedente, il soggetto proponente presenta al comune il progetto definitivo.
4. Il comune convoca la conferenza di servizi decisoria, alla quale devono partecipare tutti i soggetti che hanno competenza sul progetto definitivo presentato⁷, e in caso di

⁶ www.professionisti.it .

⁷ Tra i più importanti soggetti aventi competenza sul progetto presentato e che sono chiamati ad esprimere un parere in merito, figurano certamente la Provincia, gli Enti proprietari o gestori delle linee ferroviarie o trasportistiche (ad esempio Trenitalia), o proprietari e gestori delle forniture di energia elettrica e gas (ad esempio Acea).

esito positivo di tale conferenza, delibera in via definitiva entro il termine di 120 giorni.

Qualora il progetto comporti atti di competenza regionale, è la regione che convoca la conferenza di servizi decisoria e delibera, entro il termine di 180 giorni. La delibera di approvazione, regionale o comunale, determina la dichiarazione di *“pubblica utilità, indifferibilità e urgenza delle opere”*.

Come si legge dalla lettera c) in caso di inosservanza dei termini temporali di cui alle lettere a) e b), verranno concessi all'ente territoriale interessato ulteriori 30 giorni per adottare i provvedimenti previsti. Qualora quest'ultimi non vengano applicati entro tale termine si va in contro a due diverse opzioni:

- I. Per gli impianti che prevedono un numero di posti compreso fra 500 e 2000, verrà nominato un commissario da parte del presidente della regione interessata che avrà il compito di rimediare alla carenza provvedimentale entro il termine di 60 giorni.
- II. Per gli impianti invece che prevedono un numero di posti compreso fra 4.000 e 20.000 sarà lo stesso consiglio dei ministri dopo aver richiesto il parere del Consiglio superiore dei lavori pubblici ad integrare la procedura con i provvedimenti necessari entro il termine di 60 giorni.

La lettera d) del medesimo comma, disciplina la procedura da adottare nel caso in cui vi siano *“interventi da realizzare su aree di proprietà pubblica o su impianti pubblici esistenti”*.

In questo caso la pubblica amministrazione indice una gara ad evidenza pubblica di cui il progetto definitivo ne costituisce l'oggetto. Alla gara partecipa anche il soggetto proponente il qualità di promotore. Il promotore può quindi vincere o perdere la gara; nel caso in cui non risulti vincitore, nel termine di 15 giorni può esercitare il diritto di prelazione che gli permette di *“divenire aggiudicatario se dichiara di assumere la migliore offerta presentata”*.

Se infine l'aggiudicatario è diverso dal soggetto proponente, esso gli subentrerà negli accordi con il comune interessato.

In definitiva è possibile affermare come tale normativa si ponga come obiettivo quello di semplificare la procedura per la costruzione e ristrutturazione di impianti sportivi in maniera tale da incentivare quegli investimenti di cui ormai non si può più fare a meno se si desidera mantenere o incrementare un certo standard di ricavi.

1.3 Il Fair Play Finanziario

Gli investimenti effettuati per lo stadio di proprietà, per le infrastrutture di “contorno” e per il settore giovanile oltre che la razionalizzazione dei costi societari sono atti fortemente incentivati dal c.d. “Fair play finanziario” ossia una normativa introdotta nel 2011 dalla Union Of European Football Association (“UEFA”) con l’obiettivo di migliorare le condizioni finanziarie generali del calcio europeo.

Non rispettare i parametri imposti comporta l’esclusione automatica dalle coppe europee.

In quest’ottica lo stadio di proprietà per società come la Roma, che ambiscono a primeggiare non solo all’interno dei confini nazionali ma anche in ambito internazionale, diventa una vera e propria *conditio sine qua non*, finalizzata alla creazione di flussi di cassa tali da assicurare, con maggiore probabilità, il rispetto nel continuo dei requisiti economico-finanziari richiesti.

Più nel dettaglio, le norme previste dal testo ufficiale, mirano a⁸:

a) promuovere e migliorare il livello di tutti gli aspetti del calcio in Europa con priorità per la formazione di giovani calciatori;

b) a garantire un adeguato livello di gestione ed organizzazione dei club;

c) ad adeguare gli impianti per fornire a giocatori, spettatori e rappresentanti dei media strutture idonee, ben attrezzate e sicure;

d) a proteggere il regolare svolgimento delle competizioni UEFA per club;

e) a consentire lo sviluppo delle qualità organizzative, finanziarie, sportive e legali del personale amministrativo nei club di tutta Europa;

Il punto c) rappresenta la conferma di quanto detto in apertura del paragrafo, ossia che la necessità di “*strutture idonee, ben attrezzate e sicure*” non è solo una questione privata, societaria, ma sia caldamente incoraggiata anche e soprattutto da un’associazione internazionale *super partes* come la UEFA.

⁸ *Disposizioni generali*, Regolamento UEFA sul fair play finanziario.

I requisiti fondamentali richiesti per essere ammessi a competizioni UEFA per club, che dovranno tassativamente essere rispettati dalla stagione 2013/2014, sono⁹:

- *Bilancio annuale controllato da un revisore indipendente.*

La società, dovrà sottoporre al controllo del revisore non solo il bilancio d'esercizio ma anche il bilancio consolidato qualora faccia parte di un gruppo aziendale e qualora rientri fra i soggetti obbligati a redigerlo ai sensi del D. Lgs 127/1991. Tale documenti saranno composti da stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario, elenco dei principi contabili adottati e altre note esplicative e una relazione degli amministratori.¹⁰

- *Patrimonio netto non negativo.*¹¹

Si tratta ovviamente della classica grandezza che viene aumentata dagli apporti dei soci e dagli utili non distribuiti.

Una particolarità molto interessante a riguardo sta nel fatto che in questi primi anni di valutazione, l'UEFA ha accettato anche Patrimoni Netti negativi ma solo se questi hanno mostrato un miglioramento rispetto all'annata precedente.

Un aspetto molto importante, regolato dall'art.46 del regolamento è quello relativo alla natura dei bilanci che devono essere considerati ai fini della determinazione del patrimonio netto, quindi se vada preso in considerazione il bilancio d'esercizio o quello consolidato nel caso in cui sia faccia riferimento ad un gruppo aziendale.

E' chiaro che il rischio dal quale ci si vuole proteggere è quello relativo alla costituzione di una società apposita all'interno di un gruppo nella quale si possano far confluire tutti gli elementi critici relativi alle regole imposte dal Fair Play Finanziario e quindi evitare i c.d. paradisi fiscali.

Proprio in riferimento a tale rischio l'art.46 del regolamento prevede innanzitutto che *"Il richiedente deve fornire al licenziante un documento sulla struttura del club contenente informazioni su eventuali società controllate o controllanti, fino alla società "madre"* in modo tale che l'assetto societario sia reso il più chiaro possibile.

⁹ Fonte: www.iltifosobilanciato.it.

¹⁰ Art. 47, Regolamento UEFA sul fair play finanziario.

¹¹ A-P= PN.

La particolarità è però che, sempre ai sensi dell'art. 46, è la “licenziante”, ossia la società calcistica, che determina “ i dati di riferimento, cioè l'entità o la combinazione di soggetti per i quali le informazioni finanziarie (ad esempio la singola entità, il consolidato o il combinato bilancio complessivo) devono essere fornite”.

Inoltre, il suddetto articolo aggiunge che “Il documento deve chiaramente identificare il soggetto membro dell'associazione affiliata all'UEFA e citare i seguenti dati per ogni impresa “collegata” al richiedente la licenza: nome del soggetto giuridico; personalità giuridica; informazioni sull'attività principale e altre eventuali attività calcistica; d) la percentuale di proprietà detenuta (e, se diversa, la percentuale di voto esercitabile in assemblea); il capitale sociale; il totale dei beni posseduti; i ricavi totali; il patrimonio netto”.

Quindi questa apparente soggettività relativa alla possibilità conferita alla società di determinare i dati di riferimento è notevolmente ristretta dei dati sopracitati che la licenziante deve ciononostante presentare e specificare. Per togliere ogni dubbio sul documento contabile che verrà considerato dall'allegato 7b del regolamento si legge che “Se il richiedente la licenza ha il controllo su un qualunque sussidiario, allora il bilancio finanziario consolidato deve essere preparato e presentato al concessore della licenza come se le entità incluse nel perimetro di segnalazione (come definito nell'Art. 46) fossero una compagnia unica”.¹²

Dunque si può concludere che il bilancio che verrà considerato ai fini della valutazione dei parametri attinenti al Fair Play finanziario, nel caso si faccia riferimento a gruppi aziendali, è il bilancio consolidato.

Tale aspetto è di particolare interesse dal momento che l'A.S Roma S.p.A., come si vedrà nel terzo capitolo, è una capogruppo.

- *Going Concern aziendale.*¹³

Il bilancio non deve presentare eccezioni per quanto riguarda la continuità aziendale. Il requisito di una solida continuità aziendale attestante la capacità di affrontare i futuri impegni economico-finanziari è accertato da un revisore esterno alla società, ed è

¹² Allegato 7b, Regolamento UEFA sul fair play finanziario.

¹³ Art. 52, Regolamento UEFA sul fair play finanziario.

ritenuto necessario dall'UEFA dal momento che specifica la capacità della società di ottemperare ai futuri impegni economico-finanziari.

- *Break-Even Rule.*¹⁴

Ciò che è richiesto è il pareggio di bilancio, ossia la copertura totale dei costi con ricavi propri, per i due anni che precedono e i tre che seguono l'entrata in vigore della normativa.

Il concetto sottostante è che nessun club può spendere più di quanto guadagna, quindi è necessario che le società di club abbiano bilanci in parità o in attivo.

E' importante sottolineare il fatto che tra i costi non sono compresi quelli relativi alla costruzione di nuovi stadi di proprietà e gli investimenti per il settore giovanile.

L'UEFA consente in questi primi anni (fino al 2017) uno scostamento abbastanza rilevante dal punto di pareggio secondo questo schema:¹⁵

1. *Biennio 2011/13*: consentita una perdita totale di 45 milioni
2. *Triennio 2011/14*: consentita una perdita totale di 45 milioni
3. *Trienni 2012/15 – 2013/16 – 2014/17*: consentita una perdita totale di 30 milioni

- *No debiti scaduti verso altre società, dipendenti e Fisco.*

Per quanto riguarda i debiti verso altre società l'art. 49 del regolamento prevede che “*Chi richiede la licenza deve dimostrare che al 31 marzo della precedente stagione non esistevano suoi debiti scaduti per trasferimenti di giocatori avvenuti prima del 31 dicembre precedente*”.

Per quanto riguarda invece dipendenti e fisco ai sensi dell'art 50 “*La società richiedente la licenza deve dimostrare che, alla data del 31 marzo precedente la eventuale concessione della licenza stessa, non abbia debiti scaduti verso dipendenti, verso organi di tutela e verso il Fisco a seguito di obblighi contrattuali e legali sorti anteriormente al 31 dicembre. L'obbligo rimane anche se si tratta di dipendenti non facenti più parte della struttura richiedente la licenza.*”

¹⁴ Art. 63, Regolamento UEFA sul fair play finanziario.

¹⁵ Fonte: www.iltifosobilanciato.it.

Per dipendenti si intendono in primis i calciatori tesserati, poi il personale amministrativo, tecnico, medico e addetto alla sicurezza.

- *Indebitamento finanziario netto \leq Ricavi*
- *Costi del personale $< 70\%$ Ricavi totali.*

Ai sensi dell'art. 62 del regolamento UEFA sul Financial Fair Play “*il Panel di controllo finanziario si riserva il diritto di chiedere al licenziatario di presentare le informazioni supplementari in qualsiasi momento, in particolare se nel bilancio annuale: a) i costi del personale superano il 70% dei ricavi totali; b) il debito netto supera il 100% dei ricavi totali*”.

L'indebitamento finanziario netto è pari alla differenza fra i debiti finanziari a breve e lungo termine con le disponibilità liquide.

Dopo aver analizzato il regolamento UEFA relativo al Fair play finanziario, dando particolare enfasi al tema del break-even point, è risultato evidente come tutte le società che desiderino essere ammesse a competizioni internazionali debbano per forza di cose incrementare i loro ricavi o far sì che essi non scendano al di sotto della soglia dei costi.

Per quelle che non ritengono possibile costruire uno stadio di proprietà, l'unica via percorribile risulta quella della razionalizzazione dei costi, come è accaduto ad esempio per club di grande spessore come l'FC Internazionale o l'AC Milan, consci però del fatto che ridurre i costi nella maggior parte dei casi significa garantire minori stipendi per i calciatori, e disporre di un budget ridotto per il mercato, ergo rosa meno competitiva, risultati negativi e insoddisfazione generale dei tifosi.

Per le società calcistiche, le fonti di ricavo sono essenzialmente tre¹⁶ :

1. Diritti televisivi
2. Ricavi da stadio
3. Merchandising

¹⁶ A. Alessandria , *Un business chiamato stadio*, Roma, Greenbooks, 2014.

In Italia, non essendovi stadi di proprietà eccetto il caso Juventus, i ricavi da stadio sono relativamente bassi rispetto agli standard esteri e dunque pare ovvio constatare come buona parte degli introiti derivi dal merchandising e dalla cessione dei diritti televisivi.

Club	Totale ricavi	Ricavi da stadio	% Ricavi da stadio/Totale ricavi del club
Real Madrid	549.5	119	21.65%
Barcellona	484.6	117	24.14%
Man Utd	518	127	24.51%
Roma	124.3	23.3	18.7%
Juventus	279.4	38	13.6%
Arsenal	359.3	108	30.05%
Bayern Monaco	487	87	17.86%

Tabella 2 RICAVI DA STADIO DEI PRINCIPALI CLUB EUROPEI (dati 2014) [Fonte: A. Alessandria, *Un business chiamato stadio*, Roma, Greenbooks, 2014]

La Tabella 2 mostra il fatturato di alcuni dei più grandi club europei, e l'incidenza dei ricavi da stadio sugli introiti totali.

Primeggiano le due squadre inglesi tra cui l'Arsenal, che beneficia probabilmente del miglior impianto di proprietà in circolazione ossia l'Emirates Stadium, inaugurato nel 2006, e venuto a costare circa 390 milioni di sterline.¹⁷

Più defilate invece le società italiane, dove però emerge il caso particolare della Juventus che, sempre secondo i dati Deloitte, che ha visto crescere il proprio fatturato di ben 125.5 mln (279.4 contro i 153.9 del 2011, anno in cui è stato inaugurato lo Juventus Stadium), mentre l'incidenza dei ricavi da stadio sul fatturato totale è aumentata del 6.06 % (13.6% del 2014 contro il 7.54% del 2011).

¹⁷ Fonte: www.arsenal.com .

CAPITOLO 2: Il Project financing

2.1 La strutturazione di un'operazione in Project financing.

Nel primo paragrafo dell'elaborato si è analizzata la situazione degli stadi di calcio in Italia ed è emerso come l'età media degli impianti sia molto alta e come gli investimenti siano “una tantum”, legati nella maggior parte dei casi all'adeguamento delle norme di sicurezza; si potrebbe anche aggiungere che la mancanza di fondi pubblici, dovuta al periodo di ristrettezza economica che stiamo tuttora vivendo, di certo non contribuisca a sbloccare lo sviluppo di nuovi progetti.

