LUISS

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Analisi finanziaria

Analisi finanziaria delle società di calcio: una verifica empirica

Relatore:
Ch.mo Prof.
Fabrizio Di Lazzaro

Correlatore:
Ch.mo Prof.
Fabio Fortuna

Candidato:
Francesco La Frazia
Matr. 712731

Anno Accademico 2019/2020

Indice

Introduzione ……..5

Capitolo 1 – **Il settore**

1.1 Introduzione e cenni di storia……10

1.2 I dati del calcio……..12

1.3 La Figc……..14

1.4 La Fifa e l'Uefa……17

1.5 Il Financial Fair Play……19

1.6 Il bilancio delle società……..22

1.7 Elementi economici……..26

1.7.1 Il calcio e la sponsorizzazione……...29

1.7.2 Diritti televisivi……31

1.7.3 Stadi e botteghino……..34

1.7.4 Gestione calciatori, costi e indebitamento……36

Capitolo 2 – **L'analisi aziendale**

2.1 Analisi finanziaria e strategica……38

2.2 Analisi per indici……...40

2.2.1 Riclassificazione dello Stato Patrimoniale……42

2.2.2 La solidità……47

2.2.3 La liquidità……..…..53

2.3 Riclassificazione del Conto Economico……59

2.4 Punto di pareggio……..63

2.5 Le leve nell'analisi volumi, costi, risultati……65

2.6 La redditività del capitale……..69

2.6.1 Il Roi……71

2.6.2 Il Rona……...73

2.6.3 Il Roe……75

Capitolo 3 – **I casi di analisi**

3.1 Gli obiettivi di analisi……...……..79

3.2 Udinese Calcio Spa……..……..81

3.2.1 I principali indicatori finanziari e reddituali……..85
3.3 Torino Football Club Spa……..92
3.3.1 I principali indicatori finanziari e reddituali…….96
3.4 U.C. Sampdoria Spa…….105
3.4.1 I principali indicatori finanziari e reddituali……110
3.5 U.C. Sassuolo Calcio Srl…….119
3.5.1 I principali indicatori finanziari e reddituali……123
3.6 Gruppo Bologna F.C. Spa……...……133
3.6.1 I principali indicatori finanziari e reddituali…….…..137
3.7 Alcune considerazioni con l'ausilio di Spotfire…….…..146

Conclusione……152

Bibliografia…….…155

Siti consultati……..157

Introduzione

La crescente complessità aziendale e cambiamenti in atto in ambito organizzativo e legale impongono oggi processi strutturati di analisi delle aziende per l'insufficienza delle tecniche tradizionali di analisi, controllo e valutazione delle società. Viviamo in un mondo in cambiamento, si pensi alla portata e all'intensità che, oggi, la globalizzazione e la tecnologia hanno sul mondo del business. Un accenno può essere legato al vortice di cambiamento che interessa l'analisi del lavoro e delle leadership aziendali: il lavoro è sempre più robotico, sempre meno alle dipendenze e sempre più votato alla mobilità, si stanno velocemente distruggendo le dimensioni dello spazio e del tempo con un ricorso sempre più frequente allo smart working e le leadership sono sempre meno definite e sempre più dinamiche, di network e di contesto.[1] Avvicinandoci poi ad un ambito molto più finanziario e analitico, il mondo aziendale denota maggiormente delle conformazioni organizzative complesse con la diffusione dell'outsourcing, di spin off aziendali e di gruppi la cui struttura aumenta di complessità tanto da richiedere una maggiore flessibilità nel trattare i diversi aspetti.[2] La dinamica dei gruppi di aziende impone, per esempio, uno studio di quella che è la struttura del gruppo e tante considerazioni in ambito di area di consolidamento, bilancio consolidato, tipologia di partecipazioni. Tali elementi sono in grado di mostrare dei veri e propri conglomerati di impresa estremamente lunghi e complessi, tanto da far perdere di vista, alle volte, l'identità del vero soggetto economico.[3] Diventa complesso, in altre parole, capire chi eserciti il vero potere volitivo in azienda. Il fenomeno dei gruppi, a cui facciamo riferimento, ha risvolti pratici anche nell'analisi vera e propria, con la necessaria distinzione tra i risultati di complessivi e i risultati delle singole aziende. Il riferimento alla complessità aziendale, che oggi vediamo chiara anche nella crescente competitività dei mercati e delle politiche di gestione, richiede studi approfonditi e l'apposizione agli strumenti tradizionali di strumenti avanzati di analisi, con l'utilizzo di un crescente numero di indici specifici e metodologie di controllo della gestione sempre più accurate.[4]

L'obiettivo in essere con il presente progetto è quello di riprendere concetti di analisi aziendale e rielaborarli per applicarli in diversi casi pratici. Lo scopo dell'analisi è una scomposizione dell'oggetto in parti di cui si valuteranno le caratteristiche tramite indicatori.[5] Fondamentali saranno i riferimenti all'andamento della redditività, all'economicità aziendale e alla composizione

[1] Gabrielli G. *La sfida organizzativa dell'industria 4.0, il lavoro e la leadership tra nuovi tempi e nuovi spazi*.
[2] Gabrielli G. (2018) *People management, teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone.* Franco Angeli editore, p. 220,221.
[3] Pisoni, Busso, Rizzato (2013). *Il bilancio Consolidato*. Principi, *italian gaap e casi operativi*. Milano, Giuffrè editore, p. 3 e ss.
[4] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. introduttive.
[5] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. introduttive.

patrimoniale per operarne il necessario controllo.[6] Tale controllo oggi deve adattarsi ai cambiamenti in atto ed operarsi attraverso la continua revisione dei principali driver aziendali e cioè dei più importanti indicatori della vita e dell'andamento dell'azienda. Sarà principale, nel discorso, guardare ai necessari equilibri che in un'impresa devono verificarsi in relazione alle tante dimensioni aziendali. L'equilibrio è una situazione di stabilità, di quiete, che nel campo aziendale può, considerando un complesso di fattori, essere propedeutico ad una continuità aziendale. Questo discorso dovrà ovviamente tramutarsi in una valutazione e investigazione delle performance economiche e finanziarie che permettano innanzitutto di derivare il profilo di rischio dell'impresa.[7] Una analisi e una valutazione devono ovviamente creare il giusto legame con il contesto e con il settore che ricomprende quella azienda, sia pure essa molto estesa. L'analisi di una organizzazione guarderà a tanti indicatori economici e finanziari ma deve comunque tenere in debita considerazione le questioni strategiche, le caratteristiche e gli orientamenti generali dell'impresa perchè l'analisi dei driver della performance non potranno prescindere dai requisiti di carattere più propriamente strategico.[8] Ciò vorrà dire che la sola dimensione economico-finanziaria dell'impresa può risultare insufficiente ad analizzare la situazione di rischio di una impresa, complicata anche dal fatto che analizzare una impresa nel suo rischio deve prevedere capacità quasi predittive e cioè abilità nel leggere le situazioni in anticipo e non quando sono ormai conclamate con effetti irreparabili. Si deve analizzare in anticipo il rischio strategico come revisione di quelle condizioni che consentono all'impresa di avere e mantenere il proprio vantaggio competitivo.[9] Per fare questa analisi, preliminare all'utilizzazione delle misure più propriamente contabili, si dovrà essere in grado di analizzare l'ambiente ed il rapporto con il mercato, partendo dal macroambiente e restringendo l'analisi sul vero cliente dell'impresa, valutando politiche di prezzo, la qualità e i servizi accessori offerti. Ancor prima di questo si dovrà analizzare la fase evolutiva in cui è l'impresa, infatti una organizzazione vive diverse fasi sulla base del processo di apertura ai terzi del capitale e del lavoro. Generalmente un'impresa parte come domestica e familiare per poi ricercare percorsi di sviluppo che la porteranno ad avere dei fabbisogni finanziari sempre più elevati, tanto da ricorrere al finanziamento esterno e in una seconda fase, potenzialmente, anche all'apertura al capitale di terzi. Una evoluzione simile avrà anche il lavoro: con l'aumento della mole di lavoro e del bisogno di professionalità forti in campo organizzativo si svilupperà la ricerca di lavoro all'esterno della famiglia, complicando il discorso e avendo cura di non generare il problema d'agenzia.[10] Sarà

[6] Sciarelli (2014)*; La gestione dell'impresa*. *Tra teoria e pratica aziendale*. Padova. Cedam, p.376.
[7] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. introduttive.
[8] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p.34.
[9] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 9.
[10] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 2 e ss.

importante attenzionare la cultura d'impresa e le sue professionalità che incidono alla definizione di una separazione tra proprietà e management, con quest'ultimo che per sue competenze, più facilmente può dare l'attitudine all'impresa a guardare avanti e nel lungo termine, progettando il futuro in ottica strategica con il fine, innanzitutto, del mantenimento dell'impresa come organizzazione viva. Ciò si lega alla necessità di avere un assetto organizzativo funzionante e una cultura amministrativa che ricerchi dinamicità e che sia in grado di creare un processo autonomo di miglioramento con la continua rilevazione dei fatti gestionali, con l'attuazione di procedure di controllo e infine con il monitoraggio delle performance economico finanziarie.[11] Si dovrà fare riferimento alla governance dell'impresa, interrogandosi su chi ha i veri interessi di soggetto economico e quanto tale soggetto è in grado di utilizzare il management per fini propriamente aziendali e non extra aziendali e di crescita personale. Questi riferimenti dovranno servire da contesto base per poi analizzare gli elementi quantitativi che partiranno dall'analisi del capitale, dei tassi di rendimento, dei gradi di rischio finanziario ed operativo e dell'efficienza ed efficacia.[12]

Analizzare un'azienda, quindi, deve partire essenzialmente dalla comprensione del suo contesto, comprese politiche di prodotto e i cicli di vita, essenziali per leggere e interpretare i dati aziendali. Ovviamente il riferimento è da farsi ai bilanci delle società analizzate, che devono essere visti improrogabilmente come uno strumento attivo e passivo di informazione; esso è infatti uno strumento di controllo e una resa di conto asettica degli amministratori, ma come strumento attivo diviene strumento di gestione e di politica aziendale.[13] È il documento per eccellenza di una impresa, le conferisce trasparenza e comunica a tutti gli stakeholder le caratteristiche della gestione dell'anno. Chiaramente nella complessità dei fenomeni aziendali di oggi, il bilancio deve essere visto alla luce del coordinamento fatto tramite gli interventi legislativi e i principi enunciati, anche e soprattutto, a livello internazionale. Ma si deve tener conto della sua incapacità predittiva e della sua poca inclinazione al futuro, ecco perché è essenziale valutare quella molteplicità di elementi di cui si compone l'ambiente. A tal proposito si propone una illustre citazione di Onida (1962):"l'esame dei risultati economici passati serve per trarre elementi giovevoli alle presunzioni di risultati futuri: esso non può ridursi ad una semplice presa di cognizione dei redditi rilevati nei bilanci dei trascorsi esercizi, ma deve svilupparsi in un esame critico delle svariate condizioni di azienda e di ambienti nelle quali quei risultati hanno potuto formarsi. Per indagare poi, se e con quale intensità e durata le

[11] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 27.
[12] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 10.
[13] Zanda (2007), *Il bilancio delle società*. *Lineamenti teorici e modelli di redazione*. Torino, Giappichelli editore, p. 30.

stesse condizioni potranno durare nel futuro."[14] Da questa breve citazione si evince come uno dei padri delle discipline aziendali sottolinei l'importanza delle diverse dimensioni temporali che interessano l'azienda e come sia importante operare una analisi calata nel suo contesto settoriale, ambientale, legale.

Passando alla reale analisi finanziaria ci si dovrà interrogare sulla situazione finanziaria dell'azienda e sulle relazioni che si instaurano tra le risorse monetarie che si rendono disponibili e le uscite a cui occorre fare fronte analizzando quindi la solvibilità dell'impresa nel breve e nel lungo periodo: analizzando quindi sia la liquidità che la solidità aziendale.[15] Sarà propedeutico allo studio degli indici che questa analisi produce, ridisegnare il bilancio per renderlo confacente con gli obiettivi; operare riclassificazioni, quindi, rimane un passo essenziale. Si potranno poi studiare i flussi che il rendiconto finanziario propone come risultato dei movimenti monetari. Guardando poi ad una analisi reddituale, con necessaria riclassificazione come in precedenza, ci si potrà interrogare sui risultati economici, al netto e al lordo di diverse componenti per capire, con lo strumento delle leve, dove si deve ricercare il successo o l'insuccesso dei dati reddituali dell'impresa. Gli indicatori prodotti non completano lo studio, anzi, la vera attività di analisi a quel punto sarà solo in avvio, perché è nell'interpretazione dei vari indicatori che si potranno produrre delle valutazioni dialettiche che faranno emergere le problematiche o la virtuosità dell'azienda.

L'obiettivo che ci si pone è quello di tradurre tutte queste considerazioni in alcuni casi pratici legati ad alcune delle società calcistiche italiane. Quindi dovrà operarsi una necessaria e lunga considerazione del contesto calcistico con tutti i suoi tratti di complessità e di divergenza con il mondo del business e della produzione.

Capace di raggiungere milioni di persone, oggi il calcio è una vera e propria industria, basti pensare ai fatturati in crescita che i brand globali riescono a produrre. Interessante in tal senso sarà ripercorrere la storia del calcio italiano cercando di capirne anche le origini più remote. Bisognerà valutare tanti aspetti del funzionamento di questa industria, si pensi per esempio al mondo delle sponsorizzazioni che costituiscono parte del finanziamento di un team. Si dovrà necessariamente accennare al tema dei ricavi dalle emittenti televisive, la Premier League oggi è la più costosa per gli emittenti televisivi e ciò si traduce ovviamente in ricavi per le società.[16] È in tutti i casi un settore che oggi attrae su di sé studi anche economici e finanziari, basti pensare ai recenti dati divulgati sui fatturati dei club che diventano sempre più forti anche dal punto di vista finanziario e ciò incide

[14] Onida, cit. in Riva (2008), *Valutazione aziendale e strategia*. *Criteri di valutazione e decisioni aziendali*. Aracne editore.
[15] Di Lazzaro, Musco (2015); Analisi aziendale, metodi e strumenti. Torino, Giappichelli editore, p. 101.
[16] Balestrieri, materiale didattico economia e gestione dei media.

fortemente sui risultati sportivi della società. Dovremo far riferimento alle gestioni degli stadi e al tema sempre più attuale degli stadi di proprietà. Sarà naturale risvolto interrogarsi sulle dinamiche che regolano la Uefa e il peso che oggi ha il fair play finanziario. Questo ha messo sotto la lente di ingrandimento le gestioni economico finanziarie del calcio soprattutto sul fronte trasferimenti per cercare di porre limiti ed equilibrare la competitività dei campionati. Sarà un obiettivo anche capire come viene trattato contabilmente il calciatore in seno alla società e i risvolti nel caso del trasferimento, cosa che oggi ci mostra sempre più il bisogno delle aziende di creare le plusvalenze tra il valore residuo della risorsa e il prezzo di cessione. Con riguardo soprattutto al panorama italiano si dovrà studiare il funzionamento della Figc ed i valori che le stime legano all'industria del calcio. Si dovrà guardare la società, al suo ambiente e fare riferimenti al suo contesto, al suo brand e ai suoi risultati. Tutto ciò ci darà le necessarie indicazioni sul contesto, come ribadito, funzionali alla analisi per indici e alla valutazione che saranno, a loro volta, propedeutiche alle fondamentali considerazioni che intrepreteranno gli indicatori studiati. Per raggiungere il nostro scopo sarà necessario analizzare i dati, reperibili essenzialmente nel bilancio e nelle altre relazioni che costituiscono mezzo di trasparenza della gestione.

Capitolo 1 **Il settore**

1.1 Introduzione e cenni di storia

Molto affascinante può essere un piccolo percorso della storia del calcio. Le prime manifestazioni sono da ricercare nell'estremo oriente, prima come esercitazione per i militari e poi come attività ludica dei ceti più abbienti, ovviamente si trattava di un protocalcio che aveva delle peculiarità: era un gioco che utilizzava sia i piedi che le mani in un terreno di gioco delimitato da alberi e con squadre molto numerose commisurate all'ampiezza del terreno di gioco. Le evoluzioni di questo si diffusero in Grecia e poi tra i legionari di Cesare, e furono proprio loro probabilmente a diffonderlo in Gran Bretagna, dove posero il seme del calcio moderno. In Europa fu ripresa la pratica nel rinascimento, dopo il buio del medioevo. È comunque alla fine del 19esimo secolo che in Inghilterra si diffuse il professionismo con un certo associativismo e prevedendo una paga agli antichi calciatori. È nei primi anni del 900 che si creò la Fifa, con il progetto di organizzare un campionato mondiale e di ricercare l'ingresso alle olimpiadi. Il primo campionato mondiale si disputò nel 1930.[17] Si assistette poi a tutte le evoluzioni di questo sport, con la diffusione in America latina, con nuove tattiche e metodi di allenamento. Si è passati dall'età dell'oro italiana, al grande calcio sudamericano, passando per il calcio olandese e arrivando al calcio odierno. Oggi un fenomeno quasi globale che accomuna milioni di telespettatori, è una vera industria in cambiamento, basti pensare alle rivoluzioni nelle regole sempre in atto e all'introduzione del Var. In Italia, il calcio oggi ha una vita che si estende oltre un secolo di storia. L'anno di inizio del fenomeno può essere considerato il 1898, sebbene non esistesse ancora un campionato unico, venivano giocate le prime partite ufficiali in campionati regionali. È nel 1929 che venne creato un torneo maggiore, con girone unico, in cui si incontravano le migliori squadre dei campionati regionali e la squadra campione del torneo riceveva l'ambito premio dello scudetto, ancora oggi attuale.[18] Nacque con girone unico da 18 squadre, ma ha conosciuto la conformazione a 16 squadre, per un solo anno a 21 e oggi si compone di 20 squadre dal 2004. Nel corso della sua storia, ha fatto confluire su di sé tanti interessi, e in più di una occasione, ha visto il definirsi di grandi scandali. I più recenti sono legati a calciopoli e allo scandalo delle scommesse, il primo legato alla compravendita dei risultati di alcune partite e

[17] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Le origini)
[18] http://www.totalita.it/articolo.asp?articolo=64&categoria=4&sezione=29&rubrica=23

il secondo ricercante delle metodologie per indirizzare gli esiti degli incontri. Questo è solo uno dei motivi, a cui si potrebbe per esempio aggiungere il potere crescente degli agenti con le loro percentuali, per il quale l'esigenza di regole è forte. La passione del tifo che spinge milioni di persone a seguire la squadra allo stadio, in trasferta e in televisione, sono la grande testimonianza di come il calcio sia diventato un fenomeno fortemente diffuso. La sua risonanza oggi è uno degli aspetti alla base della costituzione di brand globali, con enormi fatturati e della grande capacità di ricevere sponsorizzazioni milionarie.