Una soluzione all'immobilismo anche in tema di investimenti in impianti sportivi di proprietà, potrebbe essere il ricorso alla tecnica/approccio del “Project financing”, la cui analisi è fondamentale ai fini della comprensione delle dinamiche tecniche sottostanti il progetto stadio, che verrà successivamente analizzato nel capitolo 3.

Negli ultimi dieci anni infatti, per la realizzazione di strutture di valore medio-piccolo, di cui gli impianti sportivi rappresentano una porzione importante, si è spesso ricorso a tale strumento finanziario: esso ha in breve consentito a molte amministrazioni di realizzare o ristrutturare ugualmente centri sportivi polivalenti, o anche piscine e campi da tennis, nonostante le limitate risorse finanziarie.

Il project financing, noto anche come finanza di progetto, viene classicamente definito come: *“Un'operazione di finanziamento di una particolare unità economica, nella quale un finanziatore è soddisfatto di considerare, sin dallo stadio iniziale, il flusso di cassa e gli utili dell'unità economica in oggetto come la sorgente di fondi che consentirà il rimborso del prestito e le attività dell'unità economica come garanzia collaterale del prestito”*.¹⁸

Concettualmente si tratta di una tecnica di finanziamento in cui la copertura finanziaria di un progetto di investimento non si basa tanto sull'autonoma capacità di indebitamento del

¹⁸ P. K. Nevitt, *Project financing*, Milano, Cariplo-Laterza, 1998.

soggetto che propone l'iniziativa, bensì sulla valutazione dell'equilibrio economico-finanziario del progetto stesso; non viene valutato tanto il merito creditizio del promotore quanto la capacità del progetto di generare flussi di cassa.

Il PF, quindi, è un'operazione certamente alternativa al solito finanziamento di impresa in quanto mentre quest'ultimo non può prescindere dalla valutazione sia dell'equilibrio economico-finanziario dell'impresa sia degli effetti che i nuovi investimenti e i nuovi debiti contratti hanno su tale equilibrio, il PF si basa sulla valutazione dell'equilibrio economico-finanziario di un preciso progetto imprenditoriale legato ad un investimento economicamente e giuridicamente indipendente rispetto agli altri progetti dell'impresa stessa.

L'indipendenza giuridica ed economica è resa possibile grazie alla presenza di una particolare società, denominata *Special Purpose Vehicle (SPV)* o anche "società di progetto", che viene appositamente costituita al fine di isolare i flussi di cassa derivanti dal progetto stesso rispetto alle altre attività degli azionisti; flussi che costituiscono la fonte primaria del rimborso del debito e della remunerazione del capitale a rischio.¹⁹

Nel PF il finanziamento non è, quindi, diretto all'impresa preesistente bensì alla SPV sopra menzionata, la quale ha come unico compito quello di favorire la realizzazione e la gestione dell'opera; compito però importantissimo in quanto solo da una gestione efficiente nascono i flussi di cassa necessari per rimborsare il debito e remunerare gli azionisti.

Ciò che rende particolarmente attraente il ricorso al PF è il limitato rischio per l'azionista in quanto nel caso in cui dovesse fallire il progetto, i promotori continuerebbero la propria attività di impresa e il finanziatore potrebbe rivalersi esclusivamente sui beni di proprietà della SPV mentre, nel caso in cui dovesse fallire il promotore, la SPV continuerebbe ad esistere e ad ottemperare ai suoi compiti di gestione.

Per comprendere al meglio le dinamiche sottostanti al PF, può risultare utile schematizzare i soggetti coinvolti ed elencarne le principali caratteristiche.²⁰

¹⁹ R. Cofferata, M. Mari, G. Abatecola, V. Formisano, *Management immobiliare*, Milano, FrancoAngeli, 2011.

²⁰ A. Alessandria, *Un business chiamato stadio*, Roma, Greenbooks, 2014.

- *Promotore/i o sponsor*: Colui che promuove il progetto, apporta il capitale di rischio, si assume la responsabilità dell'intero ciclo produttivo di un progetto e appronta le garanzie per le banche.

In Italia il soggetto promotore assume un'accezione giuridica certamente particolare; secondo quanto espresso dall'art. 37 bis della legge n. 109 dell'11 Febbraio 1994, provvedimento poi abrogato dal d.lgs. 12 Aprile 2006, ma che non cambia la sostanza del significato, il promotore è colui che, poiché dotato di requisiti particolari, presenta alla pubblica amministrazione *una proposta per la realizzazione e gestione di opere pubbliche o di pubblica utilità*.

- *SPV*: Come già descritto in precedenza, si tratta della società appositamente costituita dal promotore al fine di isolare i flussi di cassa derivanti dal progetto stesso rispetto alle altre attività degli azionisti; è ad essa che sono diretti gli apporti in termini di capitale di rischio e capitale di credito oltre che ad eventuali contributi. Essa realizza e gestisce il progetto; tuttavia tale attività operativa può sia essere svolta direttamente con mezzi e strutture proprie sia indirettamente ricorrendo a strutture e mezzi di soci o terzi.

- *Soggetto pubblico*: La PA assume un ruolo primario nelle operazioni di project financing dato che la maggior parte delle opere sono destinate a soddisfare i bisogni della collettività. La PA affida una concessione, generalmente di lungo termine, riguardante la costruzione dell'opera e la gestione della stessa. Può influire in un'operazione di PF modificando il quadro normativo di riferimento, fornire garanzie atte a reperire risorse finanziarie oppure contribuire essa stessa al finanziamento parziale del progetto.

- *Finanziatori:* Il finanziatore è colui che apporta il capitale di credito; potrà essere una banca, o un istituto di credito o una società finanziaria o anche un partner.²¹
Il finanziatore avrà il compito di valutare il progetto dal punto di vista del rapporto rischio/rendimento che emerge dallo studio di fattibilità.
- *Appaltatori:* Imprese private che risultano vincitrici di gare d'appalto per la costruzione dell'opera e per lo svolgimento dei lavori connessi.
- *Assicuratori:* Svolgono il ruolo fondamentale di ridurre i rischi specifici dell'operazione.
- *Gestori:* si tratta dei soggetti che assicurano il funzionamento dell'opera provvedendo alla gestione operativa quindi si occupano della manutenzione e godono dei ritorni economici. Generalmente si indentificano con gli sponsor o con i costruttori.
- *Fornitori:* Sono coloro che provvedono alla fornitura dei materiali essenziali per la realizzazione dell'opera e la conseguente gestione della stessa.
- *Consulenti:* La complessità di determinati progetti richiede l'aiuto di esperti consulenti esterni, che forniscono assistenza in materia finanziaria e quindi in tema di attuabilità finanziaria, legale e quindi in tema di riconoscimento dei principali rischi normativi o tecnica e quindi relativa all'individuazione dei principali rischi connessi alla realizzazione dell'opera e dei relativi costi.

²¹ A. Ceschi, M. Coltellacci, G. Fidone, M.C. Lepore, *Project Financing. Fondamenti Tecnici, Economici e Giuridici*, Roma, Librerie Dedalo, 2001.

- *Acquirenti del prodotto/servizio*: Il capitale di rischio e quello di credito vengono rimborsati nel momento in cui ciò che è stato costruito viene venduto. Gli acquirenti, dunque, assumono un ruolo fondamentale in quanto rappresentano metaforicamente la quadratura del cerchio.

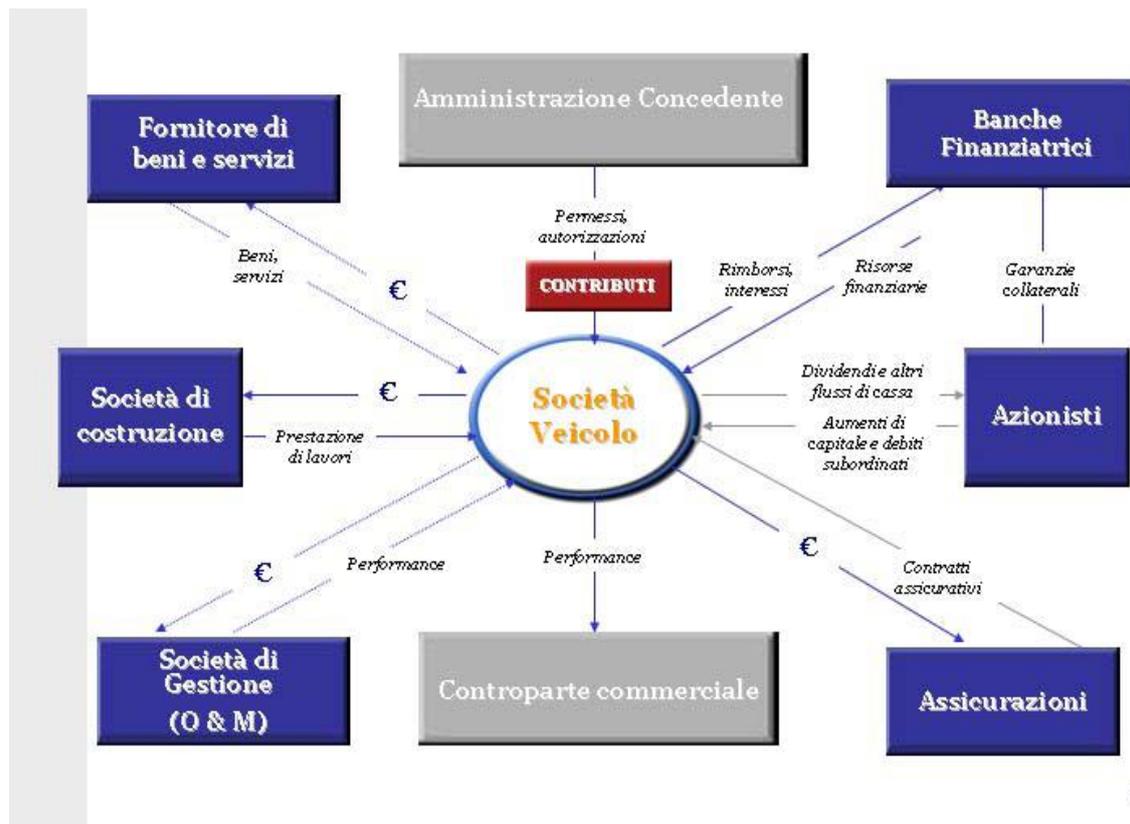


Figura 1 SOGGETTI COINVOLTI IN UN'OPERAZIONE DI PROJECT FINANCING, [Fonte: www.utfp.it].

La realizzazione di un'operazione di project financing può essere generalmente divisa in tre specifiche fasi²²:

- 1) *Progettazione e costruzione*: questa è la fase in cui i soggetti finanziatori, principalmente un pool di banche, in maniera progressiva mettono a disposizione del Progetto le risorse finanziarie necessarie.

²² R. Cofferata, M. Mari, G. Abatecola, V. Formisano, *Management immobiliare*, Milano, FrancoAngeli, 2011.

- 2) *Start-up*: in questa seconda fase vengono attivati una serie di test volti a verificare se il progetto è in grado effettivamente di funzionare secondo le modalità previste nel contratto di costruzione e dunque, più specificatamente, di generare i flussi di cassa necessari a rimborsare il debito contratto con i soggetti finanziatori.

- 3) *Gestione operativa*: in questa terza fase, conclusasi positivamente la fase di start-up, il progetto inizia a generare i flussi necessari a rimborsare il finanziamento. Solo in questa fase si potrà effettivamente verificare la capacità del progetto di generare flussi di cassa.

2.2 La valutazione economica

L'esito positivo di un'operazione di PF deriva non solo da una precipua fattibilità tecnica; è necessario assicurare infatti, che vi sia una certa fattibilità finanziaria o bancabilità, perché da essa dipende il convincimento degli istituti di credito e degli sponsor in particolare.

Un certo progetto è “bancabile” qualora sia capace di generare flussi di cassa tali da remunerare non solo i soci della SPV ma anche i soggetti finanziatori.

Il documento che quest'ultimi consultano per accertare la bancabilità del progetto è il c.d. Piano economico-finanziario, che solitamente comprende i prospetti di stato patrimoniale e conto economico e i flussi di cassa futuri previsti lungo tutta la durata dell'operazione di PF.

Nel PEF *in primis* viene valutata la convenienza economica del progetto attraverso una stima dei costi e dei ricavi attesi e dei flussi di cassa che ovviamente devono essere capaci di remunerare il capitale di rischio e di debito e di coprire eventuali imprevisti.

In secundis dopo aver dimostrato la convenienze economica del progetto bisognerà procedere con la strutturazione del Piano finanziario.

Per quanto riguarda l'analisi economica, colui che avrà il compito di predisporre il piano economico-finanziario ossia il consulente finanziario, dovrà principalmente:

1. Provvedere all'identificazione di diversi input, tra cui:²³

- *Investimenti*: risulta necessario, infatti, misurare i costi di costruzione e realizzazione dell'opera.
- *Contributi pubblici*: presenti nel caso di realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità.
- *Ricavi operativi*: si tratta ovviamente di stime lungo un orizzonte temporale predeterminato.

²³ A. Alessandria , *Un business chiamato stadio*, Roma, Greenbooks, 2014.

- *Costi operativi*: Essi variano a seconda se la SPV provvede direttamente o indirettamente alla gestione e realizzazione dell'opera. Nel primo caso sarà lei che li sosterrà, mentre nel secondo caso sarà chiamata a versare un corrispettivo atto a remunerare l'ente terzo per la gestione e realizzazione dell'opera stessa.
- *Capitale circolante netto (CCN)*: esso viene definito come differenza fra attività correnti e passività correnti. Tra le principali attività correnti troviamo la cassa, i titoli negoziabili, le scorte di magazzino e i crediti commerciali mentre tra le passività correnti troviamo i debiti commerciali e i prestiti bancari.²⁴
- *Imposte*;
- *Ammortamenti*: per ammortamento si intende la ripartizione di un costo pluriennale in più esercizi.

2. Redigere un conto economico previsionale;

In questa fase si giungerà alla stima del flusso di cassa operativo atteso o cash flow unlevered, che può essere concettualmente definito come la differenza fra entrate e uscite effettive dell'impresa lungo un'orizzonte temporale definito e rappresenta tecnicamente il flusso in grado di rimborsare sia i debiti finanziari sia il capitale di rischio.

²⁴ R.A Brealey, S.C Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di Finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill, 2011.

Ricavi operativi
(-)Costi operativi
(-)Amm.to
EBIT
(-)Imposte
NOPAT
(+)Amm.to
-Δ circolante
CASH FLOW della gestione corrente
+/- investimento/disinvestimento
CASH FLOW unlevered

Tabella 3, CONTO ECONOMICO PREVISIONALE,
[Fonte: Elaborazione dell'autore].

Dalla tabella 3 emergono due grandezze particolari come l' *EBIT* e il *NOPAT*.

L'Ebit (Earnings Before Interests and Taxes) può essere definito come l'utile di un'azienda prima degli interessi delle imposte e delle tasse e quindi o anche meglio conosciuto come reddito operativo.

Il Nopat (Net Operating Profit After Taxes) è il reddito operativo dopo aver pagato le tasse.

3. Determinare la convenienza economica del progetto;

Si tratta, dunque, di calcolare il VAN del progetto.

Il valore attuale netto (VAN) viene definito come la differenza fra il valore attuale dei flussi di cassa e l'investimento richiesto; esso consente di determinare la creazione netta di valore di un progetto di investimento²⁵.

Per calcolare il valore attuale e quindi poi in VAN, bisognerà scontare i flussi di cassa attesi al tasso di rendimento offerto da investimenti alternativi e appartenenti alla medesima classe di rischio.

²⁵ R.A Brealey, S.C Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di Finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill, 2011.

Tale tasso è definito *costo opportunità del capitale* ossia il rendimento a cui si dovrà rinunciare qualora si decida di investire in un progetto piuttosto che in un'attività finanziaria appartenente alla medesima classe di rischio.

In questo caso, il tasso che dovrà essere applicato per scontare il cash flow unlevered, e che si riferisce al costo che l'azienda sostiene per remunerare sia gli azionisti sia i soggetti finanziatori è il WACC (Weighted Average Cost of Capital) o costo medio ponderato del capitale.

Si tratta più precisamente di una media ponderata fra costo del capitale e costo del debito dove i "pesi" sono le quantità di capitale e debito utilizzate per finanziare il progetto di investimento.

La formula è la seguente: $WACC = r_d(1-T_c) D/V + r_e E/V$, dove r_d è il costo del debito, r_e è il costo del capitale azionario, D e E sono rispettivamente le quantità di debito e capitale necessarie per finanziare il progetto e V sta per $E+D$.

Dal reddito imponibile si possono dedurre gli oneri finanziari, ma non i dividendi pagati sulle azioni ecco perché si ha la grandezza $(1-T_c)$ moltiplicata per il costo del debito, dove T_c è l'aliquota di tassazione del reddito d'impresa.

Solo dopo aver attualizzato i flussi di cassa attesi al costo medio ponderato del capitale si conoscerà finalmente il VAN.

Se e solo se vi sarà convenienza economica e quindi capacità di generare flussi di cassa positivi, si potrà considerare fattibile la tecnica di project financing.

2.3 Il piano finanziario

Come anticipato in precedenza, dopo aver analizzato la fattibilità economica del progetto e in particolare dopo l'analisi del cash flow si passa alla strutturazione del piano finanziario; bisognerà, in parole povere, valutare attentamente la struttura finanziaria che meglio sposa le caratteristiche economiche del progetto.

Le scelte relative al finanziamento sono di primaria importanza e devono essere oggetto di attenta analisi dato che chiunque si voglia fare avanti per la realizzazione di un progetto ha a disposizione una vasta gamma di tipologie di finanziamento che variano a seconda dei vincoli, dei costi, nell'intromissione del finanziatore nel progetto e soprattutto dei rischi.

Le tipologie di finanziamento più comuni sono²⁶:

➤ *Capitale Proprio*: si tratta del capitale di rischio del progetto che confluirà nella SPV al fine di isolare i flussi di cassa degli azionisti che lo sottoscrivono.

Il capitale è rappresentato da azioni e conferisce a chi le sottoscrive il diritto agli utili e il rischio connesso all'operazione.

Maggiori sono le quote sottoscritte dagli azionisti, chiamati anche "Common Shareholders", maggiori sono la fiducia nel progetto e le garanzie per gli istituti di credito dato che un elevato capitale di rischio equivale ad una bassa probabilità che il progetto si areni.

I soggetti che possono finanziare il progetto a titolo di capitale di rischio sono²⁷:

- Promotori
- Governo
- Appaltatori
- Fornitori
- Utilizzatori/acquirenti
- Investitori privati
- Istituzioni finanziarie

²⁶ A. Ceschi, M. Coltellacci, G. Fidone, M.C. Lepore, Project Financing. *Fondamenti Tecnici, Economici e Giuridici*, Roma, Librerie Dedalo, 2001.

²⁷ A. Ceschi, M. Coltellacci, G. Fidone, M.C. Lepore, *Project Financing. Fondamenti Tecnici, Economici e Giuridici*, Roma, Librerie Dedalo, 2001.

➤ *Capitale di credito*: Ci si riferisce in sostanza ai prestiti e all'emissione di obbligazioni.

Nella maggior parte dei casi i principali finanziatori del progetto a titolo di capitale di credito sono le banche commerciali.

Il debito contratto con le banche è di solito un debito a medio/lungo termine e confluisce nella SPV costituendone una passività.

Le caratteristiche del debito sono diverse a seconda delle caratteristiche del contratto stipulato fra le parti e le variabili che più di tutte incidono sulla natura dello stesso sono l'ammontare, l'affidabilità del debitore, la struttura dei tassi, le modalità di ammortamento, e le garanzie che possono anche essere prestate da terzi e possono riferirsi a immobili, licenze, concessioni ecc.²⁸

Nel caso in cui il debito non sia garantito, le banche possono generalmente ottenere il rimborso anticipato qualora il progetto non stia producendo gli effetti sperati.

Se nella valutazione economica si è utilizzato il VAN come indicatore di fattibilità, nella fase di strutturazione del piano finanziario si utilizzano degli indicatori che esprimono la probabilità che il progetto possa rimborsare il debito e sono utilizzati dai finanziatori per stabilirne l'ammontare, il relativo piano d'ammortamento e il congruo tasso d'interesse.

Gli indicatori più usati sono:

- *PLCR (Project Life Cover Ratio)*: ossia VAN dei flussi relativi a tutta la durata del progetto/ VA del debito.

Se $PLCR > 1$ allora il progetto permette di ripagare il debito e garantisce anche un margine adeguato.

Se $PLCR < 1$ il progetto non permette di ripagare il debito.

- *LLDSCR (Loan Life Debt Service Cover Ratio)*: ossia VAN dei flussi del progetto relativi solo al periodo del finanziamento/ VA debito.

Si differenzia dall'indicatore precedente perché non considera i flussi relativi a tutta la vita del progetto ma solo quelli previsti nel mentre del contratto di finanziamento.

²⁸ A. Ceschi, M. Coltellacci, G. Fidone, M.C. Lepore, *Project Financing. Fondamenti Tecnici, Economici e Giuridici*, Roma, Librerie Dedalo, 2001.

- *ADSCR (Annual Debt Service Cover Ratio)*: ossia il cash flow del progetto per un dato anno / servizio del debito totale dello stesso anno.

Se $ADSCR > 1$ allora il progetto è capace di servire il debito per quel dato anno.

Se $ADSCR < 1$ ovviamente il contrario.

- *ALDSCR (Average Loan Debt Service Cover Ratio)*: Si tratta della media aritmetica di tutti gli ADSCR.

- *Obbligazioni*: L'emissione di obbligazioni rappresenta un ulteriore forma di finanziamento che può essere presa in considerazione in fase di strutturazione del piano finanziario.

Le obbligazioni possono essere a tasso fisso o variabile, sono negoziabili sui mercati secondario e sono emessi dalla SPV.²⁹

Generalmente si ricorre alle emissioni di obbligazioni perché i costi sono più bassi rispetto ai prestiti bancari.

- *Emissioni ibride*: si tratta di strumenti di finanziamento che non possono essere ricompresi fra le due classiche modalità di finanziamento (debito e equity) perché ognuna presenta sia aspetti dell'una che dell'altra.

Generalmente vengono utilizzate nelle grandi operazioni, anche e soprattutto internazionali, che vedono il coinvolgimento di una vasta gamma di finanziatori.

Le più comuni sono:

- *Obbligazioni convertibili in azioni*: ossia obbligazioni che possono essere convertite in azioni al verificarsi di determinate situazioni, entro un dato periodo (alcune però non presentano limiti di tempo) e ad un dato rapporto di cambio.
- *Debito subordinato*: Si differenzia dalle altre forme di finanziamento perché il rimborso è privilegiato rispetto al capitale proprio ma postergato rispetto al debito privilegiato.

²⁹ A. Ceschi, M. Coltellacci, G. Fidone, M.C. Lepore, *Project Financing. Fondamenti Tecnici, Economici e Giuridici*, Roma, Librerie Dedalo, 2001.

Essendo comunque privilegiato rispetto al capitale di rischio ordinario è ovviamente anche più oneroso per il finanziatore.

- *Debito mezzanino (Mezzanine)*: Si tratta di una forma di debito subordinata in cui il rimborso è subordinato al debito principale ma privilegiato rispetto al debito subordinato.

Elencate le varie forme di finanziamento è possibile affermare che la struttura finanziaria è ottimale quando debito ed equity, nel loro insieme, massimizzano il valore economico del progetto e minimizzano il costo del capitale.

Il finanziamento deve sempre essere rapportato al fabbisogno di capitale che può variare durante la vita del progetto e sarebbe opportuno effettuare un c.d. matching fra fabbisogno a breve e finanziamento a breve e fra fabbisogno a lungo e finanziamento a lungo.

Si può concludere affermando che non esiste un criterio oggettivo che porti alla definizione della perfetta struttura finanziaria e che, in linea generale, i fattori che ne determinano la composizione e dunque la percentuale di capitale di credito e di rischio sono:³⁰

- Genere di investimento
- Fabbisogno di capitale (a breve e a lungo)
- Costo del debito
- Struttura dei tassi
- Redditività attesa
- Rischio
- Tasse

³⁰ A. Ceschi, M. Coltellacci, G. Fidone, M.C. Lepore, *Project Financing. Fondamenti Tecnici, Economici e Giuridici*, Roma, Librerie Dedalo, 2001.

CAPITOLO 3: Il caso A.S. Roma S.p.A.

3.1 La situazione economica dell'A.S. Roma S.p.A.

Come già detto nel primo capitolo, in questi ultimi anni la costruzione di uno stadio di proprietà è divenuto una vera e propria necessità in quanto, se da un punto di vista “macroeconomico” ad esso si accompagnano investimenti in infrastrutture che potrebbero stimolare la crescita economica di un sistema piuttosto immobile come quello italiano, da un punto di vista “microeconomico”, quindi relativo alle singole società, tale investimento *in primis* rappresenta certamente un valore aggiunto per quanto concerne l’immagine della società, *in secundis* va a influenzare il rendimento casalingo del team, in quanto si tende generalmente a migliorare l’acustica in maniera tale da creare un’ambiente più “caldo” come nel caso dello Juventus Stadium, *in tertiis*, soprattutto, va ad impattare sul bilancio alla voce ricavi da gare in quanto ne garantisce inevitabilmente maggiori.

L’AS Roma, così come la SS Lazio e la FC Juventus, essendo una società quotata in borsa, redige il bilancio seguendo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, mentre tutte le altre società predispongono il bilancio seguendo le norme previste dal Codice Civile (art. 2423, 2424 e 2425) e le disposizioni della Federazione Italiana Giuoco Calcio (FIGC).

Più precisamente, gli schemi contabili delle società quotate vengono redatti in conformità allo IAS 1 (intitolato *Presentation of Financial Statements*) il quale prevede che il bilancio sia composto da³¹:

1. Un prospetto della posizione patrimoniale-finanziaria al termine dell’esercizio.
2. Un prospetto degli utili e delle perdite contabilizzati nell’esercizio (i.e. conto economico complessivo).
3. Un prospetto delle variazioni del patrimonio netto dell’esercizio.
4. Un prospetto delle variazioni dei flussi finanziari (i.e. rendiconto finanziario).
5. Note esplicative (una sorta di nota integrativa).

³¹ Fonte: www.ifrs.org.

6. prospetto della posizione finanziaria all'inizio del più vecchio esercizio presentato a fini comparativi.

Una particolarità del bilancio redatto secondo gli schemi IAS/IFRS è che in esso la classificazione delle voci citate non è “rigida” come invece accade per il bilancio civilistico ai sensi degli articoli 2424 per lo stato patrimoniale e 2425 per il conto economico.

Infatti mentre per nel bilancio civilistico gli articoli 2424 e 2425 prevedono una forma ed un ordine specifico lo *standard* internazionale, per i prospetti basilari del bilancio (stato patrimoniale e conto economico) non ne prevede nessuno dei due.

Ciò non vuol però dire che le voci sono posizionate alla rinfusa all'interno degli schemi in quanto, secondo lo IAS 1, all'interno dello stato patrimoniale si distinguono attività e passività “*correnti*” e “*non correnti*”.

Un elemento dell' attivo o del passivo si definisce corrente quando:³²

- Si suppone che verrà realizzato (estinto), oppure posseduto per la vendita o il consumo, nel normale svolgimento del ciclo operativo aziendale³³.
- Lo si possiede principalmente con il fine di negoziarlo.
- Si prevede che la sua realizzazione (estinzione) avvenga entro 12 mesi dalla data di chiusura dell'esercizio.
- l'attività è costituita da disponibilità liquide o mezzi equivalenti (come definiti nello IAS 7) a meno che non sia vietato scambiarla o utilizzarla per estinguere una passività per almeno dodici mesi dalla data di chiusura dell'esercizio.

Per quanto riguarda il conto economico complessivo, invece, l'articolo 99 dello IAS 1 prevede che l'impresa debba *predisporre “un'analisi dei costi rilevati nell'utile (perdita) d'esercizio utilizzando una classificazione basata o sulla loro natura o sulla loro destinazione all'interno dell'entità”*.

Tra le principali voci dell'attivo dello stato patrimoniale o, prospetto della posizione patrimoniale-finanziaria al termine dell'esercizio per usare la terminologia adottata nello IAS

³² Art.66, IAS 1,

³³ Per ciclo operativo si intende il lasso di tempo che trascorre fra il momento in cui un'azienda acquista i beni per il processo produttivo e il momento in cui essi si trasformano in disponibilità liquide.

1, la più caratteristica è certamente quella relativa ai *diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori* ossia il c.d. valore della rosa.

Tali diritti sono attività immateriali a vita utile definita e quindi devono essere ammortizzati lungo la durata del contratto sottoscritto dall'atleta.

Essi sono contabilizzati il giorno in cui il contratto acquista efficacia e vengono iscritti a costo storico, ossia il prezzo pagato per il trasferimento dell'atleta, compresi eventuali oneri accessori come ad esempio il compenso concesso all'agente del calciatore. Tali oneri accessori dovranno essere capitalizzati ad incremento del costo solo qualora non dipendano dalla permanenza dell'atleta all'interno della società altrimenti saranno imputati a conto economico.

Per quanto riguarda le valutazioni successive bisognerà confrontare il costo storico, al netto degli ammortamenti e delle perdite di valore, con il *fair value* e nel caso in cui quest'ultimo risulti inferiore al costo storico bisognerà procedere con una svalutazione.

Tra le principali voci di ricavo del conto economico spiccano invece:

- I ricavi da gare, che riguardano i biglietti e agli abbonamenti venduti.
- Le sponsorizzazioni, che possono variare a seconda della durata e dell'ammontare (fisso o variabile connesso ai risultati sportivi);
- Diritti tv e di immagine, che rappresentano la fonte di ricavo principale.
I diritti sono negoziati dalle Leghe in maniera collettiva e vengono ripartiti come di seguito:
 - a) 40% dei proventi viene distribuito in parti uguali a tutte le società che partecipano ad un determinato campionato,
 - b) 30% in base ai risultati sportivi, di cui 10% per i risultati conseguiti dal 1946 ad oggi, 15% per gli ultimi 5 anni e 5% per l'ultima stagione.
 - c) 30% in funzione della "popolarità del club" stabilita per il 5% sulla base della popolazione residente nel comune di riferimento del club e per il 25% sulla base del "bacino di utenza"³⁴

³⁴ Dott. Emanuele Grasso, *Il bilancio delle società sportive di calcio*, 2013.

Tra gli altri proventi è possibile annoverare le plus/minusvalenze ossia, in caso di cessione dell'atleta, la differenza fra costo d'acquisto e costo di vendita.