Dovremo essenzialmente fornire degli aspetti sulle organizzazioni principali che regolano il calcio e interrogarci sugli elementi economici che interessano le organizzazioni sportive, cercando di cogliere le nuove dinamiche, con particolare considerazione del fair play finanziario e le dinamiche dei trasferimenti e delle plusvalenze. Fondamentale sarà considerare gli elementi economici che interessano il sistema calcio.

1.2 I dati del calcio

L'industria del calcio cresce sempre di più, si pensi che al 2019 si registra una crescita del 35%, con riferimento agli ultimi 3 anni, nel valore d'impresa delle prime 32 squadre europee.
Secondo un rapporto di Kpmg, al primo gennaio 2019, la società calcistica che vale di più è il Real Madrid con un valore di 3224 milioni di euro dovuto anche ai successi sportivi delle tre Champions League vinte negli ultimi anni, con un miglioramento del 10%. È l'unica a piazzarsi davanti al Manchester United che perde un punto percentuale per un valore di 3207 milioni di euro. Al terzo posto i tedeschi del Bayern con 2.696 milioni (+6%) superano il Barcellona, indietreggiato a 2.676 milioni (-4%). Quinto il Manchester City con 2.460 milioni (+14%), sesto il Chelsea con 2.227 milioni (26%), settimo il Liverpool con 2.095 milioni (+33%), ottavo l'Arsenal con 2.008 milioni (-4%). La prima tra le italiane è la Juventus con un valore di 1.548 milioni (+19%). Su questo valore incide l'arrivo di Ronaldo, infatti oggi bisogna riflettere anche sulla vendita dei prodotti e sui followers sui social; l'incremento del valore della società torinese è dovuto all'aumento del 21% dei ricavi commerciali, del 42% dei followers e del 40% del valore della squadra. Molti di questi dati sono riconducibili all'acquisto di Ronaldo sebbene non si debba trascurare l'onerosità del suo stipendio che deve porre attenzione sulla sostenibilità soprattutto negli anni a venire. Le altre italiane sono Fc Internazionale, 15esima con 692 milioni (+41%), Ssc Napoli, 18esimo con 569 milioni (+10%), Ac Milan, 19esimo con 555 milioni (+8%), As Roma, 21esima con 516 milioni (+13%). C'è anche la Ss Lazio, 28esima con 297 milioni (+23%). L'Inter guadagna 5 posizioni, questo risultato è guidato dalla crescita dei ricavi commerciali e del valore della squadra oltre che dal miglioramento della redditività. Il valore viene calcolato da Kpmg sulla base dei dati di bilancio e sulla base di un multiplo, che varia a seconda delle società, sulla base di alcuni parametri: redditività, popolarità sui social media, valore di mercato della squadra, diritti tv, proprietà dello stadio.[19] Le tante società in crescita sottolineano i risultati importanti in termini finanziari di tutto il sistema calcistico europeo.
Guardando ai fatturati, l'indagine di Deloitte, denominata Deloitte football money league, è oggi alla 22 esima edizione e mostra il primato del Barcellona con 840,8 milioni di fatturato davanti alle altre squadre blasonate spagnole e inglesi. La prima italiana rimane la Juventus con poco

[19] https://www.ilsole24ore.com/art/l-industria-calcio-cresce-sempre-piu-primi-32-club-europa-valgono-356-miliardi-35percento-3-anni-ACZw1nJ

meno di 500 milioni di fatturato al decimo posto; poco più in basso e comunque nelle prime venti, Inter, Roma e Napoli.[20]

Il calcio in Italia coinvolge poco meno di 5 milioni di praticanti e circa 1,5 milioni di tesserati, ma anche circa 33 milioni di interessati, numeri che testimoniano l'importanza del calcio nel panorama nazionale come sport che attira il maggiore interesse.[21] Addirittura si stima che il 23% degli sportivi italiani pratichino il calcio, percentuale che arriva al 35 se si considerano solo gli under 35.[22] Fattura nel suo complesso circa 4,7 miliardi ed è la terza industria del paese alle spalle del comparto pubblico e delle istituzioni finanziarie. Il nostro paese contribuisce al 12% del Pil mondiale del calcio. In Italia, è ovviamente il principale contributore a livello fiscale e previdenziale del sistema sportivo. Il calcio è inoltre visto come veicolo di inclusione e strumento di integrazione sociale: negli ultimi dieci anni i calciatori nati all'estero che giocano in Italia sono oltre 60 mila con un incremento del 35% sul totale dei tesserati Figc.[23]

[20] https://www.ilfattoquotidiano.it/2020/01/14/ricavi-dei-club-di-calcio-la-juve-cresce-e-torna-in-top-10-aumento-record-dellinter-che-si-avvicina-il-milan-in-discesa-la-classifica/5670173/
[21] https://www.calcioefinanza.it/2018/10/17/quanto-vale-calcio-italiano-fatturato-figc/
[22] https://www.figc.it/it/federazione/mission-e-governance/i-numeri-del-calcio-italiano/
[23] https://www.calcioefinanza.it/2019/12/05/il-calcio-italiano-genera-47-mld-vale-il-12-livello-mondiale/

1.3 La Figc

"Il CONI, emanazione del Comitato Olimpico Internazionale (CIO), è autorità di disciplina regolazione e gestione delle attività sportive nazionali. Il Comitato Olimpico Nazionale Italiano, Ente pubblico cui è demandata l'organizzazione e il potenziamento dello sport nazionale, promuove la massima diffusione della pratica sportiva."[24]

Affiliata al CONI, la Figc è l'associazione delle società e delle associazioni sportive che perseguono il fine di praticare il giuoco del calcio in Italia.[25] Nel 1898 venne fondata al Fif (federazione italiana football), è poi nel 1909 che venne rinominata Figc e oggi conserva tale denominazione.[26] Essa ha gli scopi di promuovere l'integrazione condannando gli episodi di xenofobia e di disciplinare l'attività del calcio integrando la dimensione professionistica con quella dilettantistica in una struttura centrale.[27] Fanno parte della federazione le Leghe Professionistiche (Serie A, Serie B, Lega Pro), la Lega Nazionale Dilettanti, l'Associazione Italiana Arbitri per le designazioni arbitrali, le Componenti Tecniche (Associazione Italiana Calciatori e Associazione Italiana Allenatori Calcio), il Settore Tecnico e il Settore Giovanile e Scolastico. Sono inoltre istituite la Divisione Calcio Femminile e la Divisione Calcio Paralimpico e Sperimentale.[28] Ha poteri organizzativi e di garanzia e controllo ed esercita una molteplicità di funzioni. Nel dettaglio le sue funzioni sono:

- "la cura delle relazioni calcistiche internazionali anche al fine dell'armonizzazione dei relativi calendari sportivi;
- la disciplina sportiva e la gestione tecnico-organizzativa ed economica delle Squadre Nazionali;
- le funzioni regolatrici e di garanzia;
- la promozione della scuola tecnica nazionale e dei vivai giovanili;
- la tutela medico-sportiva e la repressione dell'uso di sostanze illecite;
- la disciplina dell'affiliazione alla FIGC di società e associazioni nonché la disciplina del tesseramento delle persone;
- la determinazione dell'ordinamento e delle formule dei campionati;

[24] https://www.coni.it/it/coni.html
[25] https://www.figc.it/it/federazione/mission-e-governance/identita-e-missione/
[26] Bortolotti A. (2002) Il calcio dalle origini a oggi. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani.
[27] https://www.figc.it/it/federazione/mission-e-governance/identita-e-missione/
[28] https://www.figc.it/it/federazione/mission-e-governance/identita-e-missione/

- la determinazione dei requisiti e dei criteri di promozione, di retrocessione e di iscrizione ai campionati, attraverso l'istituzione di sistemi di controllo dei requisiti organizzativi, funzionali, economico-gestionali e di equilibrio finanziario delle società;
- l'emanazione delle norme in materia di tesseramento e allineamento in campo di atleti non utilizzabili per la formazione delle Squadre Nazionali;
- la determinazione dei criteri di ripartizione delle risorse attribuite alla FIGC e la tutela del principio di solidarietà finanziaria tra calcio professionistico e dilettantistico;
- l'emanazione di principi informatori per i regolamenti delle Leghe e dell'Associazione Italiana Arbitri (AIA);
- tutte le altre funzioni previste dalla legge, dallo Statuto federale, nonché dalle disposizioni dell'ordinamento sportivo nazionale e internazionale, e ogni altra funzione che rivesta un interesse generale per la FIGC."[29]

Per ciò che riguarda la governance si compone di un'assemblea che approva uno statuto federale ed elegge diverse cariche tra cui il presidente, con funzione di rappresentanza e di responsabilità generale. Il presidente può avere diversi vice con compiti soprattutto di delega, è coadiuvato inoltre da un comitato di presidenza, attivo soprattutto su temi contabili e gestionali, e controllato da un collegio di revisori dei conti. Il vero organo normativo è il consiglio federale che approva regolamenti e norme federali. Infine, un segretario generale si occupa della gestione istituzionale, amministrativa ed economica della Federazione, predisponendo bilanci previsionali e consuntivi ed organizzando il lavoro degli uffici.[30]

Ha una ampia produzione reportistica, ciò anche grazie all'introduzione dal 2015 di un bilancio integrato che "illustra i principali programmi strategici della Federazione e il loro potenziamento, con particolare riferimento all'efficienza organizzativa interna, alla sostenibilità e alla trasparenza, nonché alla valorizzazione della dimensione sportiva e giovanile, alle azioni relative al settore del calcio professionistico e dell'impiantistica sportiva, anche attraverso la rivisitazione delle norme e dei regolamenti."[31]

Una norma interessante legata appunto alla Figc è quella legata alla composizione delle rose. Dal 2015 infatti, per promuovere il calcio italiano, con ripercussioni positive anche sulla validità dei settori giovanili, le squadre devono avere un numero massimo di 25 giocatori oltre i 21 anni di cui 8 devono essere formati in Italia e di questi almeno 4 nel settore giovanile della stessa squadra. Essenzialmente quindi, la restrizione è legata solo ai calciatori che superano i 21 anni, consentendo

[29] https://www.figc.it/it/federazione/mission-e-governance/funzioni/
[30] https://www.figc.it/it/federazione/mission-e-governance/organi/organi-federali/
[31] https://www.figc.it/it/federazione/federazione-trasparente/disposizioni-generali/

alle squadre che hanno bisogno di un grande numero di tesserati di averli di giovanissima età; aspetto quindi che potenzialmente darebbe maggiore interesse a sviluppare i settori giovanili.[32] Tutto ciò si lega al particolare periodo storico in cui il calcio italiano era molto carente in talenti nostrani, nel tentativo di recuperare competitività in ambito internazionale alla luce dei diversi insuccessi della Nazionale italiana. La federazione si distingue anche per una intensa attività di volontariato con alcuni progetti per la creazione di impianti sportivi nelle periferie.

[32] https://www.ilpost.it/2015/07/22/regola-25-calciatori-serie-a/

1.4 La Fifa e l'Uefa

A livello internazionale e continentale gli organismi regolatori del sistema calcio devono essere considerati nei soggetti Fifa e Uefa. Il 21 maggio 1904, otto federazioni: Francia, Olanda, Belgio, Germania, Svezia, Svizzera, Spagna e Danimarca fondarono la Fifa con Guerin presidente. Chiaramente la conformazione si ampliò e fu il successivo presidente inglese a intraprendere l'audace progetto della creazione di un campionato mondiale.[33] La Fifa oggi conta 24 federazioni affiliate, 305.000 club, 720.000 arbitri e 12.978.000 calciatori. Come già detto nacque con il progetto del campionato internazionale che si sviluppò nei primi anni del ventesimo secolo in concomitanza con le prime partite internazionali. L'idea iniziale era quella di dare un ruolo di guida alla federazione inglese che era stata capace di fare le prime regolamentazioni del calcio, ma inizialmente non prese parte alla Fifa ciò dovuto ad un atteggiamento passivo.[34]

La Fifa è il massimo organo di governance mondiale e coordina le attività delle organizzazioni continentali: UEFA in Europa, AFC in Asia, CONCACAF in America Centrale e Settentrionale, CONMEBOL in America Meridionale, OFC in Oceania.

L'organizzazione calcistica europea, l'UEFA ha sede a Nyon e conta 51 federazioni affiliate, 8.839.000 giocatori tesserati, 417.000 arbitri tesserati, 224.000 club affiliati. La sua nascita è legata agli anni 50, quando si diffuse l'idea di creare una competizione simile alla Copa America, così il 15 giugno 1954, a Basilea, durante i Mondiali, fu deciso di costituire una Confederazione europea.[35]

Si occupa dell'organizzazione delle competizioni continentali (su tutte la Champions League e L'Europa League) di calcio, calcio a 5 e calcio femminile ed ha inciso molto sulla regolamentazione attraverso "Il Manuale delle Licenze UEFA" del 2002. Esso ha posto obiettivi sportivi e di promozione del calcio giovanile; infrastrutturali prevedendo centri sportivi adeguati; legali, organizzativi e finanziari improntati alla trasparenza, alla economicità ed alla sostenibilità. Ha, inoltre, definito per le società obblighi di documentazione sulle tre dimensioni temporali: una documentazione passata, corrente e prospettica.[36] Riferendoci alle sue attività più attuali, di grande

[33] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Le organizzazioni internazionali).

[34] Bortolotti A. (2002*) Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Le organizzazioni internazionali).

[35] Bortolotti A. (2002*) Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Le organizzazioni internazionali).

[36] Gelmini L. (2014). *Le società di calcio professionistiche nella prospettiva dell'economia d'azienda*. Milano: Giuffrè Editore p. 28, 29

pervasività è la regolamentazione legata al fair play finanziario, che definisce per le società una serie di parametri da rispettare per poter essere ammesse alle competizioni europee e cerca di promuovere l'idea per le società di costruire il loro successo con progetti a lungo termine senza utilizzare la scappatoia delle spese folli per compiere il salto nella competitività in tempi ridotti.

1.5 Il Financial Fair Play

Nel sistema complesso delle licenze UEFA sicuramente un elemento di grande impatto è stato il fair play finanziario datato 2010, modificato nel 2018. L'obiettivo fu quello di rendere maggiormente sostenibile il sistema calcistico europeo, scopo seguito soprattutto dall'allora presidente Platini. Ai tempi della riforma, nel 2008, infatti, il calcio europeo si mostrava con il 47% delle sue squadre in perdita e, in molti casi, tali perdite erano "rilevanti". In termini assoluti le perdite relative alle circa 700 squadre delle principali divisioni europee cumulavano una perdita di 1,7 miliardi di euro. La nuova disciplina può essere sintetizzata in una serie di obblighi economici e finanziari per le società propedeutici al rilascio delle licenze per le competizioni europee, ovvero: raggiungimento del break even; aver depositato il bilancio, sottoposto a revisione contabile, relativo all'anno precedente in cui è stata presentata domanda di rilascio della licenza; assenza di debiti da trasferimento di calciatori scaduti; regolarità nel pagamento ai dipendenti e versamento di ritenute e contributi; diffusione di informazioni previsionali. Il raggiungimento del pareggio di bilancio rappresenta l'elemento centrale, esso si estende ad un insieme di parametri aggiuntivi tra cui la sussistenza delle condizioni di continuità aziendale, sostenibilità del debito, patrimonio netto positivo ed equilibrio nella bilancia dei trasferimenti dei calciatori. Ma il pareggio di bilancio è valutato anche attraverso un principio che gli garantisce una certa flessibilità: quello della deviazione accettabile. Infatti, si considera rispettato quando la perdita cumulata del triennio non superi la soglia dei 5 milioni di euro. In realtà viene tollerata anche una perdita non superiore ai 30 milioni di euro se coperta da aumenti di capitale.

Si deve sottolineare che i dati danno ragione alla proficuità dei cambiamenti con risultati positivi sui profitti cumulati di 600 milioni di euro nel 2017.[37] Probabilmente però, tale sistema non era completamente scevro di potenziali lacune. Mancava infatti, trasparenza nei compensi riconosciuti ai procuratori e non pochi sono gli esempi in cui si è parlato, in maniera non ufficiale, di compensi spropositati per gli agenti soprattutto nell'ambito dei trasferimenti. Un altro problema può ricercarsi nella mancata esaustività della regolamentazione sui conflitti che possono generarsi data la presenza di società la cui governance risulti molto simile o addirittura riconducibile allo stesso patron. Infine, una critica può essere legata alle elusioni create dalle società per rispettare solo formalmente i dettami del fair play e il riferimento può essere all'utilizzo di prestiti con riscatti futuri di valore

[37] https://www.calcioefinanza.it/2019/06/10/fair-play-finanziario-come-funziona/.

enorme.[38] Tali soluzioni sono elaborate con il preciso intento di raggirare le norme. Tali elementi sono alla base dei tentativi riformatori della regolamentazione degli anni successivi al 2010.