Tra le principali voci di costo è opportuno menzionare:

- Le spese per il personale, che si distingue in “personale tesserato” (tra cui gli atleti) e “altri dipendenti”;
- Le spese per il godimento dei beni di terzi ossia i costi che una società sostiene in quanto fruitrice dello stadio (di solito proprietà del Comune).
Si tratta della voce di costo che si punta ad eliminare, o quantomeno ridurre drasticamente, attraverso la costruzione di un nuovo stadio di proprietà.

Per comprendere meglio le motivazioni che hanno spinto l'AS Roma ad investire nello stadio di proprietà è opportuno fare un quadro specifico di quella che è la sua situazione economica e finanziaria attraverso l'analisi dei bilanci consolidati relativi al 2013 e 2014.

La società A.S Roma S.p.A. infatti, essendo la capogruppo di un gruppo composto oltre che dalla holding sopracitata anche da Soccer Società in Accomandita Semplice di Brand Management S.r.l. (Società Partecipata), e di ASR Media and Sponsorship S.r.l.³⁵ è chiamata redigere oltre al bilancio d'esercizio, anche il bilancio consolidato.

Il bilancio consolidato è un documento composto dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa di tutte società facenti parte dell'area di consolidamento e deve essere redatto dagli amministratori della capogruppo ai sensi del D. Lgs 127/1991. Si è già detto nel primo capitolo che, ai sensi dell'art. 46 del regolamento UEFA sul Fair Play finanziario nel caso si faccia riferimento ad un gruppo aziendale il bilancio da considerare sia quello consolidato.

³⁵ Relazione finanziaria semestrale consolidata A.S. Roma S.p.A. al 31 Dicembre 2014.

Valori in Euro	30 06 2014	30 06 2013
A) ATTIVITA' NON CORRENTI		
a) Diritti pluriennali prestazioni calciatori	89.156.173	78.748.389
b) Altre immobilizzazioni	17.796.993	17.749.355
Attività immateriali a vita definita	106.953.166	96.497.744
a) impianti e macchinari	215.861	225.040
c) altri beni	173.462	192.922
Attività materiali	389.323	417.962
Partecipazioni	123.422.270	123.422.270
a) crediti commerciali	11.449.000	14.666.500
b) altre attività non correnti	2.897.340	326.195
Altre attività non correnti	14.346.340	14.992.695
Totale attività non correnti	245.111.099	235.330.671
B) ATTIVITA' CORRENTI		
Crediti commerciali	55.585.519	37.506.938
Attività finanziarie correnti	4.250.000	2.250.500
Altre attività correnti	23.078.960	6.762.023
a) Imposte anticipate	-	5.416
b) Crediti tributari	260.445	523.652
Crediti per imposte	260.445	529.068
Disponibilità liquide	3.732.779	7.652.065
Totale attività correnti	86.907.703	54.700.594
TOTALE ATTIVITA'	332.018.802	290.031.265

Tabella 4 STATO PATRIMONIALE ATTIVO, [Fonte: Relazione finanziaria annuale A.S Roma S.p.A. al 30 Giugno 2014]

La Tabella 4 rappresenta il bilancio consolidato relativo all'esercizio chiuso al 30/06/2014.

Dall'analisi di alcune delle tante voci dell'attivo dello stato patrimoniale emerge quanto segue:

A. *Le attività non correnti* ammontano a 245.111.099 euro contro i 235.330.671 del 2013, con un incremento netto pari a 9.780.428 euro che, da come si legge nella relazione finanziaria annuale del 2014, è dipeso in maniera sostanziale dagli investimenti nel settore tecnico-sportivo.

A1. *I diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori* al netto degli ammortamenti hanno registrato un incremento di 10,408 milioni di euro, dal momento che nel 2014 il c.d. valore della rosa ammontava a 89.156.173 euro mentre nel 2013 ammontava a 78.748.389 euro.

Non sono inclusi in tale voce dell'attivo i diritti dei giocatori acquistati a parametro zero e quelli provenienti dal settore giovanile come ad esempio quelli relativi agli atleti Francesco Totti e Daniele De Rossi.

B. *Le attività correnti* hanno registrato un incremento di 32.207 migliaia di euro rispetto al 2013, crescita dovuta in gran parte all'aumento dei crediti commerciali la cui suddivisione è elencata nella tabella 4 e, all'interno dei quali, spiccano:

B1) *I crediti verso sponsor ufficiali*, che tra il 2014 e il 2013 sono aumentati di 2.488 migliaia di euro e relativi a Kappa, sponsor tecnico dell'AS Roma sino alla stagione 2012/2013.³⁶

B2) *Crediti v. società di calcio*, che ammontano, nel 2014 a 42,650 milioni di euro e riguardano la cessione dei diritti alle prestazioni sportive degli atleti. Trattandosi di un credito, l'esborso monetario da parte della società acquirente vi sarà nella stagione 2014/2015 con la Lega Nazionale Professionisti che ne garantisce il buon esito.³⁷ Le altre tipologie di credito commerciale hanno registrato una variazione in aumento

³⁶ Note esplicative del Bilancio di esercizio 2014 A.S Roma S.p.A.

³⁷ Relazione finanziaria annuale A.S Roma S.p.A. al 30 Giugno 2014.

meno considerevole delle due sopracitate e quindi avranno minore impatto sui ricavi futuri

(Dati in migliaia di Euro)	30.06.14	30.06.13	Variazioni
Sponsor Ufficiali	7.191	4.703	2.488
Società di calcio	42.650	25.580	17.070
Crediti verso clienti	4.377	5.716	(1.339)
Crediti verso enti di settore	1.981	1.607	374
Crediti verso imprese	40	796	(756)
Crediti v. imprese controllanti	886	645	241
Totale crediti	57.125	39.047	18.078
Meno: fondi svalutazione	(1.540)	(1.540)	
Totale	55.585	37.507	18.078

Tabella 5 CREDITI COMMERCIALI, [Fonte: Note esplicative bilancio di esercizio A.S. Roma S.p.A. 2014]

Per quanto riguarda il passivo dello stato patrimoniale del bilancio consolidato (che si ricorda interessi particolarmente in riferimento al Fair play finanziario):

Valori in € /000	30 06 2014	30 06 2013
A) PATRIMONIO NETTO		
Capitale sociale	19.878	19.878
Riserva sovrapprezzo azioni	-	11.547

Riserva Legale	1.987	1.987
Riserva 10% scuole giovanili	-	3.973
Riserva utili (perdite) attuariali	(242)	-
Riserva FTA	(85.933)	(85.933)
Versamenti azionisti c/futuro aumento C.S.	100.000	76.550
Utile (perdita) portati a nuovo	(78.648)	(54.038)
Utile (perdita) d'esercizio	(38.558)	(40.130)
Patrimonio netto del Gruppo AS Roma	(81.516)	(66.166)
Patrimonio di Terzi	188	200
Totale Patrimonio Netto	(81.328)	(65.966)
B) PASSIVITA' NON CORRENTI		
Fondo TFR	1.729	1.345
Finanziamenti	61.520	-
Debiti commerciali	23.223	20.000
Debiti tributari	-	17
Fondo rischi per imposte / Imposte differite	2.881	2.851
Fondi per rischi ed oneri	9.131	14.895
Altre passività	9.443	9.531
Totale Passività non correnti	107.927	48.639
C) PASSIVITA' CORRENTI		
Debiti commerciali	70.280	60.484
Finanziamenti	75.414	97.152
Debiti Tributari	7.287	1.169
Debiti verso istituti previdenziali	1.510	1.017
Altre passività	33.496	31.471
Fondi Oneri e Rischi	500	-
Totale Passività correnti	188.487	191.293
TOTALE PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO	215.086	173.966

Tabella 6 STATO PATRIMONIALE PASSIVO [Fonte: Relazione finanziaria annuale A.S Roma S.p.A al 30 Giugno 2014].

Il dato che subito emerge è relativo al *Patrimonio Netto* che è negativo di 81,328 milioni di euro in peggioramento rispetto all'anno precedente in cui si attestava a -65,966 milioni di euro data la perdita d'esercizio pari a 38.558 milioni di euro.

Un trend negativo del patrimonio netto, rilevato non solo nel 2014 ma anche nel 2013 e nel 2012, non può che costituire un campanello d'allarme per la società romanista non solo per quanto riguarda i doverosi aumenti di capitale a cui saranno chiamati gli azionisti per coprire il buco nel bilancio ma anche e soprattutto in relazione alle tematiche del Fair Play finanziario, in quanto si ricorda che l'UEFA, nei primi anni di applicazione del regolamento, si è resa sì disponibile ad accettare patrimoni netti anche negativi purchè però si fosse registrato in bilancio un incremento netto rispetto all'esercizio precedente.

Tuttavia dalla Relazione finanziaria semestrale consolidata al 31 Dicembre 2014 emerge come il patrimonio netto consolidato risulti in miglioramento e si attesta a -52.860 milioni di euro. Il tutto è dovuto anche e soprattutto all'utile di 11.8 milioni di euro derivante dalla partecipazione alla UEFA Champions League che, sempre da come si legge nella relazione, ha generato ricavi pari a 49.2 milioni di euro date la partecipazione e il market pool riconosciuti dalla UEFA e dati gli incassi al botteghino delle tre gare interne.

Grazie ai dati estrapolati dai bilanci consolidati è possibile rappresentare con un grafico il trend del patrimonio netto consolidato negli ultimi esercizi. (dati in milioni di euro)

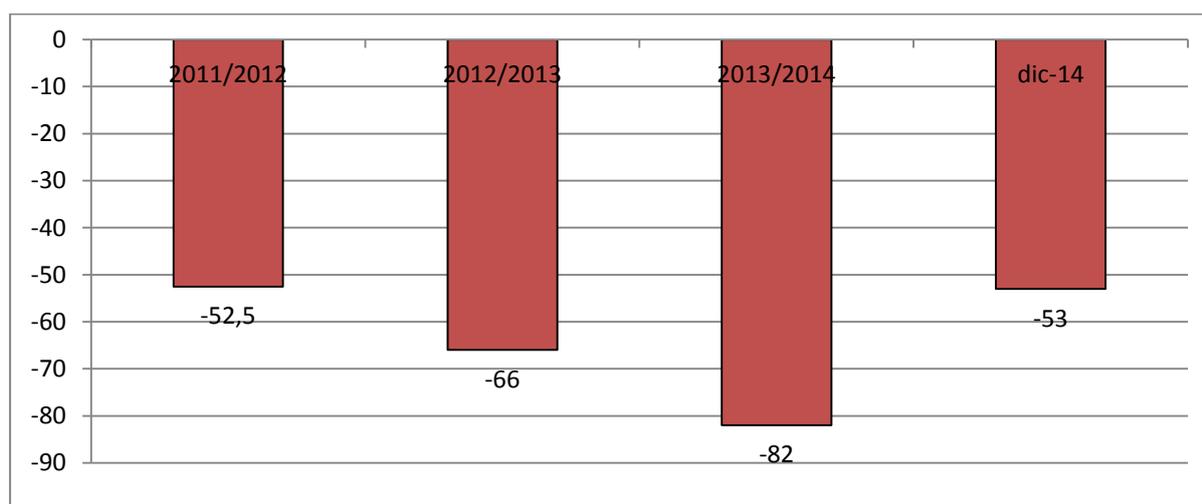


Figura 2 TREND PATRIMONIO NETTO CONSOLIDATO [Fonte: elaborazione dell'autore].

Oltre al risultato economico positivo, ciò che ha inciso in maniera preponderante sul patrimonio netto è stato l'aumento di capitale realizzato in data 31 Luglio 2014 ma deliberato dall'assemblea degli azionisti il 31 Marzo 2014.

In particolare, dalla relazione finanziaria semestrale consolidata, si legge che sono state emesse n. 265.046.592 nuove azioni e sottoscritte ben 260.449.250 mentre le opzioni non esercitate dai soci sono state collocate in borsa.

Si legge anche che la NEEP Roma Holding S.p.A. azionista di maggioranza dell' A.S Roma S.p.A. ha sottoscritto la sua quota in maniera integrale ossia il 78% delle azioni.

Si comprende facilmente però come l'AS Roma sia una società fortemente condizionata dai risultati sportivi ed ecco perché molto probabilmente il presidente Pallotta sta premendo molto per la costruzione di un nuovo stadio che garantisca maggiore stabilità e sicurezza economica e che eviti che, stagioni sportive e risultati finanziari altalenanti, possano pregiudicare la partecipazione di una società di tale lustro alle competizioni europee.

Il Fair Play finanziario richiede che la società garantisca la *continuità aziendale* e che essa venga accertata da un revisore o una società di revisione esterna.

All'interno della relazione finanziaria annuale al 30 Giugno 2014 è inserita la relazione della società di revisione BDO non fa menzione di situazioni di discontinuità aziendale quindi il requisito del going concern può dirsi rispettato.

Una voce del passivo molto importante è quella relativa ai finanziamenti.

Dal bilancio consolidato emerge come i finanziamenti a breve (correnti) siano pari a 75.414 milioni di euro in diminuzione rispetto al 2013 in cui erano pari a 92.152 milioni di euro.

I finanziamenti a lungo (non correnti) sono invece pari a 61.520 milioni di euro in netto peggioramento rispetto al 2013 anno in cui non erano presenti.

Secondo il fair play finanziario, come già visto nel primo capitolo, l'indebitamento finanziario netto non deve essere maggiore del totale dei ricavi; dunque, ricordando che $\text{Indebitamento finanziario} = \text{Debiti a breve} + \text{Debiti a lungo} - \text{Disponibilità liquide}$, e dal momento che le disponibilità liquide sono pari a 3.732.779 euro e che i ricavi operativi di esercizio sono pari a

128.447.000 euro, l'indebitamento finanziario netto risulta $92.152.000 + 61.520.000 - 3.732.779 = 157.404.779$ euro.

Poiché risulta Ricavi operativi di esercizio – Indebitamento finanziario netto = -28.957.779 euro il parametro imposto dal regolamento UEFA può considerarsi non rispettato nell'esercizio 2014 e dunque la società A.S Roma S.p.A. dovrà fornire i chiarimenti richiesti dell'art. 62 del regolamento.

Tra i 61.520.000 euro di debiti a lungo termine spiccano i 30.000.000 euro relativi al c.d. *Term Loan* con Unicredit S.p.A.³⁸ sottoscritto il 18 agosto 2011.

Un Term Loan è un prestito monetario che viene ripagato attraverso rate costanti entro un periodo di tempo prefissato, può durare dai 10 ai 30 anni e prevede l'applicazione usuale di un tasso d'interesse variabile.

Dalla relazione si legge che tale debito dovrà essere rimborsato attraverso tre rate uguali posticipate a partire dal 2015 e il tasso d'interesse è fisso ed è pari al 4,5%.

Tuttavia il 1° Agosto 2013 Unicredit S.p.A. ha ceduto pro soluto i suoi crediti alla società ASR TD SPV LLC facente capo a James Pallotta, quindi una parte importante dei debiti a lungo termine della società romanista è con il suo presidente; la relazione precisa, inoltre, che le condizioni del prestito non sono cambiate.

I debiti commerciali si dividono, invece, in debiti verso altre società calcistiche, debiti verso fornitori (come ad esempio i procuratori) e debiti verso imprese correlate.

Il Fair Play finanziario richiede che non vi siano debiti scaduti verso dipendenti e fisco.

I debiti verso il fisco sono pari a 7.287.000 euro e dalla relazione si legge che non risultano debiti scaduti al 30/06/2014.