Nel maggio 2018, il comitato esecutivo dell'Uefa ha fatto degli aggiornamenti in tema di fair play con lo scopo di migliorare la trasparenza e con l'introduzione di nuovi indicatori. A fronte della ricerca di maggiore trasparenza è imposta la pubblicazione dell'ultimo bilancio revisionato, certificato dalla FIGC (chiaramente per le società italiane) nel processo di rilascio della licenza, nonché l'ammontare dei pagamenti ai procuratori. Inoltre, nei bilanci redatti secondo gli Ias Ifrs, dovranno essere correttamente contabilizzati i proventi derivanti dai diritti televisivi, dalle sponsorizzazioni, i ricavi di natura commerciale, quelli provenienti dalla vendita dei biglietti e, infine, dalle donazioni e contributi ricevuti. Ancora, dovranno essere indicati bonus, benefit e incentivi a calciatori e dipendenti. Le società sono tenute ad indicare i ricavi di cessione e i costi di acquisto dei calciatori distinguendone le operazioni definitive e temporanee, mostrando gli adeguati aggiustamenti per determinarne il valore di mercato. Sono stati ridefiniti i parametri per la verifica della sussistenza della condizione di pareggio di bilancio, le società "dovranno avere un debito rilevante non superiore a 30 milioni di euro e che non superi di 7 volte la media dei ricavi del club nei tre periodi monitorati al fine del rilascio della licenza".[39] Non dovranno essere conteggiati in questi gli investimenti di natura infrastrutturale, come ad esempio per la costruzione di uno stadio proprio. Con riguardo alle modifiche relative al player trasfer balance, i club non dovranno superare un deficit di 100 milioni in ogni finestra di calcio mercato.[40] Come ribadito, il rispetto della regolamentazione è presupposto essenziale alla partecipazione alle competizioni europee, ma il non rispetto della norma non implica la certa conseguenza della esclusione da questo tipo di manifestazioni sportive continentali. Infatti, i provvedimenti possono essere vari:

- "avvertimento;
- richiamo;
- multa;
- decurtazione di punti;
- trattenuta degli introiti ricavati da una competizione UEFA;
- divieto di iscrizione di nuovi giocatori alle competizioni UEFA;
- limitazione del numero di giocatori che un club può iscrivere alle competizioni UEFA, compreso un limite finanziario al costo totale aggregato dei benefit per i giocatori registrati nella lista A delle competizioni UEFA per club;

[38] https://www.calcioefinanza.it/2019/06/10/fair-play-finanziario-come-funziona/
[39] https://www.calcioefinanza.it/2019/06/10/fair-play-finanziario-come-funziona/
[40] https://www.calcioefinanza.it/2019/06/10/fair-play-finanziario-come-funziona/

- squalifica dalle competizioni in corso e/o esclusione da future competizioni;
- revoca di un titolo o di un premio."[41]

L'obiettivo essenzialmente è quello di indirizzare le squadre a costruire nel tempo il proprio successo, evitando le soluzioni facili legate ai grandi esborsi per l'acquisizione delle prestazioni sportive di grandi calciatori, e quindi promuovendo un progetto a medio lungo termine e con solide basi sia tecniche che finanziarie.

[41] https://it.uefa.com/community/news/newsid=2065465.html

1.6 Il bilancio delle società

Probabilmente nel passato gli aspetti finanziari di una società calcistica erano molto meno preponderanti rispetto ad oggi. Come anticipato, preliminare alla fase di analisi è il reperimento dei dati, è infatti dalla reportistica che derivano la maggior parte delle informazioni. Le società di calcio pubblicano un rendiconto annuale composto di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario. Le fonti da cui le disposizioni contabili derivano sono sia normative che federali. La regolamentazione contabile deriva infatti dal Codice Civile, negli articoli 2423 e seguenti, dai principi contabili nazionali OIC, che integrano ed esplicano gli articoli del codice, e dai principi internazionali Ias Ifrs, che ovviamente interessano soprattutto le società che sono tenute alla redazione secondo tali principi e quindi in modo particolare le società di capitali come la Roma, la Juventus e la Lazio. Tra le norme federali rientrano delibere Figc, norme organizzative interne federali (NOIF) e raccomandazioni della Figc.[42] Per quanto riguarda i primi, ovviamente ne escono confermati i principi e la clausola generale del bilancio con le dovute differenze sulla definizione di alcuni principi e soprattutto dei loro pesi in considerazione della norma contabile nazionale o internazionale. Invece la Federazione dispone delle regole all'art. 84, ricompreso nel titolo 6° del NOIF, dove si ribadisce, al primo comma, la dovuta osservanza dei dettami normativi e l'obbligo di redazione del piano dei conti, aggiungendo, al secondo comma, l'obbligo di depositare non solo il bilancio d'esercizio ma anche le relazioni semestrali e le situazioni patrimoniali intermedie presso la Co.Vi.So.C. Nei commi seguenti si ribadiscono gli obblighi di revisione legale dei conti e, tra gli altri, l'obbligo di redazione del bilancio consolidato nei casi in cui la legge lo predispone per i gruppi aziendali.[43] L'informativa da depositare alla Co.Vi.So.C., dovuta entro i 15 giorni successivi dall'approvazione del bilancio, dovrà essere composta dalla copia del bilancio "unitamente alla seguente documentazione:

- relazione sulla gestione;
- relazione del collegio sindacale ovvero del revisore unico o del consiglio di sorveglianza;
- relazione del soggetto responsabile del controllo contabile;
- relazione contenente il giudizio della società di revisione;
- rendiconto finanziario;
- verbale di approvazione."[44]

[42] https://slideplayer.it/slide/964221/ materiale didattico università Ca Foscari.
[43] Art. 84 del NOIF.
[44] Art. 85 NOIF, punto primo, primo comma.

Come anche dettato dal codice civile, le società tenute al bilancio consolidato presentano lo stesso unitamente al bilancio d'esercizio.[45] Unitamente alla medesima documentazione di cui sopra si richiede anche una relazione semestrale.[46] Quanto alle situazioni patrimoniali intermedie "Le società, entro il 31 maggio e il 30 novembre di ciascun anno, devono depositare presso la Co.Vi.So.C. copia della situazione patrimoniale intermedia rispettivamente al 31 marzo e al 30 settembre di ciascun anno, approvata dall'organo amministrativo, unitamente alla seguente documentazione:

- note esplicative dei principi e criteri di redazione e commenti alle principali voci e variazioni intervenute;
- relazione contenente il giudizio della società di revisione;
- verbale di approvazione."[47]

Un ulteriore obbligo è rappresentato dal deposito entro il 30 giugno di prospetti previsionali sulla attività aziendale dell'anno successivo attraverso uno stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario previsionali con le necessarie note esplicative.[48]

Concludiamo la lettura dell'articolo riguardante gli adempimenti presso il Co.Vi.So.C. ricordando che le relazioni considerate devono essere anche arricchite con un prospetto contenente alcuni indicatori finanziari.[49] "Trattasi, in particolare, dei seguenti indicatori:

- indicatore di Liquidità calcolato attraverso il rapporto tra le Attività Correnti e le Passività Correnti;
- indicatore di Indebitamento, calcolato attraverso il rapporto tra i Debiti e il Valore della Produzione;
- indicatore di Costo del Lavoro Allargato, calcolato attraverso il rapporto tra il Costo del Lavoro Allargato ed i Ricavi."[50]

Infine, si deve tener conto della richiesta della Figc di elaborare il bilancio d'esercizio attraverso la forma del piano dei conti unificato. Esso non è un documento ulteriore o alternativo al bilancio ma deve interpretarsi come una norma integrativa alle norme del Codice Civile. Sulla base dell'articolo 2423-ter del codice civile, che definisce la possibilità di aggiunta e suddivisione delle poste in bilancio ai fini della clausola generale, si richiede aggiunta, suddivisione e adattamenti delle poste ed esse sono da considerarsi obbligatorie per tutte le società calcistiche.[51]

[45] Art. 85 NOIF, punto primo, terzo comma.
[46] Art. 85 NOIF, punto secondo, primo comma.
[47] Art. 85 NOIF, punto terzo, primo comma.
[48] Art. 85 NOIF, punto quarto, primo comma.
[49] Art. 85 NOIF, punto ottavo.
[50] https://www.sportbusinessmanagement.it/2018/02/obblighi-di-rendicontazione-societa-di-calcio.html
[51] Guarna C. (2017) *Le società di calcio professionistiche e l'informativa di bilancio.* Roma: Aracne Editrice, 72 e ss.

Nell'ottica di una fase di importante cambiamento in cui crescono le esigenze di reportistica per l'informazione del crescente numero di stakeholder, ma anche in relazione del maggior numero di elementi economici e patrimoniali da considerarsi nell'ambito del business calcistico, dobbiamo considerare alcune peculiarità che il bilancio di una società di calcio presenterà. E in tal senso, sempre più, si deve far riferimento a sponsorizzazioni, contratti, stadi ecc.[52] Guardando la sezione attivo di uno stato patrimoniale si troverà, tra le immobilizzazioni immateriali, una voce denominata "diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori" che rappresenta il valore dei cartellini dei calciatori in rosa. Altre immobilizzazioni immateriali rilevanti saranno i marchi, il logo, i colori sociali e tutti quegli elementi che formano il brand della società e che quindi la identificano. Ovviamente gli impianti, i centri sporti e gli stadi di proprietà faranno parte delle immobilizzazioni materiali, facendo la considerazione che in molti casi l'utilizzo di uno stadio, o del terreno prevede l'evidenziazione di diritti di superfice, per esempio, che rientrerebbero tra le immobilizzazioni immateriali. L'ammortamento delle immobilizzazioni materiali e immateriali deve essere operato in considerazione dei soli cespiti che sono disponibili all'utilizzo nel periodo considerato, attraverso aliquote che dilatino il costo nel tempo e tendendo conto di eventuali riduzioni se legate ad un periodo d'esercizio intermedio. Non è possibile fare l'ammortamento per immobilizzazioni che sono solo programmate, né è possibile anticipare l'ammortamento nei periodi, nel quale il bene non è ancora disponibile all'uso.[53]

Passando al conto economico, ci saranno ovviamente delle voci tipiche, dei ricavi, per esempio, caratteristici delle società calcistiche, ovvero: ricavi da gare (biglietti, abbonamenti), ricavi da diritti TV e ricavi commerciali (da sponsorizzazioni, vendita gadgets, magliette, ecc). Come è intuibile tali ricavi si contrapporranno a costi tipici come "tutti i costi per servizi e acquisti necessari al funzionamento della società, l'affitto dello stadio, i costi per le trasferte, le spese generali, i salari del personale, ecc."[54] Nella definizione di un conto economico, per esempio scalare, la differenza tra i ricavi e i costi caratteristici definisce il margine operativo lordo ed a valle di questo si deve considerare una voce tipica del conto economico della società calcistica che prende il nome di player trading.[55] Essa deriva dalla gestione della rosa calciatori con gli elementi di plusvalenza e minusvalenza da cessione, ricavi e costi da prestiti e ammortamenti dei calciatori.[56]

"Per quanto riguarda il trattamento delle imposte sul reddito, il principio contabile nazionale OIC 30 raccomanda di commisurare il carico fiscale all'utile lordo di ogni periodo, e, per ciò che

[52] https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2018/09/10/plusvalenze-bilanci-societa-calcio/
[53] https://www.sportbusinessmanagement.it/2018/02/obblighi-di-rendicontazione-societa-di-calcio.html
[54] https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2018/09/10/plusvalenze-bilanci-societa-calcio/
[55] Denominazione di derivazione anglosassone, in Inghilterra è infatti comparsa tale voce.
[56] https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2018/09/10/plusvalenze-bilanci-societa-calcio/

concerne l'aliquota da adottare, viene raccomandato di utilizzare l'aliquota fiscale annua effettiva invece della aliquota effettiva per il periodo. L'aliquota fiscale annua effettiva è quella che si presume in vigore a fine esercizio e dunque la precisazione è importante in tre fattispecie:

- nel caso di cambiamento di aliquota in corso d'esercizio per effetto di modifiche nella legislazione tributaria;
- nel caso di aliquote progressive sul reddito d'impresa;
- se un'impresa ritiene, sulla base di piani e previsioni attendibili, di chiudere l'esercizio in pareggio o in perdita e dunque di essere soggetta ad un'imposizione fiscale ridotta.

Se un club ha perdite fiscali pregresse, per le quali in precedenza non aveva calcolato imposte anticipate perché ne mancavano i presupposti, ma prevede utili sufficienti a fine anno per recuperare fiscalmente le perdite pregresse, le imposte anticipate devono essere riflesse proquota nei bilanci intermedi di ogni periodo sulla base della loro realizzabilità nei periodi medesimi."[57]

La contabilizzazione di un calciatore viene operata alla stregua di una normale immobilizzazione, il suo costo, comprensivo anche di commissioni e premi alla firma, è iscritto nella voce "diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori" e in base alla durata del contratto verrà operato un ammortamento per ripartire il suo costo nel tempo in cui la società si giova delle sue prestazioni sportive. È chiaro quindi che la società avrà una plusvalenza se il prezzo a cui cede il calciatore sarà superiore al costo non ancora ammortizzato.[58] Lo stipendio del calciatore sarà invece un costo annuale. Chiaramente il player trading è una voce che potenzialmente può incidere molto sul conto economico ed è questo il motivo per cui molte società sono sottoposte al bisogno di creazione delle plusvalenze.[59] Essendo poi, i risultati sportivi al quanto imponderabili, le società più attive ricercano costantemente la creazione di ricavi maggiori attraverso migliori sponsorizzazioni, attraverso stadi di proprietà, attraverso l'internazionalizzazione del marchio o attraverso la dilatazione dei contratti ai calciatori per avere ammortamenti annuali più bassi.[60]

[57] https://www.sportbusinessmanagement.it/2018/02/obblighi-di-rendicontazione-societa-di-calcio.html
[58] Esempio: se un calciatore viene acquistato a 10 con un contratto di cinque anni, alla fine dell'anno rientrerà nel conto economico un costo di 2; detto questo se in quell'anno il calciatore è venduto a 10, per la differenza con il costo pluriennale non ancora ammortizzato (8) si realizzerà una plusvalenza di 2.
[59] https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2018/09/10/plusvalenze-bilanci-societa-calcio/
[60] https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2018/09/10/plusvalenze-bilanci-societa-calcio/

1.7 Elementi economici

Il calcio, oltre ad essere un importante fenomeno sociale, con la componente della passionalità del tifo e con la sua grande diffusione al mondo come pratica sportiva, è sicuramente anche un prepotente fenomeno economico. Basti pensare alla moltitudine di interessi che il calcio mette in gioco per diversi stakeholder, i portatori di interessi che dal calcio vogliono trarre vantaggi di ampio genere. Si deve poi, far riferimento alla sua diffusione, si immagini per esempio quanti nel mondo hanno la possibilità, la cultura e la voglia di guardare la finale dei mondiali o altri eventi calcistici di rilievo. Il campionato mondiale in Francia fu trasmesso, già nel 1998, in 196 paesi, la finale fu vista da un miliardo di persone e il campionato nazionale inglese è seguito in più di 150 paesi.[61] Tutto ciò ha come risvolto più evidente la rilevanza dei diritti televisivi ma, ovviamente, è sempre lo sport come spettacolo a sostenere anche i mercati delle sponsorizzazioni, dei ricavi commerciali e degli introiti provenienti dai sostenitori che amano seguire le partite allo stadio. In realtà, però, a differenza di come sarebbe intuibile, il calcio si è presentato come un fenomeno economico sino dalle sue prime origini. Infatti, già diversi anni prima del 1900, i club inglesi e scozzesi creavano recinzioni ai campi da gioco al fine di far pagare il biglietto agli spettatori e corrispondevano un salario ai giocatori in una forma vicina al rimborso delle spese sostenute.[62] L'aspetto economico è rinvenibile anche nelle più antiche operazioni di calciomercato: nei primi anni del ventesimo secolo venivano scambiati calcatori per cifre elevatissime rispetto al costo della vita dell'epoca. Sono però da tracciare linee molto marcate di differenza con il calcio odierno: si può rintracciare intorno agli anni ottanta il reale cambiamento e la svolta verso un business di enormi dimensioni economiche con gli elementi di sponsorizzazione e diritti tv. Anche il fenomeno delle scommesse calcistiche ha un inizio molto lontano nel tempo sebbene ne è chiara l'evoluzione e l'esplosione degli anni novanta.[63]

Aggiungiamo però, che sebbene il calcio abbia degli aspetti economici da lungo tempo, la vera crescita del business è da ricercarsi molto più tardi che per altri sport come automobilismo e ciclismo e deve sicuramente vedersi come concomitante con lo sviluppo delle sue capacità comunicative. In altre parole, la consacrazione di questo fenomeno economico è legato alle trasmissioni televisive e

[61] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Aspetti economici).
[62] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Aspetti economici).
[63] Il totocalcio in Italia nasce nel 1946.

radiofoniche e alle opportunità commerciali che tale spettacolo offre ad imprese che utilizzano lo sport come canale per giungere ai potenziali clienti, i quali si caratterizzano per fedeltà e perché molto trasversali.[64] Questi sono elementi sempre più preponderanti nei ricavi delle società, se nel passato il fatturato era quasi totalmente legato ai biglietti venduti, oggi l'incidenza di questo valore diventa molto limitata sul totale. Si pensi che per l'Arsenal il peso del botteghino è passato dal 93% del fatturato nel 1974 al 42% nel 1994.[65] Tutto ciò deve tradursi sia come aumento degli elementi ulteriori ai ricavi da gare, sia come crescita generale dei ricavi. Tale aumento dei ricavi si accompagna all'aumento dei costi che derivano soprattutto dai calciatori. È enorme l'incidenza che gli stipendi hanno sul bilancio annuale. Tali componenti negative di reddito mostrano stipendi sostenuti anche agli albori del fenomeno, fino ad arrivare all'esplosione degli stipendi dagli anni sessanta in poi. Se a ciò si aggiunge l'impatto negativo sui conti del calciomercato si può costruire una consapevolezza più netta delle motivazioni alla base delle situazioni complesse per le società calcistiche sul lato dell'indebitamento. Già negli anni cinquanta possono ricercarsi delle operazioni di calciomercato molto onerose, passando, poi, per gli acquisti Ronaldo, Zidane, Vieri, fino a quelle attuali Kakà, Bale e Neymar, che evidenziano una tendenza forte agli acquisti plurimilionari dei campioni. Ciò si riversa nelle maggiori quote di ammortamento. Come esempio, "nel caso della serie A italiana, il costo totale dei giocatori, determinato dalla somma degli stipendi e delle quote di ammortamento, ha toccato nella stagione 2000-01 il 124% del valore della produzione"[66], evidenziando chiaramente una perdita complessiva. Tale esempio non è una situazione isolata o una tantum ma si manifesta con grande frequenza tanto da creare un notevole indebitamento. Una gestione votata all'economicità, rara nel calcio, può essere guidata dalla fissazione di tetti salariali e dalla ricerca di ricavi maggiori: la costruzione sempre più attuale di stadi di proprietà ha il fine suddetto.

Guardando ai numeri economici del calcio professionistico italiano odierno, nel 2017-2018, i ricavi così come i costi e l'indebitamento sono in crescita. Tutto ciò risulta in ossequio di un trend che porta i ricavi complessivi a toccare per la prima volta la quota dei 3,5 miliardi di euro. Ciò è riconducibile al grande incremento dell'ultimo decennio dei ricavi legati ai biglietti e ai ricavi commerciali e da sponsorizzazioni, che si affiancano a quelli televisivi che continuano a valere

[64] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Aspetti economici).

[65] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Aspetti economici).

[66] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Aspetti economici).

ancora un terzo dei ricavi complessivi. Questo aumento comunque non consente di raggiungere i livelli di altri contesti europei. I costi sono aumentati anche di più dei ricavi, soprattutto nelle componenti del costo del lavoro e degli ammortamenti, con un risultato netto negativo e ampiamente peggiorato rispetto ai precedenti. Ciò alimenta, come è chiaro, l'indebitamento che si avvicina ai 4,3 miliardi.

Inevitabile quindi per i club la ricerca di ricavi maggiori, per trovare presto una gestione più sana delle aziende sportive con investimenti opportuni e vincenti.[67]

[67] Samaja (PwC); Figc, in collaborazione con PwC e AREL, Report Calcio 2019, p.11.

1.7.1 Il calcio e la sponsorizzazione

Essendo, il calcio, lo sport più seguito in Italia e nel mondo, è sempre più diffusa la pratica, per altri tipi di aziende di legarsi a club calcistici per fini di promozionali e di awarness. Ciò per effetto della grande capacità dei diversi campionati di attirare attenzioni degli appassionati, che come in pochi altri settori, si manifestano seguaci veramente fedeli. Il fenomeno calcio arriva a tante persone di età e ceto diverso, cosa che, ovviamente, consente anche una certa segmentazione del mercato, in quanto le ricerche preliminari fatte sui seguaci di quel determinato club evidenzieranno una certa categoria di persone. Non solo il pubblico calcistico è molto trasversale ma è in genere anche un pubblico che interessa molto alle aziende perchè ha un importante potere d'acquisto.[68] A sottolineare l'importanza del calcio nella sponsorizzazione vi sono alcuni studi, secondo Oliver & Ohlbaum Associates, nel 2001, il 43% del mercato delle sponsorizzazioni sportive europee è legato al calcio; in Italia, Forces mette in evidenza che una percentuale maggiore del 50% delle aziende che scelgono lo sport per sponsorizzarsi scelgono il calcio.[69] Il termine sponsorizzazione viene spesso usato in senso generico, ma ricercando un maggior grado di precisione, a differenza della pubblicità che è un messaggio ben definito, ad hoc per un certo orario ma comunque separabile facilmente dal canale, in senso lato, che la trasmette, la sponsorizzazione è "ogni forma di comunicazione per mezzo della quale uno sponsor fornisce contrattualmente un finanziamento o un supporto di altro genere, al fine di associare positivamente la sua immagine, la sua identità, i suoi marchi, i suoi prodotti o servizi a un evento, un'attività, un'organizzazione o una persona da lui sponsorizzata".[70] Un carattere predominante finisce per essere la forte associazione che si crea tra lo sponsor e la società sportiva e ovviamente il legame funziona maggiormente quanto più i valori delle due organizzazioni sono condivisi. Oggi una società crea relazioni con più sponsor e si definiscono i legami con uno sponsor principale, uno sponsor tecnico e altri accordi inferiori. È essenziale ricordare che si tratta di un contratto propriamente detto, oneroso e a prestazioni corrispettive con obbligazioni di dare o di fare per le parti.[71]

Lo sponsor principale, come intuitivo, sulla base di un maggiore sostegno profuso ottiene la visibilità maggiore e più immediata, si pensi al logo o alla denominazione che tradizionalmente

[68] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Calcio e Sponsor).
[69] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Calcio e Sponsor).
[70] Definizione del codice delle sponsorizzazioni approvato dalla Camera di Commercio.
[71] http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2018-12-13/la-sponsorizzazione-mondo-sport-145714.php

viene apposta sulle divise da gioco. È dalla fine degli anni 60 che in Francia comparvero gli sponsor sulle divise da gioco, ciò si diffuse di lì a poco in Europa e la decisione in Italia fu presa nel 1981.[72] Esistevano già, però, delle altre forme di comunicazione, si utilizzavano promotori eccellenti per le partite, pubblicità sui biglietti ecc. Da segnalare poi la sponsorizzazione data dal nome dello stadio del Tottenham, White Hart Lane che risale al 1914, cosa che oggi è diventata una pratica enormemente diffusa. Oggi sono ben disciplinati, per esempio, la superficie massima della divisa nel quale lo sponsor deve rientrare e il numero di marchi rappresentabili sulle maglie.[73]

Lo sponsor tecnico è costituito da quella azienda che, in cambio della visibilità data dalle competizioni calcistiche, fornisce il materiale sportivo ai club e ai giocatori singoli, tra cui divise da gioco e da allenamento, scarpini ed altro. Questi stanno assumendo una rilevanza sempre maggiore, con importi milionari per tante stagioni calcistiche.

Vi sono poi molti altri sponsor e partner che però hanno una visibilità molto più limitata nelle categorie merceologiche e che quindi finiscono per creare una associazione minore con la squadra ed una comunicazione meno forte. Si deve poi, accennare agli accordi di licensing che un produttore di generi di largo consumo può fare con una società calcistica, nei quali il produttore paga una royalty per utilizzare i colori e i loghi del club.[74] Le sponsorizzazioni nel calcio si legano a tante tipologie di imprese, tale mercato evidenzia una importante concentrazione per le imprese dei settori manifatturiero, trasporti, comunicazioni, servizi elettrici, gas e sanitari, finanza, assicurazioni e immobiliare. I rapporti con tali settori rappresentano una quota fondamentale dei deal con organizzazioni esterne.[75]

Nel calcio italiano si registra una crescita importante della componente delle sponsorizzazioni con un risultato importante: negli ultimi dieci anni vi è un aumento del 9,5% dei ricavi commerciali e da sponsorizzazioni.[76] Tali ricavi contribuiscono al sistema calcio italiano e professionistico per circa un sesto dei ricavi totali, tutto ciò da leggere nell'ambito comunque di una crescita generale dei ricavi (ma lo stesso vale per i costi). Tale valore è passato dai 525 milioni della stagione 2016-2017 ai 575 milioni riferiti al 2017-2018.[77]

[72] Sebbene vi era stata una piccola parentesi datata 1953 con la sponsorizzazione del Vicenza da parte di Lanerossi.
[73] https://www.calciomercato.com/news/sponsor-nel-mondo-del-calcio-ecco-come-funzionano-788835
[74] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Calcio e Sponsor).
[75] https://emplus.egeaonline.it/it/73/pagine-numeri/739/l-industria-del-calcio-in-italia-una-partita-da-vincere
[76] Samaja (PwC); Figc, in collaborazione con PwC e AREL, Report Calcio 2019, p.11
[77] Figc, in collaborazione con PwC e AREL, Report Calcio 2019, p.15.

1.7.2 Diritti televisivi

L'analisi degli elementi economici non può prescindere da valutazioni e considerazioni relative ai diritti televisivi, infatti l'impatto della televisione sugli appuntamenti sportivi e sulle società oggi è a dir poco preponderante. È chiaro che tutto ciò deriva dalla evoluzione dello sport come spettacolo, infatti se lo sport come pratica nasce in generale nel diciannovesimo secolo, è nel ventesimo che diventa anche uno spettacolo e su di esso incide profondamente l'introduzione della tv.[78] Ovviamente però, il paradigma di oggi è frutto di una storia lunga di cambiamenti in progressione. La conformazione dell'industria calcistica sul versante della televisione era molto diversa e lontana dai fasti attuali; innanzitutto, come ogni spettacolo fruibile nel tempo libero, doveva vincere la sfida con altre attività di svago che competono per aggiudicarsi il tempo libero del consumatore e probabilmente in una fase iniziale sembrava non essere in grado di vincere tale competizione. In seguito, la convinzione sulla forza dello spettacolo televisivo è maturata in modo chiaro e deciso, a testimoniarlo contribuisce la grande esplosione del valore dei diritti televisivi che sono diventati nel tempo la prima voce dei ricavi delle società calcistiche. Tale crescita esponenziale dell'andamento è da ricercarsi nel periodo 1993-2002: in Inghilterra il valore dei diritti televisivi è passato da 190 miliardi di lire a 1880, da 108 a 995 in Italia, da 75 a 460 in Spagna, da 180 a 750 in Germania e da 63 a 770 in Francia.[79] Lo stesso discorso vale per la Champions League e per la Coppa del Mondo con incrementi anche maggiori. Questo aumento è guidato dall'aumento del numero delle emittenti televisive che ha creato una concorrenza importante per l'acquisto dei diritti. Ovviamente il tutto deve essere visto nell'ambito di una televisione sempre più a pagamento e di video on demand con l'utilizzo di internet, ciò legato all'abitudine dei consumatori alla qualità che un servizio a pagamento più facilmente può offrire. L'aumento del valore dei diritti tv ha portato con sé la crescita degli stipendi dei calciatori, probabilmente perché ha rafforzato il loro potere contrattuale conferendo la possibilità di chiedere degli emolumenti maggiori. La crescita dello sport televisivo e del calcio hanno determinato progressivamente una nuova organizzazione degli eventi sportivi. L'esempio più vicino a noi e più lampante è quello della frammentazione della giornata della Serie A in più giorni: le tradizionali partite della domenica alle ore 15 sono diventate pochissime per consentire la fruizione di tanti eventi spesso dal venerdì al lunedì.

[78] Balestrieri, materiale didattico economia e gestione dei media.
[79] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Il Calcio e la Televisione).

La relazione tra calcio ed emittenti televisive sono talmente preponderanti oggi che fondamentale diventa la sua regolamentazione. Per esempio, alcune norme consentono la riproduzione delle fasi concitate dei match indipendentemente da chi sia il proprietario dei diritti, così come anche la trasmissione in chiaro di alcune delle fasi finali delle competizioni più rilevanti nel panorama mondiale. È evidentemente attuale la discussione della cessione dei diritti televisivi del periodo 21/24 e l'interesse fondamentale dell'Agcom e delle sue linee guida è quello di dare la possibilità di affidare gli eventi sportivi a più enti proteggendo la corretta concorrenza.[80] La relazione tra calcio e televisione determina il mutuo modificarsi di entrambe: il calcio modifica la tv e viceversa e le prospettive di cambiamento sono tante e legate allo sviluppo tecnologico e alla diffusione capillare anche attraverso internet.[81]

I diritti televisivi costituiscono una delle componenti principali dei ricavi dei club, nel panorama europeo la regina del mercato dei diritti televisivi è la Premier League che è riuscita ad aggiudicarsi 5,14 miliardi di sterline dai broadcaster per le stagioni 2016/2017, 2017/2018, 2018/2019, da ripartire ai 20 club. A questi devono essere sommati i diritti venduti all'estero che portano il valore totale intorno ai 10 miliardi.[82] Questo è il discorso considerabile, sebbene in volumi più contenuti, anche per gli altri campionati. È bene ribadire che nel momento in cui si parla di un tale valore dei diritti televisivi legati a 20 società calcistiche, il risvolto in termini di ricavi per i singoli club sono enormi e vanno ad evidenziare quella che spesso è la voce maggiore di ricavi.

In Italia, il valore dei ricavi televisivi della Seria A è poco più di un miliardo annuo per il triennio 2018/2021, arrivando a toccare la quota di 1,5 miliardi se si considera anche la vendita dei diritti all'estero. Accennando al fatto che non tutti questi costituiranno ricavi per le società, per le dovute a commissioni e spese, la ripartizione è legata ad alcuni criteri. Semplicemente, il 50% dei diritti televisivi è distribuito in parti uguali e il restante è legato ai risultati sportivi, alla storia e alla tifoseria. Ciò consente una ripartizione, che, rispetto alle modalità precedenti, premia di più le società medio piccole, e crea una forbice minore contribuendo ai ricavi per circa 90 milioni annui delle società più blasonate e per circa 35 delle società minori, ciò correlato, sebbene con tecniche non propriamente dirette, agli ascolti che la squadra produce.[83] Il peso dei diritti televisivi per il sistema calcio della Serie A, pur forte, diminuisce nella relazione con il valore totale dei ricavi, ciò

[80] https://www.calcioefinanza.it/2020/02/04/lagcom-approva-le-linee-guida-per-i-diritti-tv-della-serie-a-2021-24/
[81] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Il Calcio e la Televisione).
[82] https://www.calcioefinanza.it/2017/06/10/diritti-tv-valore-principali-campionati-europei/
[83] https://www.calcioefinanza.it/2018/02/06/ripartizione-diritti-tv-serie-a-2018-2021-mediapro/

a testimonianza della ricerca delle società di strade ulteriori per la creazione di introiti. Si passa, infatti, dal 42% del 2014/2015 al 35% della stagione 2017/2018.[84]

[84] Figc, in collaborazione con PwC e AREL, Report Calcio 2019, p. 26.

1.7.3 Stadi e botteghino

Nel mondo vi sono relativamente pochi stadi con una capienza di più di 100000 spettatori e l'ammodernamento e la costruzione di nuovi impianti sono spesso legati ad una capienza di molto inferiore. In alcuni casi i grandi impianti del calcio non sono neanche legati ad una grande tradizione calcistica ma risultano essere un monumento autocelebrativo della politica del paese. L'importanza degli stadi non si lega, però, quasi per niente, alle sue dimensioni ma alla passione del tifo e ai grandi eventi che quello stadio ha ospitato. Per esempio, in Italia si ricorderà sempre con passione lo stadio di Madrid, il Santiago Bernabeu, per la conquista del terzo titolo mondiale, così come si ricorderanno i fasti di Berlino per il quarto titolo. Per gli inglesi lo stadio delle grandi occasioni è Wembley e, in generale, ogni tifoso vedrà nello stadio della sua città o della squadra un posto familiare. Purtroppo, alcuni stadi sono legati a grandi tragedie e altri hanno acquisito nel tempo una atmosfera magica come nel caso del Maracanà.[85]

In Italia, nonostante gli ingressi siano in crescita, è forte l'esigenza di rinnovamento delle strutture. Con riguardo ai campionati professionistici si registra una età media degli stadi di circa 60 anni e più del 90% di essi sono di proprietà pubblica. Ragionando sul potenziale inespresso degli stadi, si possono evidenziare potenziali ricavi ulteriori di poco inferiori ai 263 milioni di euro legati ai posti non occupati negli eventi sportivi. Infatti, per la massima Serie vengono occupati non più del 62% dei posti disponibili, per la Serie B il 44% e il 28% per la Lega Pro, con 16 milioni di biglietti invenduti. Comunque si registrano dei miglioramenti rispetto al passato: rispetto alle due stagioni precedenti gli impianti di illuminazione sono migliorati del 7,5%, circa il 6% dei posti in più sono a norma UEFA e rilevante è anche l'incremento dell'area di ospitalità. Il numero complessivo di biglietti venduti nel 2017/2018 è di circa 17 milioni, dato in aumento negli ultimi anni e composto da campionati professionistici (ovviamente con il peso maggiore), incontri della nazionale, coppe nazionali e coppe europee.[86] Il sistema calcio oggi pesa sul PIL nazionale circa lo 0,2% con un leggero incremento negli ultimi anni su cui incide molto l'aumento dei ricavi dai biglietti del 22,4%. Dando invece uno sguardo alla composizione dei ricavi delle società calcistiche, gli ingressi allo stadio pesano tra l'8 e il 10% sulla stessa composizione dei ricavi.[87]

Pochissimi, come già detto, gli stadi di proprietà nei campionati di calcio italiani a differenza di altre realtà: nei massimi campionati tedesco e inglese sono ben 26 squadre su 38 a giocare in uno stadio

[85] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Gli Stadi del Calcio).
[86] Figc, in collaborazione con PwC e AREL, Report Calcio 2019, p.32.
[87] Figc, in collaborazione con PwC e AREL, Report Calcio 2019, p.25 e ss.

di proprietà. Come è evidente, la proprietà dello stadio porta nelle casse del club importanti vantaggi economici: l'Emirates Stadium dell'Arsenal crea circa 132 milioni di euro l'anno, il Bernabeu 130 e il Camp Nou 117. In Italia sono pochi i casi da enumerare in tal senso. L'Allianz Stadium di Torino, di proprietà della Juventus, inaugurato nel 2011, ha fatturato 600 milioni in 7 anni ed è da considerare uno degli elementi di forza della società torinese che anche grazie tali ricavi ha potuto generare un circolo virtuoso tra risultati economici e sportivi. L'Udinese nel 2013 ha acquistato la superficie dove sorgeva lo stadio Friuli e lo ha ricostruito ex novo inaugurandolo nel 2016 con la denominazione di Dacia Arena. Gli altri casi italiani sono quello del Mapei del Sassuolo, lo Stirpe del Frosinone e lo stadio Atleti Azzurri d'Italia dell'Atalanta acquistato e rimodernato dal 2015. Però è da sottolineare che la tendenza alla creazione di uno stadio proprio è molto in diffusione dati i vantaggi che è in grado di generare, così sono diventati molto attuali i tentativi di Roma, Fiorentina, Cagliari, di concludere gli iter burocratici per cominciare la realizzazione. Tutto ciò deve leggersi alla luce dei ricavi che uno stadio è in grado di generare: non è un caso che le società più vincenti sono quelle ad avere gli stadi più redditizi come Real Madrid e Barcellona e in Italia la Juventus, in quanto riescono a creare fatturati importanti che le rendono più solide e competitive anche nelle competizioni sportive.[88]

[88] https://www.sportbusinessmanagement.it/2019/03/stadi-di-proprieta-in-italia-e-ricavi.html

1.7.4 Gestione calciatori, costi e indebitamento

La Figc, nel suo Report 2019, considera un aumento totale del valore della produzione del calcio italiano che, come già detto, tocca il valore di 3,5 miliardi di euro. Tale valore risulta influenzato non solo dagli elementi richiamati nei paragrafi precedenti ma anche dalla gestione dei calciatori; essa evidenzia un aumento delle plusvalenze che negli anni precedenti contava il 15% dei ricavi totali e nell'ultimo report invece vale circa il 22%, per un valore di 713 milioni in Serie A.[89] Le plusvalenze sono diventate un elemento molto importante nel calcio perché consentono di migliorare i risultati di esercizio. La componente plusvalenze è importante anche a fronte della percentuale rilevante descritta. Le plusvalenze fanno riferimento ad un valore legato a momenti diversi e rappresentano la differenza tra il prezzo di cessione e il valore residuo del bene, ovvero il costo non ancora ammortizzato. Quindi, facendo un piccolo esempio, un calciatore acquistato a 10 milioni, contrattualizzato per 5 anni, viene ammortizzato di 2 milioni all'anno e nel caso in cui sia venduto l'anno successivo a 10 milioni consente una plusvalenza di 2 milioni. È chiaro che come le plusvalenze esistono anche le minusvalenze e quindi se nell'esempio il calciatore viene venduto al secondo anno per un valore inferiore a 8 milioni genera una minusvalenza, per esempio una minusvalenza di un milione implica un prezzo di vendita di 7 milioni. Dobbiamo aggiungere, però, che le società calcistiche, pur essendo alcune volte costrette a vendere nella prospettiva di realizzare una minusvalenza, si guardano bene dal percorrere questa strada tanto che il valore delle minusvalenze della gestione dei calciatori non risulta una voce preponderante rispetto alle plusvalenze. Queste dinamiche sono legate molto al fenomeno del calciomercato che esiste da sempre ma con forme diverse. Nella preistoria del calcio odierno, i trasferimenti erano consentiti per motivi di lavoro e di famiglia, ma ben presto si trovò il modo di raggirare la regola creando ad hoc delle motivazioni, appunto di famiglia o di lavoro, per operare il trasferimento. L'evoluzione del calciomercato ha creato un fenomeno molto seguito, che ha determinato l'attenzione di giornali e trasmissioni e ha portato i valori degli acquisti ad essere sempre maggiori per i calciatori migliori.[90] Ed è soprattutto alla gestione calciatori che si accompagna un aumento dei costi del 7,1%. Tale crescita dei costi è da legarsi soprattutto all'aumento del costo del lavoro, che registra un aumento dall'ultima stagione del 5,9%, e della voce ammortamenti e svalutazioni con un aumento del 11,7%. In crescita è anche il valore degli oneri finanziari, ma sono le voci di costo del lavoro e di

[89] Figc, in collaborazione con PwC e AREL, Report Calcio 2019, p.25.
[90] Bortolotti A. (2002) *Il calcio dalle origini a oggi*. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani, (paragrafo Il Calciomercato).

ammortamenti le più rilevanti contribuendo a circa il 70% dei costi. Il costo del lavoro contribuisce al 51% dei costi del sistema calcio e la quota è aumentata rispetto alle stagioni passate, ovviamente questo valore è profondamente segnato dagli stipendi dei calciatori e dei tecnici. Gli ammortamenti e le svalutazioni valgono il 22%, la voce costi per servizi intorno al 15% e la parte restante si compone di oneri diversi di gestione e costi per godimento beni di terzi.