Tuttavia sono accertati debiti verso dipendenti pari a 10.814.000 euro anche se in diminuzione di 6.160.000 euro rispetto all'esercizio precedente.

³⁸ Relazione finanziaria annuale consolidata A.S. Roma S.p.A. al 30 Giugno 2014.

Valori in € /000	30 06 2014	30 06 2013
Ricavi da gare	23.384	21.240
Altri ricavi delle vendite e delle prestazioni	5.965	4.971
b) Sponsorizzazioni	6.822	12.660
c) Diritti televisivi e diritti d'immagine	68.694	66.014
d) Proventi pubblicitari	8.711	7.949
e) Altri proventi	14.871	11.825
Altri ricavi e proventi	99.098	98.448
Totale Ricavi di esercizio	128.447	124.659
Acquisti materie di consume	(4.477)	(3.696)
Variazione delle rimanenze	(120)	(1.310)
Spese per Servizi	(30.902)	(26.144)
Spese per godimento beni di terzi	(7.599)	(7.954)
Spese per il personale	(107.591)	(94.231)
Oneri diversi di gestione	(6.852)	(5.012)
Totale Costi di esercizio	(157.541)	(138.347)
Gestione operativa netta calciatori	30.719	10.986
Margine Operativo Lordo (EBITDA)	1.625	(2.702)
Ammortamenti e svalutazioni	(28.872)	(32.315)
Accantonamenti per rischi	(800)	-
Risultato Operativo (EBIT)	(28.047)	(35.017)
Proventi e oneri finanziari	(7.012)	(1.723)
Risultato prima delle imposte	(35.059)	(36.740)
a) imposte correnti	(3.136)	(2.707)
b) imposte anticipate e differite	(185)	(493)
Imposte dell'esercizio	(3.321)	(3.200)
Risultato Consolidato (inclusa quota di terzi)	(38.380)	(39.940)
Risultato di terzi	178	190
Risultato di Gruppo A.S. Roma S.p.A.	(38.558)	(40.130)
Utile netto (perdita) base per azione (euro)	(0,291)	(0,303)
Altre componenti del risultato di esercizio complessivo:		
Utili/perdite attuariali iscritte a riserva benefici dipendenti	(242)	-
Altre componenti del risultato di esercizio complessivo	(242)	-
Risultato di Gruppo dell'esercizio complessivo	(38.800)	(40.130)

Tabella 7 CONTO ECONOMICO COMPLESSIVO [Fonte: Bilancio consolidato A.S Roma S.p.A. al 30 Giugno 2014].

Dal conto economico complessivo sopra rappresentato emerge subito la perdita consolidata di 38.558.000 euro (- 41.130.000 nel 2013) che la società si propone di coprire in parte attraverso la riserva legale che ammonta a 1.980.000 euro e riportando a nuovo la restante parte, per un importo pari a 36.578.000 euro.

Il fair play finanziario prevede che per il triennio 2011/2014 la perdita totale non superi i 45 milioni di euro; tuttavia, dato che la perdita consolidata nel 2011 è stata di 30.778.00, nel 2012 di 58.474.000, e nel 2013 di 40.130.000 euro³⁹ e la somma delle perdite nel triennio è pari a 167.940.000 euro è evidente come la società oltre a non rispettare i vincoli precedentemente citati in riferimento al patrimonio netto negativo, non rispetti neppure i parametri imposti dalla UEFA per quanto riguarda il c.d. Break even rule.

Quindi, ai sensi dell'art. 14 e 29 del regolamento UEFA sul fair play finanziario, e come specificato anche nella relazione finanziaria annuale consolidata al 30 Giugno 2014, le possibili conseguenze per la società sono:

- (i) avvertimento;
- (ii) ammonizione;
- (iii) ammenda;
- (iv) punti di penalizzazione;
- (v) ritenzione dei proventi derivanti dalla partecipazione alle competizioni UEFA;
- (vi) limitazione per i club all'iscrizione del numero dei giocatori nelle liste di partecipazione alle competizioni UEFA;
- (vii) squalifica e/o esclusione dalle competizioni UEFA;
- (viii) revoca dei titoli conseguiti.

Quale tra queste opzioni verrà scelta dall' UEFA non è ad oggi prevedibile poiché, all'interno del regolamento non c'è traccia di sanzioni ad hoc connesse a specifiche violazioni dunque si tratta di una valutazione puramente soggettiva.

I ricavi di esercizio sono pari a 128.447.000 euro in leggero aumento rispetto al 2013 (124.659.000) e sono composti principalmente dai *ricavi da gare* (23.384.000), ossia la voce più "volatile" di tutte perché ampiamente connessa ai risultati sportivi del team e al livello di fedeltà della tifoseria, *sponsorizzazioni* (6.822.000) di cui 6.000.000 sono relativi al contratto di sponsorizzazione tecnica sottoscritto con la Nike in agosto 2013 e dai diritti televisivi

³⁹ Conto economico complessivo 2011, 2012, 2013 e 2014.

(68.694.000) che, come per ogni società di calcio, rappresentano la parte più sostanziosa dei ricavi.

Nel 2015 i ricavi di esercizio sono certamente destinati ad aumentare data la partecipazione alla UEFA Champions League e dai maggiori biglietti e abbonamenti venduti relativi a tale competizione europea.

I costi di esercizio sono invece pari a 157.541.000 con un incremento del 17% rispetto al 2013.

La maggiore voce di costo è senza alcun dubbio quella relativa alle *spese per il personale* (107.591.000) ossia in termini più semplici il costo degli stipendi dei calciatori e della società stessa.

Un'altra voce di costo molto interessante ai fini del presente elaborato è quella relativa alle spese per il godimento di beni di terzi, composta essenzialmente dagli oneri per la concessione in uso dello Stadio Olimpico, per quanto riguarda le gare in casa della squadra, che ammontano a 3.040.000 euro nel 2014 (ricordo che lo stadio Olimpico è di proprietà del CONI) e i canoni di locazione del complesso immobiliare Trigoria, corrisposti a A.S. Roma Real Estate e pari a 2.700.000 euro.

Il fair play finanziario prevede che le spese per il personale siano inferiori al 70% dei ricavi di esercizio; pertanto, dal momento che il 70% dei ricavi di esercizio (128.447.000) è uguale a 89.912.900 si può osservare che quest'ultimo parametro imposto dall'UEFA non sia soddisfatto.

La società, ai sensi dell'art. 62 del regolamento sarà tenuta a presentare le *informazioni supplementari* richieste.

Un'altra voce molto interessante è la *gestione operativa del parco calciatori* che si riferisce alle plus/minusvalenze generate dalla compravendita di calciatori.

Nel 2014 è stata registrata una plusvalenza pari a 30.719.000 dovuta alla cessione dei diritti alle prestazioni sportive per 56 milioni di euro dei calciatori Lamela, Marquinhos, Bradley e Osvaldo.⁴⁰

Voci di ricavo e (costo) di esercizio	Ammontare 2013	Ammontare 2014	Incidenza % voci su tot. ricavi 2013 (124.659)	Incidenza % voci su tot. ricavi 2014 (128.447)
Ricavi da gare	21.240	23.384	17,038%	18,205%
Altri ricavi delle vendite	4.971	5.965	3,988%	4,644%
Sponsorizzazioni	12.660	6.822	10,156%	5,311%
Diritti TV e di immagine	66.014	68.694	52,956%	53,480%
Proventi pubblicitari	7.949	8.711	6,377%	6,782%
Altri proventi	11.825	14.871	9,486%	11,578%
Gestione operativa netta calciatori	10.986	30.719	8,813%	23,916%
(Acquisti materie)	-3.696	-4.447	-2,965%	-3,462%
(Variazione rimanenze)	-1.310	-120	-1,051%	-0,093%
(Spese per servizi)	-26.114	-30.902	-20,948%	-24,058%
(Spese per il godimento di beni di terzi)	-7.954	-7.559	-6,381%	-5,885%
(Spese per il personale)	-94.231	-107.591	-75,591%	-83,763%
(Oneri diversi di gestione)	-5.012	-6.852	-4,021%	-5,334%

Tabella 8 INCIDENZA % VOCI DI RICAVO E COSTO SUL TOTALE DEI RICAVI DI ESERCIZIO, [Fonte : elaborazione dell'autore].

Prendendo a riferimento i dati del 2013 e del 2014, quello che emerge dalla Tabella 8 è che le voci di ricavo che vanno ad incidere maggiormente sul totale dei ricavi di esercizio sono i

⁴⁰ Relazione finanziaria annuale consolidata al 30 Giugno 2014.

diritti TV e di immagine, i ricavi da gare e la gestione operativa netta dei calciatori (plus/minusvalenze), mentre, per quanto riguarda le voci di costo, quelle che vanno ad incidere maggiormente sulla composizione del risultato di esercizio, con effetto negativo sui ricavi, sono le spese per il personale e le spese per servizi.

La tesi che si vuole dimostrare attraverso l'uso della Tabella 8 è come, per una società quale l'A.S. Roma S.p.A. la quale non gode certamente di fonti di ricavo elevate e costanti se ovviamente paragonate ai top club europei, diventino decisive ai fini della composizione del risultato di esercizio voci come le plusvalenze, le spese per il personale e i diritti TV.

L'A.S. Roma S.p.A., ad esempio, ha dei ricavi da gare relativamente bassi (23 mln di euro) se paragonati ai 119 del Real Madrid o ai 127 del Manchester United, e non è supportata da contratti di sponsorizzazione milionari (ricordo ad esempio che l'AC Milan ha appena sottoscritto un contratto quinquennale di sponsorizzazione con Fly Emirates pari a 80 mln di euro).

Per una società del genere, diventa quindi di primaria importanza la partecipazione alla Champions League, capace di far lievitare non solo gli introiti connessi ai diritti TV e ai ricavi da gara ma anche eventualmente di attirare brand illustri disposti a offrire contratti di sponsorizzazione importanti.

Se quindi la polpa dei ricavi proviene essenzialmente dalle plusvalenze, dai diritti TV e dai ricavi da stadio, e se le voci di costo che vanno ad incidere maggiormente in negativo sul risultato di esercizio, annullando in un certo senso l'effetto positivo dei ricavi, risultano essere le spese per il personale (costo dei cartellini di giocatori e staff) è evidente come in caso di mancato accesso alla Champions League, che garantisce entrate minime attese pari a 50 mln di euro, e in assenza di contratti di sponsorizzazione adeguati, una società come l'A.S. Roma sia destinata a vendere i suoi giocatori più importanti e a tagliare il tetto ingaggi, con ripercussioni ovvie sulle prestazioni sportive.

Di qui la necessità di costruire un nuovo stadio di proprietà, capace di garantire quei flussi in entrata stabili e certi che rendono in un certo senso meno aleatoria la gestione sportiva della società poiché meno dipendente da voci "straordinarie" come plusvalenze e diritti TV.

3.2 Il progetto del nuovo stadio: linee strategiche e soggetti coinvolti

La società A.S Roma S.p.A. è interessata da anni alla costruzione di uno stadio di proprietà che possa avvicinarsi per caratteristiche e funzionalità ai principali stadi europei e sia capace non solo di migliorare il brand societario ma anche e soprattutto di generare nuove fonti di ricavo connesse ad attività commerciali e al merchandising.

Questo è il motivo per cui, data la necessità di individuare le aree disponibili su cui edificare il nuovo stadio e le infrastrutture ad esso annesse, l'A.S Roma S.p.A. si è rivolta alla società di consulenza immobiliare *Cushman & Wakefield* per far sì che essa potesse dapprima avviare un processo di individuazione ed analisi delle aree disponibili e successivamente procedere con la valutazione delle proposte dei vari soggetti proponenti.⁴¹

Tale processo si è concluso con la selezione dell'area nella zona sud di Roma, che comprende l'attuale ippodromo dismesso di Tor di Valle, tra il Tevere e la via Ostiense di proprietà di Eurnova S.r.l. che l'aveva precedentemente rilevata da Sais S.p.A.

Dunque, ai sensi della legge n.147 del 27 Dicembre 2013 analizzata nel primo capitolo, è stato stipulato un accordo fra tre diverse parti:

1. *A.S. Roma S.p.A.*: società in possesso del titolo sportivo attraverso il quale il team partecipa al campionato italiano di calcio di serie A.⁴²
2. *AS Roma SPV, LLC* : società costituita negli Stati Uniti esclusivamente per la costruzione del nuovo stadio di calcio al fine di isolare i flussi di cassa derivanti dal progetto stesso rispetto alle altre attività degli azionisti.
3. *EURNOVA S.r.l.* : proprietaria del terreno di Tor di Valle, essa è una società leader nel mercato immobiliare, fa parte del gruppo Parsitalia facente capo al costruttore romano Luca Parnasi.

Da tale accordo, è emerso come Eurnova si sia fatta "Promotore" del progetto "Tor di Valle", che oltre a prevedere la costruzione dello stadio e delle infrastrutture annesse, prevede anche che venga realizzato, un "Business Park" (che verrà approfondito più avanti) a titolo di

⁴¹ Allegato E: *Accordo con la società sportiva AS Roma*, Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

⁴² Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

compensazione per il raggiungimento dell'equilibrio economico finanziario in quanto si ricorda che il comma 304 della legge 147/2013 prevede che vengano effettuati degli interventi *strettamente funzionali alla fruibilità dell'impianto e al raggiungimento del complessivo equilibrio economico-finanziario dell'iniziativa e concorrenti alla valorizzazione del territorio in termini sociali, occupazionali ed economici e comunque con esclusione della realizzazione di nuovi complessi di edilizia residenziali*".⁴³

L'allegato E "Accordo con la società sportiva AS Roma" inserito nello studio di fattibilità specifica che le tre società coinvolte sopra elencate si impegnano a *"concedere l'utilizzo dello Stadio, una volta costruito, ad AS Roma, che secondo termini e condizioni concordati fra le parti, disputerà presso lo stadio le partite casalinghe e sarà l'utilizzatore esclusivo, o in ogni caso prevalente, del nuovo stadio"*.

Quindi si capisce come non si tratti in realtà di uno stadio di proprietà nel vero senso della parola ma una sorta di proprietà *sui generis*. La polpa dei ricavi generati (botteghino, ricavi da gara ecc..) andranno a confluire nelle casse della società che però non sarà proprietaria della struttura ma solo *"esclusiva o prevalente utilizzatrice"*.

Non è ancora chiaro ad oggi (Maggio 2015) chi sarà il proprietario tra Pallotta e Parnasi dato che gli accordi fra le società coinvolte, sempre secondo l'allegato E dello studio di fattibilità, sono *"strettamente confidenziali e riservati"*.

Il progetto definitivo, che a detta dei media pare sarà ultimato tra Giugno e Luglio 2015, dovrebbe saper chiarificare il tutto.

Il progetto d'investimento vedrà il coinvolgimento anche di una serie di partner commerciali il cui elenco ad oggi non è noto ufficialmente, in quanto destinato a modificarsi fino al giorno in cui non verrà ultimato il progetto definitivo.

Ufficiosamente tuttavia, a detta dello stesso presidente Pallotta, i partner che verranno coinvolti sono:

- *Disney e Nike*, colossi che non hanno bisogno di presentazione alcuna, già sponsor della società.

⁴³ Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

- *Goldman Sachs*, una delle più grandi banche d'affari del mondo, protagonista anche dell'operazione di rifinanziamento del debito contratto dal presidente Pallotta al momento dell'acquisizione della società; operazione che ammonta a 175 milioni di euro. A detta del costruttore Luca Parnasi, ma ancora non si hanno riscontri ufficiali, Goldman Sachs sarà protagonista dell' "arrangement finanziario" dello stadio.
- *CAA Sports*, una divisione della Creative Artists Agency, agenzia numero uno nello sport e nell'intrattenimento. La CAA sports è stata incaricata della vendita dei diritti globali sulla denominazione del nuovo stadio e del nuovo complesso d'intrattenimento.
- *Starwood Capital Group*, ossia un fondo che gestisce asset per 33 miliardi di dollari e che, nel Marzo 2014 ha acquistato una partecipazione di minoranza in AS Roma SPV, veicolo che fa capo alla cordata statunitense di Pallotta, azionista di maggioranza. Interesse del fondo è la partecipazione alla costruzione e alla gestione di diverse attività di contorno allo stadio stesso, come ad esempio un albergo o dei ristoranti.
- *AEG*, azienda di intrattenimento, che organizzerà eventi extracalcistici all'interno della struttura, data la volontà di utilizzare lo stadio per 200 giorni l'anno, anche per concerti o gare di altri sport come Pallacanestro o Football Americano.
- *Legends*, società di consulenza assunta dall' AS Roma per le ricerche di mercato e gli studi di fattibilità sull'offerta di prodotti premium sullo stadio.
- *ICSS*, organizzazione no-profit con sede a Doha in Qatar, fondata nel 2010 con il compito di offrire conoscenze e abilità necessarie per quanto concerne la sicurezza nello sport.

Ai sensi del comma 304 della legge 147/2013 il soggetto promotore, in questo caso Eurnova, deve presentare uno studio di fattibilità che funga da progetto preliminare e che sia corredato dall'accordo con la *società sportiva utilizzatrice in via prevalente* ossia l'A.S. Roma S.p.A. e da un Piano Economico Finanziario.

Lo studio di fattibilità relativo al progetto del nuovo stadio è stato presentato dal presidente della società romanista James Pallotta il 24 Marzo 2014 nella sala della Protomoteca in Campidoglio.

Il 4 Settembre 2014 il Comune di Roma ha riconosciuto il “pubblico interesse”⁴⁴ del progetto del nuovo stadio imponendo però alla società romanista una serie di modifiche di cui si dovrà tener conto anche nel progetto definitivo che pare (secondo quanto appreso dai media) verrà presentato alla fine di Giugno 2015.

Si ricorda che solo una volta approvato anche il progetto definitivo si potrà iniziare a costruire.

Le modifiche richieste sono specificate nella stessa delibera della Giunta capitolina che dichiarato il pubblico interesse del progetto.

In particolare dal sopracitato documento si legge che i soggetti privati che promuovono il progetto, proporzionalmente agli accordi economici stipulati tra di essi in maniera privata, debbano realizzare a spese proprie e senza alcun onere per il comune una serie di interventi aggiuntivi di interesse pubblico per un valore pari a 195,25 milioni di euro.

Gli interventi richiesti sono cinque ⁴⁵:

- I. Prolungamento della linea B della Metro fino a Tor di Valle; costo stimato: 50,45 milioni di euro.*
- II. Realizzazione di un collegamento ciclo/pedonale tra la stazione della Magliana sulla linea FL1 con lo stadio; costo stimato: 7,5 milioni di euro.*
- III. Adeguamento Via Ostiense/Via del Mare fino al Grande Raccordo Anulare (GRA); costo stimato: 38,6 milioni di euro.*
- IV. Realizzazione di un nuovo tratto di viabilità di raccordo tra l'autostrada Roma-Fiaticino e la nuova Ostiense/via del Mare; costo stimato: 93,7 milioni di euro.*
- V. Interventi connessi alla messa in sicurezza idraulica del Fosso di Vallerano e il consolidamento dell'argine del Tevere presso la confluenza del fosso; costo stimato: 5 milioni di euro.*

⁴⁴ Si rimanda al paragrafo 1.2 .

⁴⁵ Delibera comunale di pubblico interesse, progetto “Stadio della Roma a Tor di Valle”.

Premesso dunque l'iter amministrativo percorso fino ad oggi (Maggio 2015) e le modifiche necessarie sopracitate previste dal Comune di Roma, lo Studio di fattibilità che sarà oggetto di analisi in questo capitolo è strutturato in maniera tale da dimostrare la sostenibilità finanziaria e ambientale del progetto complessivo (Stadio + Business Park).

Lo studio di fattibilità, prevede quattro punti/fasi essenziali⁴⁶:

1. *Inquadramento*: l'obiettivo è quello di descrivere il contesto ambientale, demografico, economico ed urbanistico in cui è collocato il progetto complessivo.

2. *Quadro progettuale "A"*: Questo è il punto che interessa maggiormente ai fini del presente elaborato e che verrà analizzato più in dettaglio rispetto agli altri, in quanto prevede dapprima la descrizione delle seguenti opere:
 - Stadio
 - Trigoria
 - Spazi commerciali
 - Sistema di connettività "interna"
 - Opere di urbanizzazione
 - Opere infrastrutturali d'interconnessione esterna

Oltre alla descrizione delle sopracitate opere in questa parte dello studio di fattibilità si effettua un'analisi delle principali voci di costo e di ricavo connesse al progetto. L'obiettivo è quello di determinare se il progetto sia sostenibile o meno da un punto di vista economico-finanziario.

3. *Raggiungimento dell'equilibrio economico, finanziario e territoriale*: l'obiettivo in questa fase è di dimostrare come attraverso il c.d. Business Park si raggiunge l'equilibrio economico finanziario strettamente richiesto dal comma 304 della legge n.147 del 27 Dicembre 2013.

⁴⁶ Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

4. *Quadro progettuale “B”*: Ossia Quadro progettuale A + Business Park. In questa fase si descrive il Business Park e si dimostra la capacità del privato di provvedere alle ingenti spese connesse.

5. *Valutazione di sostenibilità e conclusioni*: In questa fase si cerca di dimostrare soprattutto la sostenibilità ambientale, sociale e trasportistica del progetto complessivo.

Come già anticipato in precedenza il punto che più di tutti preme di essere analizzato ai fini del presente elaborato è quello relativo al *Quadro Progettuale A*.

- Lo Stadio:

E' stato ideato dall'architetto americano Dan Meis, il cui curriculum comprende anche la progettazione dello Staples Center di Los Angeles e il rinnovamento del Madison Square Garden di New York.

Dan Meis ha ideato più precisamente una struttura sollevata di vetro e acciaio, con un muro esterno in pietra che richiama il profilo del Colosseo in cui tutti i posti a sedere in ogni singolo settore permettono di avere una visuale “ottimale” come espressamente richiesto dalle norme FIFA.

Lo stesso Dan Meis, ha affermato che la struttura avrà una forma perfettamente ovale, gli spalti saranno divisi in tre gradinate e conterranno 52.594 posti permanenti, aumentabili fino a 60.218 nelle grandi occasioni, come ad esempio la Champions League o anche eventi che esulano dal contesto calcistico come concerti o anche incontri relativi ad altri sport come il football americano o il baseball in quanto lo stadio è costruito apposta per essere il grado di assumere diverse connotazioni a seconda dell'evento ospitato.⁴⁷

⁴⁷ Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

NUOVO STADIO A.S. ROMA TOR DI VALLE - DISTRIBUZIONE POSTI				
Piano o Anello	Anello Inferiore (Mezzanino e II piano)	Anello Mediano		Anello Superiore (V, VI e VII piano)
		III piano	IV piano	
Tipologia posto	N° posti			
Tribuna d'onore	934			
Tribune, Distinti e Curva Nord (sedute da 50cm di larghezza)	17986			
Curva Sud (sedute da 50cm di larghezza)	5288	3843		4544
disabili e accompagnatori	402			
Poltrone Club 60 cm		6.830		
Logge			410	
Posti temporanei		710		6914
Palchi Tribuna Est da 10 posti			300	
Palchi Tribuna Ovest da 14 posti			280	
Palco Presidenziale			24	
Posti a sedere l= 50 cm.				11753
Totale posti Anelli	24610	11383	1014	23211
Totale generale	60218			

Tabella 9 DISTRIBUZIONE POSTI [Fonte: Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.].

L'ingresso principale sarà a nord, in posizione strategica, nella piazza del Roma Village, all'interno della quale verrà costruito un negozio Nike sulla cui facciata sarà installato un maxi-schermo che trasmetterà le partite.

Per quanto riguarda il tema della sicurezza, sono previsti la disposizione di una Stazione di Polizia e di un Centro di Controllo interni allo stadio e un sistema di telecamere a circuito chiuso.

L'imponente struttura sarà poi dotata di un sistema tensostrutturale per la copertura che si basa sul principio dei raggi a tirante.

Come già detto in precedenza lo stadio all'esterno sarà rivestito da un muro in pietra che richiama il Colosseo; tuttavia tale rivestimento non comprenderà la Curva sud (storica area del tifo romanista) che sarà invece avvolta da una facciata in vetro.

Di seguito la visuale esterna dello stadio.

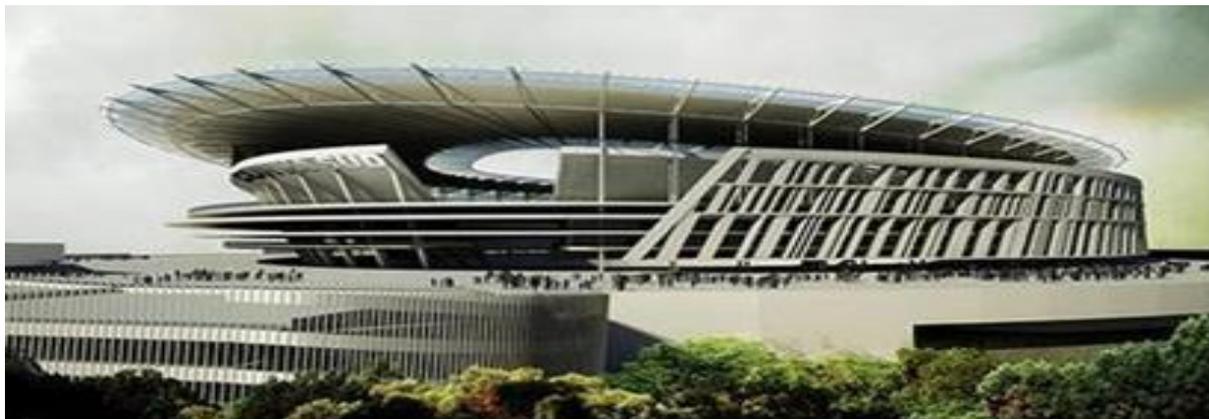


Figura 3 VISUALE ESTERNA DELLO STADIO [Fonte: Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.].

- *Trigoria:*

L'area comprenderà due campi d'allenamento e delle palestre a disposizione della prima squadra e del settore giovanile, oltre che servizi accessori come Hall of Fame, Bar, Ristoranti ecc.⁴⁸



Figura 4 RENDERING CAMPI DI ALLENAMENTO [Fonte: Studio di fattibilità *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.].

⁴⁸ Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

- *Spazi commerciali*

Situata a Nord dello stadio, comprenderà una serie di attività commerciali la cui definizione è ancora in corso. Una struttura che sicuramente farà parte dell'area è il negozio Nike sulla facciata del quale saranno trasmesse partite e eventi.



Figura 5 AREA COMMERCIALE, [Fonte Studio di fattibilità *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.].

- *Sistema di connettività “interna”*

L'intero sistema sarà costruito al fine di ottimizzare i flussi sia dei veicoli sia dei pedoni in maniera tale da cercare di evitare code e ingorghi vari.

Verrà facilitato l'accesso all'interno dello stadio sia alle automobili dei giocatori sia ai mezzi di soccorso oltre che al personale amministrativo e agli addetti stampa mediante un'apposita entrata sul lato est.

- *Opere di urbanizzazione*

Ci si riferisce, oltre che al verde pubblico, agli impianti strettamente necessari alla funzionalità dello stadio come ad esempio i parcheggi⁴⁹:

⁴⁹ Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

- *Parcheggi*: ai sensi della normativa coni 1379/2008 l'area minima capace di ospitare i parcheggi dello stadio deve essere pari a 181.417 mq, ma è lecito aspettarsi che l'area sarà maggiore del minimo previsto dalla legge.

L'area sarà commisurata alla capienza massima dello stadio ossia 62.218 posti.

Mezzo di trasporto	Numero Utenti*	Utenti a Mezzo	Numero Mezzi	Aree di Sosta	
					mq
		n			
cicli/motocicli	19.500	1	19.500	3 x NM	58.500
autovetture	18.000	3	6.000	20 x NM	120.000
autopullman	3.500	60	58	50 x NM	2.917
trasporto pubblico	21.218	-	-		-
TOTALE	62.218	-	-		181.417

Tabella 10 AREE DI SOSTA (PARCHEGGI PUBBLICI E PRIVATI) [Fonte: Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.].

- *Verde pubblico*: secondo le Norme Tecniche di Attuazione (NTA) del Piano Regolatore Generale (PRG) del Comune di Roma la quantità minima di verde pubblico risulta essere di 19.600 mq.

- *Opere infrastrutturali d'interconnessione esterna*

Per le opere che compongono il sistema di connettività “esterna” si fa riferimento all'elenco previsto dalla Giunta capitolina in riferimento alle modifiche necessarie contenute nel documento riguardante la delibera del “pubblico interesse” del progetto complessivo.

3.3 L'analisi di fattibilità tecnica e finanziaria del nuovo stadio

COSTO DI COSTRUZIONE OO.UU. - REV.12_1 - QUADRO A		IMPORTO OPERE PUBBLICHE
PARCHEGGIO PUBBLICI A RASO	€	21.007.603,25
PARCHEGGI MULTIPIANO STADIO	€	37.845.500,00
VERDE PUBBLICO (standard + compensazione ambientale)	€	4.215.715,00
OPERE STRADALI	€	92.893.690,04
FOGNATURE	€	12.661.880,00
ESPROPRI (per viabilità pubblica e parcheggi pubblici)	€	28.473.625,00
INTERRAMENTO ELETTRODOTTO	€	1.150.000,00
BONIFICHE SUPERFICIALI	€	501.784,66
ARCHEOLOGIA (1% STRADE E PARCHEGGI PUBBLICI)	€	1.982.480,13
TOTALE	€	200.732.278,07
CONNESSIONI ESTERNE		IMPORTO
PONTE	€	39.424.500,00
CONTRIBUTO ADEGUAMENTO TRATTA FERROVIARIA EUR-MAGLIAN - TOR DI VALLE PER PROLUNGAMENTO METRO	€	10.000.000,00
ADEGUAMENTO VIA OSTIENSE- VIA DEL MARE	Allaccio viabilità lato Autostrada – Roma Fiumicino	€ 9.919.129,00
	Adeguamento viabilità Via del Mare – GRA	€ 5.158.616,00
TOTALE	€	64.502.245,00
Opere di mitigazioni, compensazione ed ottimizzazione ambientale		IMPORTO
Sistemazione idraulica del fosso di Valleranello	€	3.000.000,00
Fascia verde di continuità ecologica tra i due corridoi ambientali	€	380.000,00
Rafforzamento della fascia di continuità del corridoio ecologico	€	350.000,00
Barriera verde di mitigazione percettiva ed olfattiva a confine con l'impianto di depurazione per-esistente	€	120.000,00
Realizzazione delle vasche di laminazione e riduzione prelievi acque di falda	€	500.000,00
TOTALE	€	4.350.000,00
TOTALE GENERALE	€	269.584.523,07

Tabella 11 OPERE STRETTAMENTE FUNZIONALI ALLO STADIO, [Fonte: Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.].