Il patrimonio netto delle società del calcio professionistico è in consolidamento ma questo dato è dovuto prevalentemente alla Serie A che è cresciuta di più della Serie B mentre la serie C risulta in contrazione. In base a ciò, l'effetto totale è di incremento con il raggiungimento del valore di 490 milioni complessivi di patrimonio netto che porta i debiti a valere di meno in percentuale. Ciononostante, il valore dei debiti aumenta in Serie A per la stagione 2017/2018 sfiorando oggi i 3,9 miliardi, il dato positivo è dato dall'incremento che è del 7,1% a fronte del 18,2% dell'anno precedente. Rispetto al calcio professionistico, la Serie A presenta una correlazione molto forte tra i risultati economici e i risultati sportivi ciò testimoniato ampiamente dal fatto che i primi 5 club per ricavi contribuiscono a più del 50% del totale e tutto ciò può leggersi in un percorso che prevede un autoalimentarsi tra successi e ricavi.[91]

[91] Figc, in collaborazione con PwC e AREL, Report Calcio 2019, p.25 e ss.

Capitolo 2 **L'analisi aziendale**

2.1 Analisi finanziaria e strategica

L'analisi finanziaria descrive un metodo di indagine delle componenti e delle performance d'impresa. Siccome oggi, gli elementi da analizzare sono tanti, in considerazione di situazioni aziendali sempre più complesse, la locuzione "analisi aziendale" risulta più adeguata a ricomprendere i molteplici aspetti di un'azienda. Infatti, si devono tenere presenti diversi aspetti evolutivi dei mercati che sottolineano una complessità e una insufficienza delle segnaletiche tradizionali. Ciò conduce alla riflessione che l'analisi degli indicatori finanziari e reddituali deve essere calata in un discorso più ampio che si interroghi anche sul profilo di rischio strategico dell'impresa. Interrogarsi sul rischio strategico significa capire la capacità dell'impresa di mantenere ed accrescere i propri vantaggi competitivi.[92] Ciò si traduce, in considerazione della fase evolutiva dell'impresa, nella considerazione di diversi elementi di valutazione di tale rischio strategico. Sulla fase evolutiva si deve semplicemente accennare al fatto che un'impresa, nella sua storia, si evolve nelle componenti del capitale e del lavoro. Infatti, esse, se nelle prime fasi sono legate alla famiglia, nelle fasi successive tendono ad aprirsi all'esterno; il lavoro si apre a nuove professionalità ed il capitale a nuovi investitori.[93] La valutazione del rischio strategico può avvenire sulla base di alcuni driver:

- il grado di orientamento strategico ovvero la capacità dell'impresa di programmare, pianificare, controllare in un'ottica di lungo periodo;
- il rapporto con l'ambiente cioè la capacità dell'azienda di comprendere il contesto esterno, dagli scenari macroeconomici restringendo il campo di analisi fino ai singoli clienti modulando qualità, prezzo e servizi;
- il posizionamento competitivo del prodotto ovvero la comprensione della durata del ciclo di vita, la ricerca dell'equilibrio secondo la matrice BCG, la messa in atto delle giuste politiche distributive e commerciali;
- l'attitudine al cambiamento ovvero la flessibilità e la propensione all'adattamento al mutamento dei contesti ambientali;

[92] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 8.
[93] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 1 e ss.

- lo svolgimento dei processi produttivi ovvero la capacità di ricercare e produrre innovazione nelle tecniche e nelle apparecchiature;
- la struttura organizzativa cioè l'adeguatezza delle capacità professionali nella formulazione degli obiettivi, dei fabbisogni, delle tappe;
- la cultura amministrativa ovvero la maturità nella rendicontazione e nella pubblicità degli accadimenti di gestione;
- la politica della proprietà quindi le dinamiche relative all'apertura del capitale a soggetti esterni.[94]

Tali elementi sono alla base dell'analisi del rischio strategico dell'impresa, preliminare all'esame degli indicatori quantitativi. Si andranno a considerare gli indici finanziari di solidità e di liquidità, si richiameranno gli elementi dell'analisi del punto di pareggio, l'analisi di redditività con considerazione delle leve e si definirà la composizione dei principali indici di redditività. Per tali analisi sarà essenziale ricordare le modalità di riclassificazione dei dati di bilancio che hanno il pregio di "preparare" il bilancio rendendolo idoneo agli obiettivi di analisi. Si dovranno mettere in evidenza le differenze nella riclassificazione sulla base dei principi contabili che guidano la redazione dei documenti contabili. Premettendo, come è ovvio, che fondamentale alle analisi è il reperimento dei bilanci, si deve essere in grado di comprenderli nonostante le differenze. Infatti, i bilanci redatti secondo il Codice hanno delle differenze rispetto ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias Ifrs. Innanzitutto, e sarà evidente, divergono le strutture dei documenti, cosa che creerà le maggiori differenze nella definizione degli indici e delle riclassificazioni. Accennando alle altre differenze, il Codice Civile destina il bilancio soprattutto ai creditori sociali e definisce due pilastri portanti dell'informativa[95], gli Ias destinano il bilancio in modo più ampio, a tutti gli operatori economici, e danno importanza ad un terzo pilastro: il conto finanziario. Differenze si riscontrano anche nei principi di redazione, gli Ias sostituiscono il fair value al costo storico come modalità principale di valutazione e sono interessati a risultati di performance anche potenziali e non al solo reddito distribuibile, come nel Codice. Infine, negli Ias perde rilevanza il principio della prudenza, cardine nel Codice, a vantaggio del principio della competenza.[96]

Tali differenze produrranno delle necessarie considerazioni aggiuntive e dovranno essere riprese quando si opereranno riclassificazioni e valutazioni perché in grado di definire delle variazioni nelle metodologie, seppure spesso limitate.

[94] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 11 e ss.
[95] Stato Patrimoniale e Conto Economico.
[96] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 89 e ss.

2.2 Analisi per indici

L'analisi finanziaria per indici ha l'obiettivo di considerare la situazione finanziaria di un'impresa nell'ambito della sua solvibilità che è la capacità dell'impresa di onorare le sue obbligazioni nella scadenza e nell'ammontare. L'analisi vuole indagare le relazioni che si creano tra le entrate che si rendono disponibili e le uscite a cui si deve fare fronte. Ovviamente, tutto ciò si collega con le condizioni di rischio dell'impresa: è intuibile come una incapacità di bilanciare entrate ed uscite sia problematico per l'impresa e per la sua continuità. La valutazione sulla situazione finanziaria dell'impresa consta di alcuni momenti:

- reperimento dei bilanci, delle relazioni e di informazioni ulteriori, necessarie per la conoscenza dell'impresa e delle sue caratteristiche;
- riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale;
- calcolo degli indicatori;
- conclusiva interpretazione dei risultati ottenuti.[97]

A volte considerata con poca attenzione, l'ultima fase è fondamentale per comprendere lo stato di salute dell'impresa sul versante finanziario; il calcolo degli indici, infatti, può essere considerato quasi una fase preliminare, la vera analisi è fatta con l'interpretazione di tali indicatori e con la necessaria considerazione dei contesti e dell'attività che l'impresa svolge.

L'analisi di solvibilità descrive un ambito piuttosto ampio che si compone di un'analisi di lungo periodo e una di breve periodo. A tal proposito, si definiscono due dimensioni: analisi di solidità e analisi di liquidità. La prima si interroga sull'adeguatezza dei flussi finanziari in entrata e in uscita di lungo periodo, la seconda si pone gli stessi interrogativi sul breve periodo.[98]

Gli strumenti di analisi introdotti necessitano di alcune considerazioni sulle operazioni di gestione e sulla mutazione a cui il capitale è sottoposto nell'incontro delle diverse fasi cicliche delle stesse operazioni. Le operazioni di gestione si compongono di alcune fasi: la fase del finanziamento in cui vengono reperite le risorse monetarie; la fase dell'investimento in cui vengono acquisiti i mezzi di produzione; la fase della produzione nella quale sono combinati i fattori di produzione e la fase della vendita nella quale sono recuperati gli investimenti. Attraversando queste fasi, il capitale monetario proveniente dal finanziamento si trasforma in capitale tecnico, per poi assumere la forma di capitale commerciale con la produzione; è con la vendita, poi, che il capitale ritorna ad essere monetario. In questo ciclo ripetitivo, tale capitale monetario, derivante dagli incassi della vendita, verrà utilizzato

[97] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 101 e ss.
[98] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 102.

in nuovi investimenti o nella remunerazione delle risorse finanziarie. Nell'analisi finanziaria è fondamentale distinguere ciò che è riconducibile al finanziamento e ciò che è riconducibile all'investimento. Quindi sarà essenziale comprendere gli impieghi e le fonti, ovvero, rispettivamente, come il capitale è utilizzato e da dove proviene. Tutto ciò non sarà ancora sufficiente a comprendere l'impostazione di base di una riclassificazione finanziaria perché sarà necessario analizzare fonti e impieghi in funzione del tempo. Si dovranno distinguere gli impieghi in base alla velocità di trasformazione e le fonti in base all'epoca di esigibilità. La misura del tempo potrebbe essere quella del breve periodo che si identifica nel ciclo operativo. Quindi, gli impieghi che vengono convertiti in liquidità entro il breve periodo sarebbero considerati entrate imminenti, gli impieghi che vengono convertiti in liquidità oltre il breve periodo sarebbero da considerarsi entrate remote. Allo stesso modo, le fonti che diventano esigibili entro il breve periodo andrebbero a definire le uscite monetarie imminenti e le fonti che divengono esigibili oltre il breve periodo individuerebbero uscite remote. Il problema di tale impostazione è da ricercarsi nella definizione di breve periodo, il quale essendo legato al ciclo operativo, e definito cioè dal tempo che intercorre tra l'acquisizione dei fattori produttivi e l'incasso delle vendite, condurrebbe ad aggregazioni disomogenee e non confrontabili dati i cicli diversi. Quindi si preferisce non utilizzare il breve periodo alla stregua della definizione presentata, ma facendolo coincidere con i dodici mesi. Gli impieghi che si trasformano in liquidità entro dodici mesi definiscono entrate monetarie a breve e gli impieghi che tramutano in liquidità oltre i dodici mesi individuano entrate monetarie a lungo. Sul lato delle fonti, quelle che sono esigibili entro l'anno definiscono uscite a breve termine e quelle che sono esigibili oltre l'anno evidenziano uscite monetarie a lungo termine. Sulla base di queste considerazioni, si dovrà costruire uno Stato Patrimoniale che distingua attivo fisso e attivo circolante e, inoltre, all'interno dell'attivo circolante distingua magazzino, liquidità differita e liquidità immediata. Le fonti dovranno essere organizzate in passività a lungo e a breve, con la distinzione, nelle passività a lungo, tra i mezzi propri e le passività consolidate.[99]

[99] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 103 e ss.

2.2.1 Riclassificazione dello Stato Patrimoniale

La riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale è presupposto essenziale alla produzione degli indici e alla loro conseguente valutazione. L'obiettivo di tale operazione è quello di rendere in forma più omogenea i documenti, date le differenze nella redazione e nelle caratteristiche delle diverse aziende. L'aspetto essenziale, comunque, è quello di ridefinire i dati di bilancio in modo da renderli perfettamente utilizzabili nell'analisi per indici e idonei a definire gli obiettivi di analisi. Se, infatti, ricordiamo che l'obiettivo dell'analisi finanziaria per indici è quello di considerare quanto l'impresa sia in grado di rispondere alle sue obbligazioni nel breve e nel lungo termine, risulta facile comprendere l'importanza di distinguere le fonti in base all'epoca di esigibilità e gli impieghi in base alla velocità del loro recupero. Come idea base, qualora le fonti saranno esigibili entro dodici mesi esse dovranno considerarsi passività correnti e nel caso contrario, in cui esse diventeranno esigibili oltre dodici mesi, dovranno essere riclassificate nelle passività consolidate o nei mezzi propri. Saranno passività consolidate se derivano da terzi, si tratterà di mezzi propri nel momento in cui saranno capitale di rischio dei soci.

Passando agli impieghi, se essi verranno recuperati entro dodici mesi saranno riclassificati nell'attivo circolante, in caso contrario nell'attivo fisso. L'attivo circolante accoglie tre sottoclassi: il magazzino, la liquidità differita e la liquidità immediata. Gli elementi inseribili in magazzino sono quelli più difficilmente liquidabili e sono costituiti da rimanenze fisiche o contabili; la liquidità differita, composta da crediti di finanziamento e funzionamento, si contraddistingue per tempi di incasso non superiori all'anno; la liquidità immediata accoglie le disponibilità di cassa e banca e i cosiddetti mezzi equivalenti che possono essere convertiti immediatamente in liquidità.[100]

Ciò definisce tale schema a blocchi:

<table>
<tr><td>Impieghi</td><td>Fonti</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Attivo fisso</td><td>Mezzi propri</td></tr>
<tr><td>Passività consolidate</td></tr>
<tr><td>Attivo circolante
Magazzino</td><td rowspan="3">Passività correnti</td></tr>
<tr><td>Attivo circolante
Liquidità differita</td></tr>
<tr><td>Attivo circolante
Liqidità immediata</td></tr>
</table>

[100] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 106 e ss.

Cercando di esaminare la riclassificazione finanziaria più in dettaglio, si deve ricordare che esistono differenze nella riclassificazione di un bilancio redatto secondo il Codice e secondo gli Ias Ifrs. Tali differenze sono legate in modo chiaro alle divergenze negli schemi utilizzati.
Per quanto concerne i bilanci redatti secondo il Codice Civile, si presentano le regole essenziali alla riclassificazione.

- I crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (classe A dell'attivo dello Stato Patrimoniale) non sono definiti nella data di scadenza e sono gli amministratori a richiamarli nel caso di esigenza. Quindi per i crediti verso soci che sono stati richiamati si presume un incasso nel breve periodo e saranno riclassificati nella liquidità differita. Se non sono stati richiamati devono essere riclassificati nell'attivo fisso e qualora sia accertata la loro definitiva inesigibilità dovranno essere portati a rettifica, e quindi a sottrazione, dei mezzi propri.
- Le immobilizzazioni materiali e immateriali (classi BI e BII dell'attivo) hanno una destinazione d'uso durevole. Il recupero di tali investimenti avviene con il corrispettivo di cessione o con il cash flow dovuto alle quote di ammortamento. In breve, le immobilizzazioni materiali e immateriali sono da riclassificare nell'attivo fisso, tranne che nel caso in cui vi sia un cambio di destinazione d'uso. Con la locuzione cambio di destinazione d'uso si fa riferimento alla scelta della dismissione e quindi la riclassificazione avviene nel magazzino.
- Le immobilizzazioni finanziarie (classe BIII dell'attivo) sono investimenti di lungo termine e sono da riclassificare nell'attivo fisso. In tal modo vengono riclassificati anche i crediti iscritti tra le immobilizzazioni finanziarie, con esclusione delle quote di questi che sono esigibili entro l'esercizio successivo. Queste quote di crediti dovranno essere riclassificate nella liquidità differita.
- Le rimanenze (classe CI dell'attivo), come regola generale, devono essere riclassificate nell'attivo circolante e specificatamente nel magazzino. Esistono alcune deviazioni a tale regola dovute alle giacenze a lento rinnovo e alle scorte permanenti. Le giacenze a lento rinnovo sono semplicemente rimanenze che si trasformano in liquidità meno che una volta all'anno e sono riclassificate nell'attivo fisso. Allo stesso modo sono trattate le scorte permanenti che identificano quelle quantità in magazzino che hanno una funzione di garanzia per la continuità dei processi aziendali e costituiscono, quindi, un quantitativo di fattori di produzione da conservare in azienda. L'utilizzo è postergato al loro reintegro.

Aggiungiamo infine, che tali valutazioni sono quanto meno complesse per un analista esterno e risultano informazioni facilmente reperibili solo da un analista interno.

- I crediti (classe CII dell'attivo) sono collocati nello Stato Patrimoniale riclassificato sulla base della loro esigibilità. I crediti che avranno scadenza entro l'esercizio successivo sono da riclassificare tra la liquidità differita. I crediti con scadenza oltre l'esercizio successivo devono essere riclassificati nell'attivo fisso. La voce altri crediti, nel caso possano essere considerati equivalenti di cassa, deve essere portata alla liquidità immediata. Limitatamente alle imposte anticipate, la riclassificazione deve condurre ad una rettifica dei mezzi propri.
- Le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (classe CIII dell'attivo) devono essere riclassificate nel magazzino, a meno che quelle attività finanziarie poco liquide o difficilmente liquidabili entro un anno che costituiscono parte dell'attivo fisso nello Stato Patrimoniale riclassificato con metodo finanziario. La voce altri titoli potrebbe contenere investimenti da considerarsi equivalenti di cassa e quindi da riclassificare nella liquidità immediata. Le azioni proprie, che potrebbero essere acquistate per l'annullamento e quindi per la riduzione del capitale, sono portate a riduzione dei mezzi propri.
- Le disponibilità liquide (classe CIV dell'attivo) sono riclassificate, senza eccezioni, nella liquidità immediata.
- L'ultima classe (D) dell'attivo accoglie ratei e risconti attivi e disaggio su prestiti. Essendo, i ratei attivi, crediti in corso di formazione, sono interamente da iscrivere nella liquidità differita. I risconti attivi, invece, sono costi rinviati ai futuri esercizi; i risconti attivi non pluriennali e le quote di spettanza dell'anno successivo di risconti attivi pluriennali sono da riclassificare nel magazzino. Le quote dei risconti attivi pluriennali di spettanza a partire dal secondo esercizio in poi dovranno essere riclassificate nell'attivo fisso. Il disaggio su prestiti deve essere collocato a rettifica dei mezzi propri.[101]
- Il patrimonio netto (classe A del passivo dello Stato Patrimoniale), che si compone di capitale, riserve ed utili, deve essere riclassificato nei mezzi propri. Qualora, però, vi siano quote di utili da distribuire nell'esercizio[102] o riserve disponibili per le quali sia stata ufficializzata la distribuzione, tali quote devono essere riclassificate nelle passività correnti.
- I fondi per rischi ed oneri (classe B del passivo) vengono collocati sulla base dell'epoca di esigibilità delle passività che hanno reso necessario l'accantonamento. Qualora sia prevista la manifestazione di tali passività, entro dodici mesi, la riclassificazione deve avvenire nelle

[101] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 109 e ss.
[102] Occorre puntualizzare, che nel caso in cui l'ammontare dei dividendi distribuiti non sia noto, si può operarne una stima sulla base delle distribuzioni degli anni precedenti.

passività correnti e nel caso in cui si prevede che tali passività, certe o potenziali, avranno manifestazione oltre i dodici mesi, saranno da riclassificare nelle passività consolidate.

- Il trattamento di fine rapporto (classe C del passivo) è riclassificato nelle passività consolidate con esclusione della quota esigibile nell'esercizio[103], da riclassificare nelle passività correnti.
- I debiti (classe D del passivo) sono riclassificati nelle passività correnti se sono debiti esigibili entro un anno e se costituiscono acconti da clienti per produzioni che verranno completate entro l'anno successivo. Sono, invece, riclassificati nelle passività consolidate i debiti esigibili oltre i dodici mesi e gli acconti da clienti relativi a produzioni che verranno ultimate oltre l'esercizio. Se, invece, gli acconti si riferiscono a produzioni già realizzate, rettificano il magazzino. La voce debiti verso soci per finanziamenti viene riclassificata nei mezzi propri qualora esistano clausole di postergazione. In tal caso, infatti, tali debiti sono molto verosimilmente avvicinabili alle riserve.
- La classe E accoglie ratei e risconti passivi e aggio su prestiti. I ratei passivi, senza esclusioni, essendo debiti in corso di formazione, sono da riclassificare nelle passività correnti. Le passività correnti accolgono anche i risconti passivi rettificativi. Al contrario, l'aggio su prestiti e i risconti passivi non rettificativi sono da riclassificare nei mezzi propri.[104]

Questo insieme di elementi permette di creare lo schema proposto in precedenza,[105] che costituisce il presupposto di base e la fisionomia migliore dei dati di bilancio per definire gli indicatori finanziari.

La riclassificazione di uno Stato Patrimoniale redatto secondo i principi internazionali Ias Ifrs si presenta diversa perché diverso è lo schema essenziale del documento di partenza. In realtà, dobbiamo sottolineare, che la riclassificazione si presenta più immediata in quanto una distinzione, forse un po' grezza, sulla base delle epoche di trasformazione delle attività e di esigibilità delle passività, è già presente nello schema di bilancio. Di seguito si presentano le regole di riclassificazione finanziaria di uno Stato Patrimoniale redatto secondo i principi internazionali.

- Le attività correnti sono destinate ad essere vendute o realizzate nel tempo del normale ciclo operativo. Se sono estranee al ciclo operativo si guarda alla loro realizzazione o negoziazione entro dodici mesi. La ripartizione, dell'attivo corrente nelle voci di magazzino, liquidità immediata e differita viene operata secondo le stesse regole del bilancio civilistico. In sintesi,

[103] Tale quota può essere determinata in base alla media di utilizzazione annuale del fondo.
[104] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 115 e ss.
[105] Tabella p. 42.

le attività correnti sono da riclassificare nell'attivo circolante, ma siccome nel bilancio Ias si utilizza come unità di tempo il ciclo operativo, devono essere escluse quelle attività definite correnti, perché legate al ciclo operativo, ma dove tale ciclo normale ha una durata maggiore di dodici mesi. Questo è il caso in cui una attività corrente deve essere riclassificata nell'attivo fisso.

- Le attività non correnti nel bilancio Ias sono una categoria residuale. Cioè le attività non correnti sono tutte quelle che non possono essere fatte rientrare nelle correnti. Tale meccanismo elimina possibili eccezioni nella riclassificazione e accomuna tali attività nell'attivo fisso.
- Le voci del patrimonio vengono riclassificate, in generale, nei mezzi propri e comunque secondo le stesse norme definite nel bilancio civilistico. Un'unica precisazione da fare è relativa al caso di distribuzione. Se è prevista una distribuzione di utili o di riserve disponibili entro dodici mesi, tali valori devono essere riclassificati nelle passività correnti dello Stato Patrimoniale riclassificato con metodo finanziario.
- Le passività correnti, similmente alle attività, sono quelle componenti delle fonti per le quali è prevista estinzione entro il normale ciclo operativo. Siccome si utilizza il ciclo operativo, per uniformare le modalità di riclassificazione si deve operare la stessa attenzione definita per le attività. Quindi, vanno riclassificate nelle passività correnti con l'eccezione di quelle passività legate al ciclo operativo, di cui però, tale ciclo ha una durata superiore all'anno. Questo è il caso in cui la riclassificazione avviene nelle passività consolidate.
- Le passività non correnti, come del resto le attività, sono tutte quelle passività che non rispondono ai requisiti delle passività correnti. La loro riclassificazione avviene, senza particolari attenzioni nelle passività consolidate.[106]

Queste sono le regole e le modalità attraverso cui il bilancio Ias viene preparato all'analisi di solvibilità. Seguendo tali norme, lo Stato Patrimoniale risulterà idoneo e l'analisi per indici sarà facilmente confrontabile con altre analisi. Gli elementi trattati nel paragrafo consentono al bilancio di assumere la forma più adeguata a rispondere agli interrogativi di un'analisi finanziaria.

[106] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 118 e ss.

2.2.2 La solidità

L'analisi di solidità definisce la relazione tra entrate ed uscite nel lungo periodo, ovvero la capacità di fare fronte alle uscite monetarie oltre il breve periodo. Tale analisi consta di due ambiti: uno legato alla relazione tra fonti e attività e uno alla composizione degli impieghi e delle fonti. L'idea generale è che l'attivo fisso deve essere finanziato il più possibile con i mezzi propri e l'indebitamento con cui è conveniente finanziare gli impieghi fissi deve essere costituito da passività consolidate. Infatti, in caso di attivo fisso finanziato con i mezzi propri, l'incremento di liquidità causato dalla consumazione economica delle immobilizzazioni consente di avere le disponibilità al tempo in cui deve avvenire il rinnovo del capitale tecnico. Quando l'attivo fisso è finanziato con le passività consolidate, l'attivo fisso si riduce in base all'utilizzazione dei beni e la liquidità generata sarà da utilizzare per la restituzione dei finanziamenti a lungo termine. La ricomposizione degli immobili sarà legata a nuovo indebitamento. La composizione peggiore dello Stato Patrimoniale riclassificato si ha nel caso di finanziamento dell'attivo fisso con le passività correnti. È una situazione che manifesta la sua inadeguatezza perché tali passività diventano esigibili prima che l'attivo fisso abbia completato il ciclo di conversione monetaria. Si manifesta, così, un alto grado di dipendenza finanziaria dal capitale di terzi ed è elevato il rischio di non onorare i propri impegni. In definitiva, l'attivo fisso deve trovare la sua fonte nel capitale proprio, tale condizione è difficilmente realizzabile ed è accettabile un certo grado di indebitamento a lungo termine ma è essenziale che ci sia coerenza nei tempi delle fonti e degli impieghi.[107]

Gli indicatori di solidità distinguono l'analisi in due livelli: l'analisi di primo livello considera le relazioni tra gli impieghi e le fonti e l'analisi di secondo livello studia la composizione degli investimenti e dei finanziamenti. Si sottolinei che molto spesso gli indici possono essere resi come quozienti e come margini. Nel primo caso sono definiti come rapporto di due grandezze e nel secondo come differenza di due grandezze.

L'indice fondamentale dell'analisi di solidità è il quoziente primario di struttura che misura quanto dell'attivo fisso (*AF*) è finanziato dai mezzi propri (*MP*):

$$Q_S^I = \frac{MP}{AF}$$

In forma di margine questo indicatore è espresso in tale modalità:

[107] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 121 e ss.

$$M_S^I = MP - AF$$

I due indicatori considerati possono anche partecipare insieme alla definizione della misura della copertura dell'attivo fisso considerandone un valore relativo e assoluto.
Il passo successivo dell'analisi di primo livello avviene con la definizione del quoziente secondario di struttura che possiede una importanza anche superiore perché riesce anche ad evidenziare l'eventualità rischiosa di un finanziamento dell'attivo fisso con passività correnti. Il quoziente secondario di struttura è costruito come relazione tra le passività permanenti e l'attivo fisso, in altre parole, evidenzia quanto dell'attivo fisso (*AF*) riesce ad essere coperto con mezzi propri (*MP*) e passività consolidate (*PC*):

$$Q_S^{II} = \frac{MP + PC}{AF}$$

Come margine viene invece espresso:

$$M_S^{II} = (MP + PC) - AF$$

Se consideriamo i due quozienti, il quoziente primario dovrebbe avere un valore pari a 1 e il quoziente secondario dovrebbe essere necessariamente maggiore di 1. Ciò evidenzierebbe un'impresa capace di finanziare le sue attività fisse con il capitale proprio. Indicazioni simili si trarrebbero da un margine primario molto simile a zero e un margine secondario che presenti un'eccedenza delle passività permanenti[108] sulle attività fisse.[109] Con riferimento ai quozienti, pare essenziale evidenziare come i valori ritenuti ottimali sono difficilmente realizzati dalle imprese soprattutto con riferimento al quoziente di struttura primario. Quindi, può essere considerato appena sufficiente un quoziente primario simile a 0,3, fermo restando che il quoziente secondario necessita di valere almeno 1. In tal modo si riesce ad escludere la gravosa eventualità di finanziare l'attivo fisso con debiti di breve scadenza, i quali acquisiscono la caratteristica della esigibilità prima che le attività fisse producano liquidità.

[108] Con la locuzione passività permanenti (*PP*) si intende considerare la somma dei mezzi propri e delle passività consolidate.
[109] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 127 e 128.

Una valutazione sulla struttura deve essere fatta tenendo anche presente il grado di ammortamento, in quanto i quozienti potrebbero rivelarsi positivi solo in base ad un importante grado di consumazione economica dell'attivo fisso. In altre parole, essendo l'aggregato "attivo fisso" al denominatore, il rapporto tra mezzi propri ed attivo fisso potrebbe risultare uguale ad 1 non perché i mezzi propri sono di entità sufficiente ma solo perché l'attivo fisso si è ridotto in base al fatto che le immobilizzazioni tecniche hanno ridotto il loro valore e sono vicine al momento in cui necessitano di essere ricostituite negli investimenti. A questo proposito si calcola il grado di ammortamento:

$$g_{amm.} = \frac{fondi\ di\ ammortamento\ delle\ immobilizzazioni\ tecniche}{valore\ lordo\ delle\ immobilizzazioni\ tecniche}$$

Tale indice mostra, quindi, la fase temporale del processo di ammortamento e tanto più l'indicatore è elevato tanto più ci si trova vicini alla conclusione del processo e, chiaramente, alla necessità di nuovi investimenti per ricomporre il capitale tecnico. Quindi aggiungendo tale indicatore nell'analisi, un quoziente di struttura positivo con un alto grado di ammortamento non denota una situazione solida. I quozienti di struttura, quindi, acquistano valore con un grado di ammortamento limitato. Nel confronto dei gradi di ammortamento su più anni si può anche tener conto di quale è la velocità della consumazione del capitale tecnico e la preferenza è da attribuirsi a quelle immobilizzazioni che presentano un processo di consumazione economica più lento.[110]

L'analisi di secondo livello si interroga sulla composizione delle fonti e degli impieghi e ciò è reso, molto semplicemente, guardando in quale percentuale il capitale investito[111] si compone dei diversi insiemi dell'attivo e del passivo costruiti tramite la riclassificazione.

I principali indici di composizione degli impeghi definiscono la relazione tra le diverse componenti dell'attivo e il capitale investito. L'indice di rigidità definisce il valore dell'attivo fisso sul totale degli investimenti (*CI*):

$$I_R = \frac{AF}{CI}$$

Al contrario, l'indice di elasticità definisce quanto del capitale investito presuppone un recupero nel breve periodo essendo attivo circolante (*AC*):

[110] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 130 e 131.
[111] È definito come la somma delle attività fisse e correnti, *CI = AF + AC*.

$$I_E = \frac{AC}{CI}$$

Tali indicatori, rappresentando una parte del totale, hanno sempre un valore compreso tra 0 e 1. Possono essere anche resi attraverso i quozienti di rigidità (Q_R) ed elasticità (Q_E):

$$Q_R = \frac{AF}{AC};\ Q_E = \frac{AC}{AF}$$

L'indice di elasticità può essere scomposto per mettere in evidenza quale sia l'incidenza del magazzino (*M*), della liquidità totale (*LT*)[112] e della liquidità immediata (*LI*).[113] In tal modo si può ragionare sugli elementi che compongono un certo valore dell'indice di elasticità, infatti, se tale valore fosse composto per lo più dal magazzino, che non si caratterizza per essere un elemento facilmente liquidabile, l'indicazione complessiva sarebbe forviante. Tornando agli indici che scompongono l'indice di elasticità, si definiscono: l'indice di incidenza del magazzino (I_M), l'indice di incidenza della liquidità totale (I_{LT}) e l'indice di incidenza della liquidità immediata (I_{LI}):

$$I_M = \frac{M}{CI}; I_{LT} = \frac{LT}{CI};\ I_{LI} = \frac{LI}{CI}$$

Il secondo livello di analisi si completa con lo studio degli indici sulla struttura delle fonti, e ciascuna delle classi, definite secondo le regole di riclassificazione, viene rapportata al capitale investito.[114] L'indice di autonomia finanziaria definisce quale valore decimale del capitale investito o raccolto è rappresentato da capitale proprio:

$$I_A = \frac{MP}{CI}$$

Ovviamente, quanto più esso è elevato tanto minore è il rischio di insolvenza per una minore dipendenza da banche e finanziatori. Al contrario poi, si può calcolare qual è la dipendenza da

[112] La liquidità totale definisce la somma della liquidità differita ed immediata, *LT = LD + LI*.
[113] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 129 e 130.
[114] È bene ricordare che il capitale investito è uguale al capitale raccolto, ecco perché anche dal lato delle fonti il denominatore rimane il valore definito da *CI*.

soggetti esterni, definendo l'indice di dipendenza finanziaria come il rapporto tra passività totali (PT)[115] e capitale investito:

$$I_D = \frac{PT}{CI}$$

Tale indicatore può essere scomposto per definire quale aliquota del capitale raccolto è attribuibile alle passività consolidate (*PC*) e alle passività a breve (*PB*). Si definiscono, in questo modo, gli indici di indebitamento consolidato (I_{DC}) e di indebitamento a breve (I_{DB}):

$$I_{DC} = \frac{PC}{CI};\ I_{DB} = \frac{PB}{CI}$$

Ciò risulta sufficiente a comprendere la composizione delle fonti sulla base della riclassificazione.[116] Possono, però, essere definiti dei quozienti interessanti che relazionano l'indebitamento con i mezzi propri. A tal riguardo, il quoziente di indebitamento è così definito:

$$Q_D = \frac{PT}{MP}$$

Il quoziente indicato assume valori normali entro l'unità, è oltre il valore di 1 che denota una poca autonomia finanziaria e un elevato rischio. Si può, poi, ricercare una migliore definizione del numeratore, ricomprendendo in esso solo i debiti in senso proprio cioè quelle provenienti dalla reale acquisizione di capitali. Il quoziente di indebitamento finanziario utilizza i debiti finanziari (D_{FIN}):

$$Q_{Df} = \frac{D_{FIN}}{MP}$$

Si deve, però, sottolineare che ai fini dell'analisi patrimoniale è ancora superiore la portata informativa derivante dal quoziente di indebitamento finanziario consolidato che rapporta solo le passività finanziarie a lungo (PC_{FIN}) ai mezzi propri:

[115] Le passività totali si ottengono dalla somma di passività a breve e passività consolidate, *PT = PB + PC*.
[116] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 132.

$$Q_{Dfc} = \frac{PC_{FIN}}{MP}$$

Si conclude, così, l'analisi degli indici di solidità.[117]

[117] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 132 e 133.