L'obiettivo che si persegue in questo paragrafo è quello di verificare la sostenibilità economico-finanziaria delle opere facenti parte del "Quadro Progettuale A" precedentemente descritte, dati i costi e i ricavi ad essi associati.

Per quanto riguarda i costi, è necessario distinguere fra quelli relativi alle opere infrastrutturali strettamente funzionali allo stadio, e quelli relativi allo stadio vero e proprio.

Per quanto riguarda i primi si fa riferimento in particolare alle opere di mitigazione, compensazione ed ottimizzazione ambientale, alle opere di urbanizzazione o anche le opere di connessione esterna ed i sistemi di connettività interna.

Essi sono puntualmente elencati nella Tabella 11 ed ammontano quindi a circa 270 milioni di euro.

Per quanto riguarda i secondi, quelli che nello studio di fattibilità vengono definiti come connessi ad "opere private" si fa riferimento in particolare a:⁵⁰

1. *STADIO*: il cui costo risulta pari a 254 milioni di euro.
2. *TRIGORIA*: il cui costo risulta pari a 12 milioni di euro.
3. *SPAZI COMMERCIALI*: il cui costo risulta pari a 75 milioni di euro.

Per un totale ipotizzato di 341 milioni di euro che sommati ai 270 milioni fanno un totale di 611 milioni di euro a carico del privato (e dei suoi soci)

Sempre in riferimento a tali opere private del costo pari a 341 milioni di euro sono previsti ed ipotizzati:

- *Due anni e 6 mesi* per il completamento di tali opere così ripartiti:

€ mln	1 semestre	2 semestre	3 semestre	4 semestre	5 semestre	Totale
Stadio	11	25	49	72	97	254
Trigoria	0	1	2	3	5	12
Roma Village	3	8	15	21	29	75
Totale	14	34	66	96	130	341

Tabella 12 RIPARTIZIONE COSTI SEMESTRALE [Fonte Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.]

⁵⁰ Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

- Una linea *CAPEX*⁵¹, con rimborso ammortizzato in 20 anni per quanto riguarda il totale finanziamento di tali costi, caratterizzata a sua volta da:
 - Tasso d'interesse: 6%
 - Rata annuale costante: 32 milioni di euro
 - Balloon: 20% da rimborsare completamente all'ultimo anno.

- *RICAVI*: stimati pari a 62 milioni di euro l'anno di cui:⁵²
 - 45% relativo alla vendita dei biglietti
 - 40% relativo a pubblicità e sponsor
 - 15% relativo ad altri ricavi (ristorazione, merchandising)

- *SPESE DI GESTIONE* : ipoteticamente pari a 13 milioni di euro l'anno.

- *IMPOSTE*: aliquote correnti.

- *T (orizzonte temporale)*: 20 anni e coincidente con il finanziamento.

- *ROI*: obiettivo minimo di redditività del capitale investito pari a 7%.

Si è già detto sopra che il totale dei costi è pari a 611 milioni di euro (270+341).

Analizzando lo studio di fattibilità, ciò che balza subito agli occhi è come il privato, ponendosi come obiettivo il 7% di *Return On Investments (ROI)* pur immettendo *in toto* i 341 mln sia disposto a partecipare SOLO per un massimo di 50 milioni alle spese riguardanti le opere strettamente funzionali allo stadio, che ammontano come già detto a 270 milioni di euro.

Ciò vuol dire concettualmente che se l'investitore impiegasse una somma maggiore dei 50 milioni dichiarati nello studio di fattibilità, egli non godrebbe più di un ROI del 7% ma

⁵¹ Le CAPEX rappresentano i finanziamenti erogati a stato di avanzamento lavori, utilizzate per sostenere l'onere finanziario ed economico degli interventi di manutenzione e ristrutturazione dell'asset.

⁵² Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

certamente inferiore e ciò comporterebbe una perdita dato che il tasso di finanziamento si ricorda essere pari al 6%.

Dunque si può facilmente notare come sorga uno squilibrio economico-finanziario di 220 milioni di euro dato dalla differenza dei 270 milioni connessi alle opere in questione e i 50 rappresentanti il tetto massimo imposto dall'investitore.

A questo punto si ricorda che ai sensi del comma 304 della legge 147 del 27 Dicembre 2013 meglio nota come “normativa sugli stadi” *“Lo studio di fattibilità non può prevedere altri tipi di intervento, salvo quelli strettamente funzionali alla fruibilità dell'impianto e al raggiungimento del complessivo equilibrio economico-finanziario dell'iniziativa e concorrenti alla valorizzazione del territorio in termini sociali, occupazionali ed economici e comunque con esclusione della realizzazione di nuovi complessi di edilizia residenziale”*.

Di qui la necessità di costruire insieme allo stadio il c.d. “Business Park”, strettamente necessario al raggiungimento dell'equilibrio economico finanziario dell'investimento e strettamente necessario a garantire i flussi in entrata che fanno sì che il privato possa sopperire alla totalità dei costi senza rischiare di coinvolgere i fondi pubblici (in questo caso il comune di Roma) e quindi in parole povere i cittadini.

Quindi in definitiva per quanto riguarda il progetto totale, data la necessità di assicurare l'equilibrio economico finanziario, si fa riferimento al sopracitato Quadro Progettuale B ossia schematicamente:⁵³

1. *Quadro Progettuale A.*
2. *Business Park.*
3. *Sistema di connettività interna al Business Park.*
4. *Opere di urbanizzazione aggiuntive o incremental rispetto al Quadro progettuale A.*
5. *Opere di mitigazione, ottimizzazione e compensazione ambientale.*

Il Business Park è costituito da tre edifici a integrazione verticale che permetteranno:

- *L'implementazione del sistema commerciale.*

⁵³ Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

- *L'aggiunta di nuove diverse funzioni:* quindi tali edifici conterranno uffici, studi professionali, servizi alle imprese, servizi sanitari, culturali assistenziali, e anche pubblici esercizi come bar, pub, locali notturni, ristoranti ecc.)

Si è visto dunque che per garantire l'equilibrio economico finanziario del progetto il privato debba necessariamente provvedere alla copertura finanziaria di 220 milioni di euro.

Tuttavia è bene precisare che i 220 milioni di euro non sono l'onere preciso a carico del privato per la costruzione delle opere infrastrutturali, perché a questa somma vanno aggiunti sia i costi indiretti incrementali sia gli oneri finanziari incrementali.

I costi indiretti incrementali stimati ammontano a 6 mln di euro e sono costi relativi alla progettazione delle opere, per la sicurezza delle stesse e alle spese per le commissioni giudicatrici.⁵⁴

Gli oneri finanziari incrementali stimati sono pari a 34 milioni di euro e sono stati calcolati ipotizzando che sia stipulato un contratto di finanziamento che copra il 50% delle spese infrastrutturali (220 mln) e dei costi indiretti (6 mln) ad un tasso del 6% per 5 anni.⁵⁵

Quindi l'onere puntuale che il privato deve provvedere a coprire, relativo al totale dei costi per le opere infrastrutturali è di 260 mln di euro.

Risulta, quindi, evidente come i 260 mln di euro siano anche il valore da perequare a mezzo di SUL.

E' possibile definire la Superficie Utile Lorda (SUL) di un piano qualsiasi della costruzione come, dal punto di vista geometrico, l'area delimitata dal perimetro esterno di quel piano⁵⁶.

Dallo Studio di fattibilità emerge come, dato il valore economico da perequare di 260 mln, contenuti in esso anche gli oneri finanziari e i costi indiretti incrementali, risulta che la SUL necessaria per la compensazione vari fra i 361.000 mq e i 394.000 mq.

⁵⁴ Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

⁵⁵ Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

⁵⁶ Art.41, Piano Regolatore Generale (P.R.G) di Roma.

Concettualmente questo vuol dire che l'area sulla quale verrà costruito il complesso delle opere necessarie a garantire i flussi di cassa in entrata necessari a loro volta a determinare l'equilibrio economico-finanziario del progetto totale, varia fra i 361.000 mq e i 394.000 mq.

COSTO DI COSTRUZIONE OO.UU. - REV.12_1 - QUADRO B		IMPORTO OPERE PUBBLICHE
PARCHEGGIO PUBBLICI A RASO	€	21.007.603,25
PARCHEGGI MULTIPIANO STADIO	€	37.845.500,00
PARCHEGGI MULTIPIANO COMMERCIALE	€	14.360.000,00
VERDE PUBBLICO (standard + compensazione ambientale) Quadro Progettuale A	€	4.215.715,00
VERDE PUBBLICO (standard + compensazione ambientale) Quadro Progettuale B	€	1.183.315,00
OPERE STRADALI	€	92.893.690,04
FOGNATURE	€	12.661.880,00
ESPROPRI (per viabilità pubblica e parcheggi pubblici) Quadro Progettuale A	€	28.473.625,00
ESPROPRI (per viabilità pubblica e parcheggi pubblici) Quadro Progettuale B	€	1.885.205,00
INTERRAMENTO ELETTRODOTTO	€	1.150.000,00
BONIFICHE SUPERFICIALI	€	501.784,66
ARCHEOLOGIA (1% STRADE E PARCHEGGI PUBBLICI) Quadro Progettuale A	€	1.982.480,13
ARCHEOLOGIA (1% STRADE E PARCHEGGI PUBBLICI) Quadro Progettuale B	€	18.852,05
TOTALE	€	218.179.650,12
CONNESSIONI ESTERNE		IMPORTO
PONTE	€	39.424.500,00
CONTRIBUTO ADEGUAMENTO TRATTA FERROVIARIA EUR-MAGLIAN - TOR DI VALLE PER PROLUNGAMENTO METRO	€	10.000.000,00
ADEGUAMENTO VIA OSTIENSE-VIA DEL MARE	Allaccio viabilità lato Autostrada – Roma Fiumicino	€ 9.919.129,00
	Adeguamento viabilità Via del Mare – GRA	€ 5.158.616,00
TOTALE	€	64.502.245,00
Opere di mitigazioni, compensazione ed ottimizzazione ambientale (vedi appendice 3)		IMPORTO
Sistemazione idraulica del fosso di Valleranello	€	3.000.000,00
Fascia verde di continuità ecologica tra i due corridoi ambientali	€	380.000,00
Rafforzamento della fascia di continuità del corridoio ecologico	€	350.000,00
Barriera verde di mitigazione percettiva ed olfattiva a confine con l'impianto di depurazione per-esistente	€	120.000,00
Realizzazione delle vasche di laminazione e riduzione prelievi acque di falda	€	500.000,00
VASCA LACUALE Quadro Progettuale B	€	850.000,00
TOTALE	€	5.200.000,00
TOTALE GENERALE QUADRO PROGETTUALE A	€	269.584.523,07
TOTALE OPERE INCREMENTALI QUADRO PROGETTUALE B	€	18.297.372,05
TOTALE GENERALE	€	287.881.895,12

Tabella 12 STIMA COSTI QUADRO PROGETTUALE B, [Fonte: Studio di fattibilità *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.].

Per quanto riguarda dunque la stima dei costi totali relativi al Quadro progettuale B è possibile notare come sono praticamente uguali a quelli del Quadro progettuale A ossia 27 mln di euro, maggiorati di un importo pari a 18 mln di euro che sarà (si presume) a carico del promotore.⁵⁷

Utilizzando i dati esposti all'inizio del paragrafo, è possibile effettuare una previsione dei flussi di cassa relativi *in primis* alle “opere private” ossia Stadio + Trigoria + Spazi commerciali, *in secundis* alle opere infrastrutturali unite al Business Park ed *in tertiis*, sommando le due parti è possibile calcolare il flusso di cassa dell'intero progetto.

Tuttavia prima di passare alla trattazione dei flussi di cassa è necessario effettuare una serie di ipotesi e precisazioni.

Come precisato anche nello Studio di Fattibilità, si ipotizza che il finanziamento completo di tutti i costi avvenga tramite capitale di credito e dunque che l'equity sia nullo.

Si ipotizza poi che non vi maturino crediti e debiti di funzionamento o scorte di magazzino; si può affermare quindi che non vi siano variazioni di capitale circolante netto.

Infine, tutti i valori sono nominali, quindi, prudenzialmente, non viene presa in considerazione l'inflazione.

Le tabelle di seguito riportate, elaborate interamente dall'autore, seguono una determinata logica.

In prima istanza verrà analizzato il cuore del progetto (Stadio + Trigoria + Spazi commerciali): si procederà quindi con l'elaborazione del conto economico previsionale, si passerà poi alla definizione del piano d'ammortamento del debito a rata costante, si specificherà la gestione dell'Iva, si calcoleranno infine l'unlevered cash flow e il servizio del debito per arrivare alla determinazione del DSCR.

La stessa logica verrà applicata per quanto riguarda le opere infrastrutturali + il Business Park.

⁵⁷ Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

Attraverso l'unione delle 2 parti si arriverà alla definizione del progetto totale, dove l'enfasi sarà posta sulla definizione dei 2 obiettivi cardine degli investitori ossia un ROI medio del 7% e un DSCR medio maggiore dell'unità.

1) Di seguito le tabelle relative alle opere private (Stadio + Trigoria + Spazi commerciali):

Ia) Conto economico previsionale:

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ricavi	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0
Costi	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
EBITDA	49,0									
Ammortamenti	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Ebit	32,0									
Oneri finanziari	22,5	21,2	19,8	20,3	17,9	17,2	16,4	15,6	14,8	13,9
EBT	11,6	12,2	12,8	13,4	14,1	14,8	15,5	16,3	17,2	18,1
Tax	4,4	4,6	4,8	4,9	5,1	5,3	5,5	5,7	6,0	6,2
Utile	7,2	7,6	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0	10,6	11,2	11,9

11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0
13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
49,0									
17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
32,0									
12,9	11,9	10,8	9,7	8,5	7,2	5,9	4,4	2,9	1,3
19,0	20,0	21,1	22,2	23,4	24,7	26,1	27,5	29,1	30,7
6,5	6,8	7,1	7,4	7,7	8,0	8,4	8,8	9,2	9,7
12,5	13,3	14,1	14,9	15,8	16,7	17,7	18,7	19,8	21,0

I costi delle opere private sono pari a 341 mln di euro, i ricavi come anticipato all'inizio del paragrafo sono costanti e pari a 62 mln di euro, l'orizzonte temporale preso in considerazione per l'ammortamento è ventennale e coincide con la durata del contratto di financing. Gli oneri finanziari sono dati dalla somma fra gli interessi del debito e gli interessi relativi all'Iva. Le tasse sono ottenute considerando l'Irap e l'Ires ad aliquote correnti ossia rispettivamente il 4%

e il 27,5% (sul punto si precisa che non disponendo di dati di dettaglio, non è stato possibile determinare basi imponibili diverse dall'ebit e dal reddito ante imposte).