2.2.3 La liquidità

Il tema del rischio legato a una situazione patrimoniale non capace di far fronte agli impegni deve arricchirsi e completarsi con una simile analisi del rischio nel breve periodo. Infatti, l'analisi di solvibilità si compone, oltre che dell'accertamento della solidità, anche della valutazione della liquidità. Anche questo tipo di analisi presenta due livelli: il primo confronta le attività e le passività a breve, il secondo definisce i tempi del ciclo della gestione operativa. L'indicatore essenziale del primo livello è il quoziente di disponibilità che rapporta le attività correnti con le passività correnti:

$$Q_D = \frac{AC}{PB}$$

Esso rappresenta la capacità, attraverso le attività correnti, di far fronte alla passività che si generano nel breve periodo. Il suo valore ottimale è un valore al di sopra dell'unità. Un valore di poco inferiore all'unità non manifesta per forza una situazione critica ma comunque mette in evidenza una insufficienza delle attività correnti per ripagare le passività che si renderanno esigibili nel breve termine. Tale situazione può essere considerata di tensione finanziaria. Si deve, però, mettere in chiaro, anche, che un valore di tale indicatore uguale a 1 può non essere soddisfacente perché occorre riflettere sulla composizione dell'attivo corrente, dove non tutti gli elementi che lo compongono sono facilmente liquidabili. Il riferimento è chiaramente al magazzino e alle scorte permanenti che non sono utilizzabili per ripagare i creditori.[118]
Simili indicazioni vengono prodotte attraverso l'attivo circolante netto[119]:

$$ACN = AC - PB$$

Misura l'eccedenza dell'attivo circolante sulle passività a breve e, evidentemente, valori positivi di tale indicatore mostrano una certa capacità di far fronte al rischio finanziario che si lega al breve periodo.[120] Anche in questo caso non ci si esime dalla problematica che si sollevava in precedenza, e quindi anche un valore positivo potrebbe essere insufficiente se il magazzino contenesse valori difficilmente liquidabili. Per superare questo problema possono essere calcolati i quozienti e i

[118] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 135 e 136.
[119] Definito anche margine di disponibilità.
[120] L'ACN ha lo stesso valore del margine di struttura secondario.

margini di tesoreria che escludono dal denominatore gli elementi meno liquidi. Il quoziente primario di tesoreria elimina la componente magazzino dal numeratore:

$$Q_T^I = \frac{LD + LI}{PB}$$

È chiaro che l'analisi del rischio dovuto alla liquidità, con tale indice, risulta più preciso perché si valuta la capacità dell'impresa, con i soli aggregati di liquidità differita e immediata, di far fronte alle passività correnti. Un valore non inferiore a 1 sottolinea una ottima capacità in tal senso.[121] In termini di margine, può essere definito il margine primario di tesoreria:

$$M_T^I = LT - PB$$

Se il quoziente definisce una valutazione positiva con un valore non inferiore a 1, lo stesso risultato si può intendere con un valore del margine non negativo.[122] Volendo fare un ulteriore passo legato al concetto di liquidità, si può riflettere sul fatto che alcuni crediti considerati tra le liquidità differite potrebbero avere alcune difficoltà nella conversione monetaria. Si può quindi calcolare il quoziente secondario di tesoreria:

$$Q_T^{II} = \frac{LI}{PB}$$

Si definisce, in tale modalità, la capacità dell'impresa di far fronte alle passività correnti solo attraverso gli elementi della liquidità immediata e cioè disponibilità liquide e mezzi equivalenti.
In termini di differenza, ciò è definito anche dal margine secondario di tesoreria:

$$M_T^{II} = LI - PB$$

[121] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 137.
[122] Nel caso in cui tale margine si presenta negativo esiste un deficit di tesoreria e il suo ammontare viene calcolato come la differenza tra passività a breve e liquidità totale, $D_T = PB - LT$.

In presenza di un quoziente di disponibilità simile a 1 e un quoziente primario di tesoreria inferiore a 1[123] è utile capire quale sia l'entità della dipendenza dal magazzino, ovvero quanto l'impresa sia legata alla conversione del magazzino per accertare la sua liquidità.

$$Q_{DM} = \frac{PB - (LD + LI)}{M}$$

Se tale indice presenta un valore simile a 1 risulta evidente la dipendenza dalla conversione del magazzino nel ripagare gli impegni.[124] Chiaramente è preferibile un valore che sia il più vicino possibile a 0. In questo modo, può ritenersi concluso il primo livello di analisi.
Il secondo livello di analisi è essenziale a considerare i tempi in cui il processo produttivo porta alla definizione di entrate. Ciò perché il primo livello non dà informazioni sulla sincronizzazione di entrate ed uscite ma valuta solo che relazione esiste tra le voci di attivo circolante e di passività a breve. Si introducono pertanto gli indici di durata che analizzano i tempi medi di giacenza, di incasso e di pagamento. L'analisi dei tempi è chiaramente da leggersi in base all'attività svolta, perché, come è intuibile, alcune attività hanno una durata più ampia del ciclo del circolante giustificata dal tipo di attività o dalla stagionalità delle vendite. Gli indicatori di durata analizzano il ciclo del capitale circolante netto operativo. Esso deriva dall'attivo circolante netto, che si ribadisce essere la differenza tra l'aggregato dell'attivo circolante e delle passività a breve, a cui si sottrae anche la liquidità immediata e si comprendono i soli valori derivanti dalle operazioni di acquisizione, trasformazione e vendita dei beni. Questa analisi è operata attraverso le diverse velocità di rotazione delle classi che interessano il ciclo, ma può essere resa anche come media dei giorni in cui la classe si rinnova. Il numero di volte che una classe si rinnova (*n*) viene definito come rapporto il valore del flusso economico (*F*) e valore medio della classe (*S*):

$$n = \frac{F}{S}$$

Invece il valore in giorni è dato da:

$$gg. = \frac{S}{F} * (gg.)pr$$

[123] In caso contrario l'indice è privo di significato.
[124] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 137 e 138.

Dove *(gg.)pr*. rappresenta i giorni del periodo di riferimento.[125] Guardando principalmente al secondo metodo di analisi occorre distinguere la composizione del ciclo del circolante per un'azienda commerciale e per un'azienda industriale perché come è chiaro interessa valutare i tempi di rotazione del magazzino materie o semilavorati solo per le aziende industriali e si può considerare soddisfacente per un'azienda commerciale, invece, solo il magazzino merci.[126] Detto questo, il tempo medio del magazzino merci (*(gg.) M.M.*) utilizza il rapporto tra il valore medio del magazzino merci (*M.M.*) e il costo delle merci vendute (*C.M.V.*):

$$(gg.)M.M. = \frac{M.M.}{C.M.V.} * 365$$

Si deve tener presente che il valore del magazzino merci, considerato al momento dell'analisi, potrebbe non essere rappresentativo del periodo e potrebbe essere meglio finalizzato allo scopo dell'analisi del ciclo del circolante, l'utilizzazione di una media dei valori del periodo.

Il tempo medio di giacenza del magazzino materie prime (*(gg.) M.M.P.*) è definito sulla base del rapporto tra il valore medio del magazzino materie prime (*M.M.P.*) e il costo delle materie prime consumate (*C.M.P.C.*):

$$(gg.)M.M.P. = \frac{M.M.P.}{C.M.P.C.} * 365$$

Il discorso fatto in precedenza sulla media del magazzino merci vale anche per il magazzino materie prime.

In presenza di semilavorati si può valutare anche il tempo medio di giacenza del magazzino semilavorati (*(gg.) M.S.*) reso come rapporto tra il valore medio del magazzino semilavorati (*M.S.*) e il costo dei semilavorati ottenuti (*C.S.O.*):

$$(gg.)M.S. = \frac{M.S.}{C.S.O.} * 365$$

Il tempo di giacenza del magazzino prodotti finiti (*(gg.) M.P.F.*) è ottenuto come segue:

[125] Ovvero 365 se si utilizza l'anno civile o 360 se si utilizza l'anno commerciale, ma l'analisi potrebbe essere anche operata su un periodo di riferimento diverso, ad esempio 180 giorni ecc.
[126] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 139 e ss.

$$(gg.)M.P.F. = \frac{M.P.F}{C.P.V.} * 356$$

Tale indicatore di durata è ottenuto, alla stregua dei precedenti, rapportando il valore medio del magazzino prodotti finiti (*M.P.F.*) al costo della produzione venduta (*C.P.V.*). Si deve precisare che nei costi della produzione venduta devono essere esclusi tutti quei costi generali e amministrativi non direttamente imputabili ai prodotti.[127]

Gli ultimi elementi da valutare sono i tempi dei crediti e dei debiti. Il tempo di giacenza dei crediti commerciali (*(gg.) C.C.*) è dato da:

$$(gg.)C.C. = \frac{C.C./1,\pi}{V.} * 365$$

dove:

C.C. = valore medio dei crediti;

π = aliquota Iva sulle vendite;

V. = ricavi dell'esercizio.

Nella definizione di tale indice si deve riporre attenzione al trattamento di crediti di difficile esigibilità.

In modo simile viene definito il tempo di durata dei debiti commerciali (*(gg.) D.C.*):

$$(gg.)D.C. = \frac{D.C./1,\delta}{A.}$$

dove:

D.C. = valore medio dei debiti verso fornitori;

δ = aliquota Iva sugli acquisti;

A.= costi degli acquisti a dilazione.

Definiti, in tal modo, gli indicatori di giacenza necessari alla definizione del ciclo del circolante, il passo conclusivo consiste in semplici somme e differenze. Si somma il valore risultate dagli indici di giacenza dei magazzini e dei crediti e si sottraggono quelli dei debiti, in tal modo si definisce il tempo che intercorre tra i pagamenti e gli incassi. Ovviamente, come ragionamento generale, è

[127] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 142.

preferibile un valore il più contenuto possibile, ma è comunque da contestualizzarsi con l'attività svolta.[128] È, come si introduceva, da tener presente una differenza nella metodologia di costruzione del ciclo del capitale circolante netto quando si parla di una azienda commerciale e quando si considera un'impresa industriale. Si riporta una sintesi di tale differenza.

aziende commerciali
tempo di giacenza del magazzino merci
+
tempo di giacenza dei crediti commerciali
-
tempo di giacenza dei debiti commerciali
=
tempo intercorrente tra gli incassi e i pagamenti

aziende industriali
tempo di giacenza del magazzino materie prime
+
tempo di giacenza del magazzino semilavorati
+
tempo di giacenza del magazzino prodotti finiti
+
tempo di giacenza dei crediti commerciali
-
tempo di giacenza dei debiti commerciali
=
tempo intercorrente tra gli incassi e i pagamenti

[128] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti.* Torino, Giappichelli editore, p. 139 e ss.

2.3 Riclassificazione del Conto Economico

La riclassificazione del Conto Economico è essenziale per operare le analisi di redditività, per definire le leve e per la scomposizione del *ROE*. Esistono diversi modelli secondo cui l'area operativa del Conto Economico riclassificato viene organizzato, ma il criterio di riclassificazione è basato sulla pertinenza gestionale. Tale criterio distingue le voci del Conto Economico in area operativa, accessoria, straordinaria, finanziaria e della tassazione.

L'area della gestione operativa comprende le attività legate alla produzione tipica con le annesse operazioni di vendita. Rientrano in questa area i ricavi di vendita della produzione caratteristica e i costi ad essa legati. La contrapposizione di tali costi e ricavi definisce il risultato operativo.

Alla gestione accessoria appartengono costi e ricavi continuativi che mancano di pertinenza con l'attività caratteristica dell'azienda. Tali costi e ricavi possono essere distinti in attività finanziarie e patrimoniali e generano un utile o una perdita extra-operativa. Le attività finanziarie costituiscono modalità di impiego del capitale che producono interessi, proventi, plusvalori o minusvalori. Le attività patrimoniali sono legate a beni che non sono considerabili nei processi di produzione, l'esempio calzante è quello della proprietà di un immobile da cui deriva un canone di locazione e spese di amministrazione e manutenzione. La somma dei risultati operativi ed extra-operativi definisce l'*EBIT*[129] normalizzato, differente dall'*EBIT* integrale che considera anche la gestione straordinaria.

All'area straordinaria sono ricondotti gli oneri e i proventi che non sono compresi nelle aree operativa ed extra-operativa. Questi elementi positivi e negativi di reddito hanno una origine causale straordinaria rispetto alle attività dell'impresa ma è anche dal punto di vista temporale che mostrano la loro straordinarietà in quanto hanno carattere di eccezionalità.

L'area finanziaria viene posta a valle dell'*EBITi* e comprende gli oneri finanziari legati ai finanziamenti esterni, come gli interessi passivi, e le partite rettificative.

Aggiungendo, infine, l'area dell'imposizione fiscale si conclude a determinare il reddito netto dell'esercizio.[130]

Con riferimento al Conto Economico, così come definito dall'art. 2425 c.c., si analizza, in termini maggiormente pratici, la riclassificazione delle voci.

- La classe A del Conto Economico, ovvero "Valore della Produzione" contiene elementi positivi di reddito della gestione caratteristica eccezion fatta per la voce "altri ricavi e

[129] Earning before interests and taxes.
[130] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 191 e ss.

proventi"[131] che accoglie valori sia attribuibili alla gestione operativa che extra-operativa. Per tale voce deve essere analizzato il legame con l'attività caratteristica dell'azienda, quindi saranno da attribuire all'area extra-operativa alcune royalties e i canoni di locazione di attività non strumentali. Infine, si deve tener presente la necessaria distinzione di alcuni oneri finanziari, che sono stati capitalizzati ma che appartengono all'area finanziaria.

- I "Costi della Produzione", classe B, accolgono valori che possono essere relativi sia all'area operativa che all'area extra-operativa, ragion per cui si deve studiare il collegamento che essi hanno con l'attività caratteristica. I "costi per materie prime, sussidiarie e di consumo", le "variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie e di consumo" e i "costi per il personale"[132] sono da considerarsi, in ogni caso, di gestione operativa.
- I "Proventi ed Oneri Finanziari"[133] devono essere riclassificati nell'area extra-operativa e nell'area finanziaria; in generale, all'area finanziaria appartengono le voci negative. Infatti, i "proventi da partecipazioni" e gli "altri proventi finanziari"[134] appartengono all'area extra-caratteristica e gli "interessi passivi ed altri oneri finanziari" e "utili e perdite su cambi"[135] appartengono all'area finanziaria.
- La classe D, "Rettifiche di Valore di Attività Finanziarie", viene iscritta indistintamente nell'area extra-caratteristica.
- La classe E, "Proventi e Oneri Straordinari"[136] compone l'area straordinaria.

Per quanto concerne il bilancio Ias, esso non segue uno schema vincolante e molti elementi devono essere condotti alle specifiche aree in base alle note.[137]

Si riporta uno schema delle aree e dei risultati intermedi definiti dal criterio di pertinenza gestionale:

Area operativa
+/- **Area extra-operativa**
= EBITn
+/- **Area straordinaria**
= EBITi
-Oneri finanziari netti
= Risultato lordo
-Tassazione
=Risultato netto dell'esercizio

[131] Voce A5 del Conto Economico redatto secondo i principi del Codice Civile.
[132] Ci si riferisce rispettivamente alle voci B6, B11 e B9 del Conto Economico.
[133] Classe C del Conto Economico.
[134] Voci C15 e C16.
[135] Voci C17 e C17bis.
[136] Per i bilanci che ancora presentano tale classe, che è stata eliminata dalla Direttiva Ue 34/2013.
[137] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 197 e ss.

Sulla base di tale criterio, come detto, esistono diverse metodologie per la presentazione del Conto Economico riclassificato. La distinzione viene operata nella articolazione della parte operativa.
Un primo modello di Conto Economico riclassificato può essere quello a costi interni e costi esterni. In tale modello vengono distinti i costi da considerarsi interni, che sono legati a fattori produttivi interni e che devono essere preesistenti alle attività, da quelli esterni che rappresentano fattori produttivi esterni e che possono essere acquisiti nel corso delle attività. Per esempio, i costi legati ai beni strumentali e i costi del lavoro sono costi interni e i costi delle materie prime sono esterni. Quindi, nel modello trattato la definizione del risultato operativo avviene sottraendo al valore della produzione i costi esterni e i costi interni distintamente, come nel seguente prospetto:

Valore della produzione
-Costi esterni
=**Valore aggiunto**
-Costo del lavoro (interno)
=**Margine operativo lordo**
-Altri costi interni
=**Risultato operativo**

Tale schema utilizza come risultato intermedio il valore aggiunto che misura la capacità dell'impresa di incrementare il valore delle materie e dei servizi acquistati. Questo valore è, poi, interpretabile come insieme delle risorse economiche disponibili per remunerare il capitale tecnico ed umano, il capitale finanziario e il settore pubblico.[138] Il secondo risultato intermedio è ottenuto sottraendo al valore aggiunto i costi del lavoro, questa operazione porta alla definizione del margine operativo lordo. Il valore ottenuto resta ancora al lordo di altri costi interni di cui fanno parte ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni. Non aver ancora sottratto tali elementi conferisce all'aggregato la caratteristica dell'oggettività perché scevro dalle valutazioni soggettive necessarie per valutare il valore di tali ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni. Tutto ciò consente al margine di avere anche una certa valenza finanziaria perché riesce a misurare il flusso finanziario prodotto dalla gestione operativa.[139]
Il secondo modello di riclassificazione dell'area operativa è definito a costi e ricavi della produzione venduta ed ha la caratteristica di distinguere i costi per funzione. Quindi nell'area operativa figureranno i costi di produzione, di ricerca e sviluppo, di amministrazione e di

[138] Tale remunerazione avviene tramite il pagamento delle imposte.
[139] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 199 e ss.

commercializzazione. Il margine industriale lordo si ottiene sottraendo ai ricavi operativi solo i costi della produzione venduta, come definito nel seguente schema:

Ricavi operativi
-Costo della produzione venduta
=**Margine industriale lordo**
-Costi di ricerca e sviluppo
-Costi amministrativi
-Costi commerciali
=**Risultato operativo**

L'ultimo modello possibile è il Conto Economico riclassificato in base alla distinzione di costi fissi e costi variabili. Sebbene in alcuni casi la distinzione sia più o meno complessa[140], i costi variabili sono proporzionali alle quantità di prodotto e i costi fissi rimangono insensibili alle quantità entro certi limiti. Le complicazioni accennate portano a distinguere i costi o in base al metodo dei costi di capacità o in base a metodi statistici. Il primo è una semplificazione e considera fissi i costi di organizzazione, struttura e ricerca e sviluppo; il secondo, molto più analitico, utilizza la retta di regressione. Ad ogni modo, lo schema definito diviene il seguente:

Ricavi operativi
-Costi variabili
=**Margine di contribuzione**
-Costi fissi
=**Risultato operativo**

Si noti la definizione del margine di contribuzione. Tale margine è ricavato dalla differenza tra i ricavi operativi e i costi variabili e definisce la capacità dei ricavi di contribuire ai costi fissi.[141]

[140] Esistono costi che sono semifissi o semi variabili, come il costo del lavoro.
[141] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 203 e ss.