1b) Piano d'ammortamento del debito di 341 milioni a rata costante pari a 29,5 milioni di euro:

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
O.F.	20,3	19,8	19,2	18,5	17,9	17,2	16,4	15,6	14,8	13,9
Q. capitale	9,2	9,7	10,3	11,0	11,6	12,3	13,1	13,9	14,7	15,6
Rata	29,50									

11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
12,9	11,9	10,8	9,7	8,5	7,2	5,9	4,4	2,9	1,3
16,6	17,6	18,7	19,8	21,0	22,3	23,6	25,1	26,6	28,2
29,50									

Si suppone che l'intero progetto sia finanziato da capitale di credito e l'intera remunerazione sarà a carico dell'investitore/i privato/i; il tasso di interesse si ipotizza sia il 6%; dunque, il piano d'ammortamento prevede il pagamento di una rata costante pari a 29,5mln è composta da quote capitali crescenti e interessi decrescenti.

1c) Linea Iva:

linea iva	34	1	2	3
O.F. iva		2,2	1,5	0,6
Quota capitale iva		10,6	11,3	12,2
Rata iva		12,8	12,8	12,8

Si ipotizza che il carico fiscale iva sull'investimento sia pari al 10% dello stesso. Si è pertanto ipotizzato un finanziamento VAT da rimborsare in 3 anni.

1d) Modalità di gestione dell'Iva finalizzate ad evidenziare il cash flow della stessa:

Gestione iva										
Credito iva	34,1	23,3	12,5	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Iva a debito dell'anno	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Iva a credito dell'anno	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Credito iva finale	23,3	12,5	1,8	-9,0	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-
Iva da versare	0,0	0,0	0,0	9,0	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Cash flow iva	10,8	10,8	10,8	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

In merito alla gestione dell'iva è stato calcolato che la società dovrà iniziare a versare il saldo a debito dal quarto anno di piano, avendo nei precedenti tre anni scaricato il credito accumulato in fase di cantiere.

1e) Unlevered cash flow, Servizio del debito totale e DSCR:

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ebitda-imposte	44,6	44,4	44,2	44,1	43,9	43,7	43,5	43,3	43,0	42,8
Cash flow iva	10,78	10,78	10,78	1,76	0	0	0	0	0	0
Unlevered cash flow	55,3	55,2	55,0	45,8	43,9	43,7	43,5	43,3	43,0	42,8
Rata senior	29,50	29,50	29,50	29,50	29,50	29,50	29,50	29,50	29,50	29,50
Rata iva	13	13	13	-	-	-	-	-	-	-
Totale debt service	42,3	42,3	42,3	29,5						
DSCR	1,3	1,3	1,3	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
42,5	42,2	41,9	41,6	41,3	41,0	40,6	40,2	39,8	39,3
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
42,5	42,2	41,9	41,6	41,3	41,0	40,6	40,2	39,8	39,3
29,50	29,50	29,50	29,50	29,50	29,50	29,50	29,50	29,50	29,50
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
29,5									
1,4	1,3	1,3							

A questo punto è possibile calcolare prima l'unlevered cash flow poi il servizio del debito (dato dalla somma fra la rata Iva e la Rata del finanziamento) per arrivare infine alla definizione del DSCR (*Debt service coverage ratio*) ossia il rapporto fra l'unlevered cash flow e il servizio del debito, che come si può notare dalle tabelle risulta essere compreso fra 1,3 e 1,5 quindi si può affermare, se le ipotesi verranno confermate in futuro dalla società romanista, che il progetto genera i flussi necessari per ripagare il debito.

2) Di seguito le tabelle relative alle opere infrastrutturali + il Business Park

2a) *Conto economico previsionale:*

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ricavi	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0
Costi	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
EBITDA	36,0									
Ammortamenti	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Ebit	22,2									
Oneri finanziari	18,2	17,2	16,0	15,0	14,5	13,9	13,3	12,6	12,0	11,2
EBT	4,0	5,0	6,2	7,2	7,7	8,3	8,9	9,6	10,2	11,0
IRES	1,1	1,4	1,7	2,0	2,1	2,3	2,5	2,6	2,8	3,0
IRAP	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Tax	2,0	2,2	2,6	2,8	3,0	3,1	3,3	3,5	3,7	3,9
Utile	2,0	2,8	3,6	4,3	4,7	5,2	5,6	6,1	6,6	7,1

11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
49,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0
13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
36,0									
13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
22,2									
10,5	9,6	8,8	7,9	6,9	5,8	4,7	3,6	2,3	1,0
11,7	12,6	13,4	14,3	15,3	16,4	17,5	18,6	19,9	21,2
3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,5	4,8	5,1	5,5	5,8
0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
4,1	4,3	4,6	4,8	5,1	5,4	5,7	6,0	6,3	6,7
7,6	8,2	8,9	9,5	10,2	11,0	11,8	12,6	13,5	14,5

La logica affrontata per la costruzione del conto economico previsionale delle opere infrastrutturali + il Business Park è la stessa di quella seguita per quanto riguarda il complesso delle opere private.

I ricavi e i costi del progetto non si conoscono perché non specificati nello Studio di Fattibilità *Stadio della Roma*. I valori sono stati dunque ipotizzati, in maniera tale da assicurare un ROI del 7% e un DSCR maggiore dell'unità, che sono gli obiettivi degli investitori.

Anche in questo caso si suppone che l'intero investimento sia finanziato da capitale di credito, la cui remunerazione è garantita interamente dal privato. In questo caso i costi sono pari a 276 ossia i 270 stimati più i 6 derivanti dai costi indiretti descritti all'inizio del paragrafo.

2b) Piano d'ammortamento del debito di 276 milioni a rata costante pari a 23,88 milioni di euro:

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
O.F.	16,5	16,0	15,5	15,0	14,5	13,9	13,3	12,6	12,0	11,2
Quote capitale	7,4	7,9	8,4	8,9	9,4	10,0	10,6	11,2	11,9	12,7
Rata	23,88									

11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
10,5	9,6	8,8	7,9	6,9	5,8	4,7	3,6	2,3	1,0
13,4	14,2	15,1	16,0	17,0	18,0	19,1	20,3	21,5	22,8
23,88									

Anche in questo si prevede che l'estinzione del debito avvenga al ventesimo anno e che la rata, pari a 23,88 mln sia composta da interessi decrescenti e quote capitali crescenti.

2c) Linea Iva

Linea iva	28	1	2	3
O.F. iva		1,8	1,2	0,5
Quota capitale iva		8,6	9,2	9,8
Rata iva		10,4	10,4	10,4

In riferimento alle tabelle 2c) e 2d) la logica affrontata per la gestione dell'Iva è la stessa vista per il complesso di opere private.

2d) Modalità di gestione dell'Iva finalizzate ad evidenziare il cash flow della stessa:

Gestione iva	1	2	3
Credito iva	27,6	19,7	11,8
Iva a debito dell'anno	10,8	10,8	10,8
Iva a credito dell'anno	2,9	2,9	2,9
Credito iva finale	19,7	11,8	0,0
Iva da versare	0,0	0,0	3,8
Cash flow iva	7,9	7,9	11,8

2e) Unlevered cash flow, servizio del debito totale e DSCR:

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ebitda-imposte	34,0	33,8	33,4	33,2	33,0	32,9	32,7	32,5	32,3	32,1
Cash flow iva	7,92	7,92	11,76	0	0	0	0	0	0	0
Unlevered cash flow	42,0	41,7	45,2	33,2	33,0	32,9	32,7	32,5	32,3	32,1
Rata senior	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88
Rata iva	10	10	10	-	-	-	-	-	-	-
Totale debt service	34,2	34,2	34,2	23,9						
DSCR	1,23	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3

11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
31,9	31,7	31,4	31,2	30,9	30,6	30,3	30,0	29,7	29,3
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
31,9	31,7	31,4	31,2	30,9	30,6	30,3	30,0	29,7	29,3
23,88	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
23,9									
1,3	1,2	1,2							

Anche per le opere infrastrutturali + il Business Park i calcoli effettuati dimostrano che sotto le ipotesi effettuate, dato che il DSCR è compreso fra 1,2 e 1,4 il debito contratto per finanziare l'investimento è sostenibile.

Di seguito le tabelle relative al progetto totale:

3a) Conto economico previsionale:

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ricavi	111,0	111,0	111,0	111,0	111,0	111,0	111,0	111,0	111,0	111,0
Costi	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0
EBITDA	85,0									
Ammortamenti	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9
Ebit	54,2									
Oneri finanziari	40,8	38,4	35,9	35,3	32,3	31,1	29,7	28,3	26,7	25,1
EBT	13,4	15,8	18,3	18,8	21,8	23,1	24,4	25,9	27,4	29,0
Tax	5,8	6,4	7,1	7,3	8,1	8,5	8,8	9,2	9,7	10,1
Utile	7,6	9,3	11,2	11,5	13,7	14,6	15,6	16,7	17,8	18,9

11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
111,0	111,0	111,0	111,0	111,0	111,0	111,0	111,0	111,0	111,0
26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0
85,0									
30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9
54,2									
23,4	21,6	19,6	17,6	15,4	13,1	10,6	8,0	5,2	2,3
30,8	32,6	34,5	36,6	38,8	41,1	43,5	46,1	48,9	51,8
10,6	11,1	11,6	12,2	12,8	13,4	14,1	14,8	15,6	16,4
20,2	21,5	22,9	24,4	26,0	27,7	29,5	31,3	33,3	35,5

Combinando i conti economici previsionali delle 2 componenti del progetto totale (opere private + Opere infrastrutturali–Business Park) è possibile elaborare il conto economico previsionale dell'intero progetto.

I costi sono pari a 617 mln di euro (276+341), i ricavi e i costi operativi sono ottenuti sommando i rispettivi ricavi e costi operativi delle 2 parti del progetto; l'utile è positivo e tende a crescere nel tempo così da assicurare ritorni sempre più elevati nel futuro.

3b) Unlevered cash flow, servizio del debito totale, DSCR e ROI medio:

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ebitda-imposte	79,2	78,6	77,9	77,7	76,9	76,5	76,2	75,8	75,3	74,9
Cash flow iva	18,7	18,7	22,54	1,76	0	0	0	0	0	0
Unlevered cash flow	97,9	97,3	100,4	79,5	76,9	76,5	76,2	75,8	75,3	74,9
Rata senior	53,39	53,39	53,39	53,39	53,39	53,39	53,39	53,39	53,39	53,39
Rata iva	23	23	23	-	-	-	-	-	-	-
Totale debt service	76,5	76,5	76,5	53,4						
DSCR	1,28	1,27	1,31	1,49	1,44	1,43	1,43	1,42	1,41	1,40
ROI	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%	7,3%	7,2%	7,1%

11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
74,4	73,9	73,4	72,8	72,2	71,6	70,9	70,2	69,4	68,6
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
74,4	73,9	73,4	72,8	72,2	71,6	70,9	70,2	69,4	68,6
53,39	53,39	53,39	53,39	53,39	53,39	53,39	53,39	53,39	53,39
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
53,4									
1,39	1,38	1,37	1,36	1,35	1,34	1,33	1,31	1,30	1,29
7,1%	7,0%	6,9%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,1%

Il risultato più importante è evidenziato dalla tabella sopra riportata relativa al cash flow unlevered.

Il DSCR dell'intero progetto oscilla fra 1.27 e 1.49 quindi quest'ultimo è in grado di generare i flussi di cassa necessari a ripagare il debito e a garantire un margine adeguato all'investitore.

Il ROI medio (Ebit-Tasse/Costo complessivo del progetto), risulta essere pari al 7%, dunque l'obiettivo degli investitori, sotto le condizioni ipotizzate, risulterebbe essere raggiunto in quanto il progetto d'investimento complessivo risulterebbe essere economicamente conveniente.

Conclusioni

La necessità di ampliare il progetto con la costruzione del c.d. Business Park per il raggiungimento dell'equilibrio economico-finanziario, gli alti costi relativi non solo alle infrastrutture "di contorno" allo stadio ma anche agli interventi aggiuntivi richiesti dal Comune nella delibera di pubblico interesse hanno seriamente messo in discussione la realizzazione del progetto nell'area di Tor di Valle con la conseguente decisione del presidente della società romanista James Pallotta di virare verso un "piano B", che avrebbe previsto lo spostamento delle operazioni nella zona di Tor Vergata, area considerata dagli addetti ai lavori ideale per un'operazione del genere, in quanto raggiunta dalla ferrovia, da due linee della metropolitana oltre che facilmente accessibile dall'autostrada e dal Grande Raccordo Anulare, senza considerare la vicinanza con l'aeroporto di Ciampino.

Tuttavia, date le smentite degli ultimi mesi provenienti non solo dagli investitori ma anche dalla politica, sembra ferma la volontà dei soggetti interessati di portare a termine il progetto avviato nella zona di Tor di Valle senza variazione di piano alcuna, ottemperando quindi agli obblighi imposti dal comune per il raggiungimento del pubblico interesse e cercando di massimizzare i benefici derivanti dal complesso di opere in questione.

In data 15 Giugno 2015 è prevista la presentazione del progetto definitivo in cui la società romanista dovrà dimostrare di aver adottato le modifiche strettamente necessarie imposte dal Comune.

Saranno poi resi noti in maniera ufficiale gli sponsor coinvolti nel progetto, presentati ad oggi solo in maniera ufficiosa.

Ottenuto quindi il *placet* definitivo dal Comune potranno finalmente iniziare i lavori che porteranno alla costruzione di uno stadio, oltre che ad un complesso di opere "di contorno", che è senza dubbio destinato a rappresentare un valore aggiunto per la società romanista, per la città di Roma, e per l'intero movimento calcistico italiano ed europeo.

In definitiva si precisa che ulteriori approfondimenti sarebbero necessari per rendere evidenza degli effetti patrimoniali e finanziari dei progetti analizzati sul bilancio della Roma. Non è infatti nota l'eventuale quota di partecipazione della AS Roma nella società veicolo e quindi il

beneficio che il bilancio della AS Roma ricaverebbe attraverso la diminuzione della varianza dei suoi cash flow che si otterrebbe da linee di business aggiuntive.

Bibliografia

P. K. Nevitt, *Project financing*, Milano, Cariplo-Laterza, 1998

R. Cofferata, M. Mari, G. Abatecola, V. Formisano, *Management immobiliare*, Milano, FrancoAngeli, 2011.

A. Ceschi, M. Coltellacci, G. Fidone, M.C. Lepore, *Project Financing. Fondamenti Tecnici, Economici e Giuridici*, Roma, Librerie Dedalo, 2001

R.A Brealey, S.C Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di Finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill, 2011.

A.Alessandria , *Un business chiamato stadio*, Roma, Greenbooks, 2014.

Sitografia

Legge 27 Dicembre 2013 n.147.

Studio di Fattibilità, *Stadio della Roma*, proprietà di Eurnova S.r.l.

Regolamento UEFA sul Fair Play Finanziario.

Relazione finanziaria semestrale consolidata A.S. Roma S.p.A. al 31 Dicembre 2014.

Note esplicative del Bilancio di esercizio 2014 A.S Roma S.p.A.

Relazione finanziaria annuale consolidata al 30 Giugno 2014.

Delibera comunale di pubblico interesse, progetto “Stadio della Roma a Tor di Valle”.

Piano Regolatore Generale (P.R.G) di Roma.

Allegato E: Accordo con la società sportiva AS Roma, Studio di Fattibilità, Stadio della Roma, proprietà di Eurnova S.r.l.

Dott. Emanuele Grasso, *Il bilancio delle società sportive di calcio*, 2013.

Sport industry magazine, Gennaio-Marzo 2014.

www.gazzettaufficiale.it .

www.creditosportivo.it

www.professionisti.it

www.iltifosobilanciato.it

www.ifrs.org