2.4 Punto di pareggio

Un interessante tema di analisi è lo studio del punto di pareggio o break-even analysis. Tale analisi è basata sul confronto tra costi e ricavi e attraverso la considerazione dei volumi fornisce elementi di rischio dell'azienda. Il punto di pareggio definisce i volumi minimi di prodotto in modo da rendere la produzione economica.
La condizione di partenza è l'uguaglianza tra ricavi operativi (*Ro*) con i costi operativi (*Co*):

$$Ro = Co$$

Si considerino i costi operativi distinguibili in costi fissi (*CF*) e variabili (*CV*). A tal proposito, si deve sottolineare che i costi fissi sono costi di capacità e i costi variabili sono costi di volume. Questa distinzione mette in luce che i costi fissi sono costanti entro un limite e i costi variabili dipendono dalle quantità di prodotto. Quindi i costi operativi sono così scomponibili:

$$Co = CF + CV$$

Ottenendo:

$$Ro = CF + CV$$

Facendo la considerazione che sia i costi variabili che i ricavi possono essere definiti in funzione dei volumi, sono valide le seguenti implicazioni:

$$Ro = p * q$$
$$CV = cvu * q$$

dove:
p = prezzo unitario;
cvu = costo variabile unitario;
q = quantità.

Quindi:

$$p * q = CF + cvu * q$$

Con pochi passaggi è possibile mettere in evidenza la quantità, che data l'equazione, rappresenta un equilibrio:

$$q = \frac{CF}{p - cvu}$$

Tale q è il punto di pareggio operativo, ossia la quantità di produzione a cui i costi operativi eguagliano i ricavi operativi. Il risultato operativo sarà positivo per un volume superiore di quello di equilibrio e sarà negativo per una quantità inferiore. La formula definita ci rende facile la comprensione del fatto che l'equilibrio è più semplicemente raggiungibile con i costi fissi e variabili più bassi e i prezzi più alti. Spesso il risultato dell'analisi del punto di pareggio viene anche reso in termini di ricavi[142].

Ricco di capacità informativa, il punto di pareggio può essere anche comprensivo degli elementi ulteriori di costo e di ricavo e quindi andare oltre la sola gestione operativa.[143]

[142] Il che si ottiene semplicemente moltiplicando entrambi i membri dell'equazione per il prezzo.
[143] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 217 e ss

2.5 Le leve nell'analisi volumi, costi, risultati

L'analisi delle leve permette di fare alcune considerazioni sulle aree gestionali dell'impresa, offre la possibilità di indagare l'entità dell'incidenza di una dimensione quantitativa su altre dimensioni aziendali.

La leva operativa (*glo*) studia la variazione dell'utile operativo (*UO*) avvenuta sulla base di una variazione[144] dei ricavi (*R*), legata ad un incremento o decremento delle vendite.

$$glo = \frac{\Delta\%UO}{\Delta\%R}$$

In base alla formulazione, quando la leva vale 1 l'incremento percentuale dei ricavi causa un incremento percentuale della stessa entità dell'utile operativo. Se, invece, la leva valesse 2 l'incremento percentuale dei ricavi provocherebbe un incremento percentuale doppio dell'utile.

Se si considera l'ammontare dei costi fissi privo di incrementi o decrementi e si pone costante il rapporto tra i costi variabili e ricavi, il grado di leva operativa può essere definito a priori senza dover preventivamente raccogliere i dati di più anni. Tale semplificazione ha il privilegio di rendere preventiva un'analisi che nasce come consuntiva. Infatti, sulla base delle semplificazioni definite, è possibile definire tale uguaglianza:

$$\Delta\%R = \Delta\%MC$$

Abbiamo[145], con semplici passaggi:

$$\frac{\frac{UO(t^2) - UO(t^1)}{UO(t^1)}}{\frac{MC(t^2) - MC(t^1)}{MC(t^1)}} = \frac{UO(t^2) - UO(t^1)}{MC(t^2) - MC(t^1)} * \frac{MC(t^1)}{UO(t^1)}$$

$$= \frac{[MC(t^2) - MC(t^1] - \Delta CF}{MC(t^2) - MC(t^1)} * \frac{MC(t^1)}{UO(t^1)} = \frac{MC(t^1)}{UO(t^1)}$$

[144] La variazione è espressa con il simbolo Δ.

[145] Per comprendere le successive uguaglianze matematiche si tenga presente che le variazioni di utile operativo differiscono dalle variazioni di margine di contribuzione solo per le variazioni dei costi fissi, infatti si può definire la seguente uguaglianza: $\Delta MC - \Delta CF = \Delta UO$.

Il risultato determinato è il grado di leva operativa semplice (*glos*), un *glos* pari a 2 determina che l'incremento percentuale del margine di contribuzione causerà un aumento percentuale doppio dell'utile operativo. È bene sottolineare come tale "moltiplicatore" sia attivo anche in termini negativi, infatti qualora il margine di contribuzione[146] diminuisse per una riduzione dei ricavi, la riduzione percentuale dell'utile sarà doppia rispetto a quella del margine di contribuzione. Un'ultima informazione che si può derivare dal *glos* è legata ai costi fissi, infatti, ricordando che sono i costi fissi a fare la differenza tra utile operativo e margine di contribuzione, un *glos* elevato potrebbe anche suggerire un ammontare dei costi fissi eccessivo e, quindi, un sovradimensionamento del capitale tecnico.[147]

Rimuovendo la semplificazione del rapporto costante tra costi variabili e ricavi si definisce la leva operativa combinata (*gloc*):

$$gloc = \frac{\Delta\%UO}{\Delta\%R} = \frac{\Delta MC}{\Delta R * \left(1 - \frac{CV}{R}\right)} * \frac{MC}{UO}$$

In tal modo si consente al grado di leva operativa di considerare anche l'impatto che la variazione del rapporto tra costi variabili e ricavi ha sulla variazione dell'utile operativo.

Invece, nel caso si voglia rimuovere l'assunzione di costi fissi costanti, si andrebbe a definire la leva operativa integrata (*gloi*).[148] In tal modo la leva operativa avrà in essa compreso anche l'effetto dovuto alla variazione dei costi fissi:

$$gloi = \frac{\Delta\%UO}{\Delta\%MC} = \frac{[MC(t^2) - MC(t^1)] - \Delta CF}{MC(t^2) - MC(t^1)} * \frac{MC(t^1)}{UO(t^1)} = \left(1 - \frac{\Delta CF}{\Delta MC}\right) * glos$$

Si esaurisce, così, il tema della leva operativa.

La leva strutturale (*gls*) definisce il modo in cui la variazione dei costi fissi incide sulla variazione dell'utile operativo. Tramite la semplificazione del margine di contribuzione costante si determina:

$$gls = \frac{\Delta\%UO}{\Delta\%CF} = \frac{\Delta UO}{\Delta CF} * \frac{CF(t^1)}{UO(t^1)} = \frac{\Delta MC - \Delta CF}{\Delta CF} * \frac{CF(t^1)}{UO(t^1)} = -\frac{CF(t^1)}{UO(t^1)}$$

[146] Si ricorda che il margine di contribuzione è la differenza tra i ricavi e i costi variabili.
[147] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 227 e ss.
[148] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 232 e ss.

Tanto più è alto il valore negativo della leva strutturale, tanto più grande sarà la riduzione dell'utile dovuto all'incremento dei costi fissi.[149] Se, per esempio, la leva strutturale vale -2 e si registra un aumento dei costi fissi del 20%, la riduzione dell'utile operativo sarà del 40%. Si può, inoltre, considerare l'effetto combinato che la leva operativa e la leva strutturale hanno. Per esempio, consideriamo un'azienda che ha leva operativa semplice pari a 3 e leva strutturale pari a -2; si è verificato un aumento dei ricavi del 20% e un aumento dei costi fissi del 25%. Per effetto della leva operativa l'incremento dell'utile operativo sarà del 60%[150], invece per effetto della leva strutturale il decremento dell'utile operativo sarà del 50%[151]. Combinando i due risultati l'utile operativo avrà un incremento del 10%.
La leva finanziaria (*glf*), nell'analisi volumi, costi e risultati, misura la reazione dell'utile lordo (*UL*) alla variazione dell'*EBIT*[152]:

$$glf = \frac{EBIT}{UL} * \frac{\Delta UL}{\Delta EBIT} = \frac{EBIT}{UL} * \frac{\Delta EBIT - \Delta OF}{\Delta EBIT}$$

Ponendo la semplificazione secondo cui gli oneri finanziari rimangono costanti si definisce il grado di leva finanziaria semplice (*glfs*):

$$glfs = \frac{EBIT}{UL}$$

Un valore contenuto del grado di leva finanziaria definisce un costo dell'indebitamento basso, un valore elevato supporta la tesi di una incapacità di contenimento del costo del debito. Senza utilizzare la semplificazione degli oneri finanziari costanti si costruisce il grado di leva finanziaria integrata (*glfi*) che, a differenza della leva semplice, può essere calcolato solo in via consuntiva:

$$glfi = \frac{EBIT}{UL} * \left(1 - \frac{\Delta OF}{\Delta EBIT}\right)$$

[149] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 234 e ss.
[150] Data una leva operativa pari a 3, l'incremento dei ricavi del 20% ha un effetto triplo sull'utile operativo, 20%*3 = 60%.
[151] Data la leva strutturale pari a -2, l'incremento dei costi fissi del 25% ha un effetto negativo doppio sull'utile operativo, 25%*(-2) = 50%.
[152] Ricordando che la variazione di utile lordo differisce dalla variazione dell'*EBIT* solo per la variazione degli oneri finanziari (*OF*).

Si sottolinei, infine, come considerazione finale, che le leve considerate possono essere legate insieme per definire quale effetto hanno avuto sull'utile netto.[153] La variazione dell'utile netto, infatti, può essere spiegata sulla base di incrementi o decrementi delle leve trattate e, in tal modo, è possibile risalire agli elementi reddituali responsabili di una gestione virtuosa o fallace.

[153] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 237 e ss.

2.6 La redditività del capitale

Si devono, ora, studiare gli aspetti della redditività del capitale. Questo tipo di analisi rapporta un flusso di reddito con uno stock di capitale definendo quale redditività riesce ad avere la gestione in relazione al capitale utilizzato. Quindi, semplicemente, il rendimento del capitale (r) sarà dato dal rapporto tra reddito (R) e capitale (C). Però, è necessario, per creare degli indicatori corretti, che si crei una perfetta coerenza tra numeratore e denominatore, quindi alla riclassificazione del Conto Economico per aree gestionali[154] si deve contrapporre una riclassificazione dello Stato Patrimoniale.[155] In base a tali considerazioni, gli impieghi saranno divisi in:

- Capitale operativo, funzionale alla gestione operativa, in cui rientrano: le immobilizzazioni tecniche esclusi gli immobili civili, le immobilizzazioni immateriali, le rimanenze, i crediti di funzionamento, i ratei e risconti attivi operativi.
- Capitale extra-operativo, strumentale alla gestione extra-caratteristica e straordinaria, in cui rientrano: gli immobili civili, le attività finanziarie immobilizzate e non e i ratei e risconti attivi non operativi.
- Capitale misto, potenzialmente funzionale sia alla gestione operativa che extra-operativa, di cui fanno parte le disponibilità liquide.

Per quanto riguarda le fonti, sono riclassificate in:

- Mezzi propri, in cui rientrano le poste del patrimonio, dedotti i capitali sottoscritti e non ancora versati.
- Debiti finanziari, ovvero le forme di finanziamento passivo con oneri espliciti, in cui possono rientrare: prestiti obbligazionari, debiti verso banche, debiti verso società controllate, collegate, controllanti e debiti rappresentati da titoli di credito.
- Debiti di funzionamento, che rappresentano fonte di finanziamento implicita, come, per esempio, il valore maggiore del debito per acquisti pagabili a dilazione; rientrano in tale categoria: i fondi per rischi ed oneri, il fondo TFR, i debiti verso fornitori, i debiti verso istituti previdenziali, i debiti tributari, gli acconti, i debiti diversi, i dividendi e i ratei e risconti passivi.[156]

[154] Vedi p. 59 e seguenti.
[155] Ad esempio, volendo definire la redditività del capitale operativo, si deve rapportare il reddito operativo al capitale operativo.
[156] Di Lazzaro, Musco (2015*); Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 243 e ss.

In base a tale riclassificazione, tenendo presente che i debiti di funzionamento possono essere portati a sottrazione degli impieghi operativi e che gli impieghi misti possono essere sommati al capitale operativo, si ottengono tali schemi dello Stato Patrimoniale riclassificato:

Impieghi operativi	Mezzi propri
Impieghi extra-operativi	Debiti di finanziamento
Scorta liquida	Debiti di funzionamento

Impieghi operativi al netto dei debiti di funzionamento	Mezzi propri
Impieghi extra-operativi e scorta liquida	Debiti di finanziamento

2.6.1 Il Roi

Il rendimento del capitale investito si ottiene dal rapporto tra utile operativo e capitale investito, ma il denominatore di tale indicatore può assumere due configurazioni in base alla riclassificazione dello Stato Patrimoniale. Infatti, si potrà calcolare la redditività del capitale investito netto (*ROI*) e la redditività del capitale investito lordo (ROI^*). La differenza tra i due indici è legata al fatto che nel primo caso il denominatore è il capitale operativo al netto delle passività di funzionamento (CIO_N) e nel secondo caso è il capitale operativo al lordo della passività di funzionamento (CIO_L). In termini matematici la redditività del capitale operativo lordo si definisce con tale equazione:

$$ROI^* = \frac{UO}{CIO_L}$$

Tale formulazione può essere scomposta:

$$ROI^* = \frac{R}{CIO_L} * \frac{UO}{R} = Pciol * ROS$$

Come dalla formula, la produttività del capitale investito lordo (*Pciol*) è resa dal rapporto tra ricavi operativi (*R*) e capitale operativo al lordo delle passività di funzionamento. Il *Pciol* è un indicatore di efficacia, infatti, maggiore è il suo valore e maggiore è la capacità dell'impresa di massimizzare l'output.

Il *ROS*[157] esprime la redditività delle vendite, ovvero quanto dei ricavi operativi riesce a diventare utile operativo. In tal senso è fondamentale il peso dei costi, tanto più sono minori, tanto più l'utile operativo sarà maggiore e con esso anche l'intera redditività delle vendite. In base a queste considerazioni, il *ROS* esprime efficienza, infatti, maggiore è il *ROS* e più spiccata è stata la capacità di comprimere i costi.[158]

Passando al *ROI*, considerando quindi un capitale al netto dei debiti di funzionamento, si ottiene:

$$ROI = \frac{UO}{CIO_N}$$

[157] Return on sales.
[158] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 250 e ss.

Sulle definizioni di entrambe le formulazioni del return on investment, si definisce il grado di leva commerciale, infatti il *ROI* può essere così scomposto:

$$ROI = ROI^* \frac{ROI}{ROI^*}$$

Il grado di leva commerciale (*glc*) è rappresentato dal termine in frazione e può essere così semplificato:

$$glc = \frac{ROI}{ROI^*} = \frac{CIO_L}{CIO_N}$$

Tale indicatore consente di capire quale effetto moltiplicativo la leva commerciale riesce a conferire alla redditività del capitale operativo lordo.[159] Quindi:

$$ROI = ROI^* * glc$$

Come considerazione finale, la redditività del capitale operativo investito sarà influenzata, oltre che dalla produttività del capitale lordo e dalla redditività delle vendite, anche dalla leva commerciale.

[159] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 256 e ss.

2.6.2 Il Rona

La redditività normalizzata del capitale investito ($RONA_N$)[160] studia il rapporto tra reddito e capitale considerando anche gli elementi extra-operativi. Aggiunge, quindi, al numeratore anche gli utili extra-operativi (*UEx*) e al denominatore anche il capitale extra-operativo (*CIEx*):

$$RONA_N = \frac{UO + UEx}{CIO_N + CIEx} = \frac{EBIT_N}{CIT_N}$$

La redditività normalizzata del capitale investito può essere, quindi, definita come il rapporto tra gli utili ottenuti prima del pagamento delle imposte e degli interessi (*EBIT*), ma normalizzati rispetto alla componente straordinaria, e il capitale investito totale (CIT_N). Il $RONA_N$ può anche essere reso come media ponderata della redditività del capitale operativo e del capitale extra-operativo. Il peso della redditività operativa sarà la percentuale del capitale operativo sul capitale totale e il peso della redditività extra-operativa sarà la percentuale del capitale extra-operativo sul capitale totale. Questa considerazione permette di concludere che il $RONA_N$ sarà un valore sempre compreso tra la redditività operativa ed extra-operativa e ciò in base al concetto di media, che in ogni caso, rimane compresa tra i suoi estremi.[161]
Il confronto tra il $RONA_N$ e il *ROI* darà delle informazioni sulla leva accessoria (*glga*), ciò attraverso tale scomposizione:

$$RONA_N = ROI * \frac{RONA_N}{ROI}$$

Tale ultimo rapporto rappresenta la leva accessoria e possono verificarsi tre differenti casi:

- Il $RONA_N$ è minore del *ROI* quindi la leva è inferiore a 1, ciò equivale a dire che la gestione accessoria ha un effetto negativo e definisce una redditività totale minore della redditività operativa.
- Il $RONA_N$ è uguale al *ROI* quindi la leva è uguale a 1, ciò definisce che la gestione accessoria ha un effetto neutro e determina una redditività totale uguale alla redditività operativa.

[160] Return on net assets.
[161] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 258 e ss.

- Il $RONA_N$ è maggiore del *ROI* quindi la leva è maggiore di 1, ciò definisce che la gestione accessoria ha un effetto positivo e contribuisce ad una redditività totale maggiore della redditività operativa.[162]

La redditività del capitale totale può essere resa anche considerando i risultati straordinari (*RS*) e quindi pervenendo ad una redditività integrale del capitale e non più normalizzata:

$$RONA_I = \frac{UO + UEx + RS}{CIO_N + CIEx} = \frac{EBIT_I}{CIT_N}$$

Il risultato dell'aggiunta della parte straordinaria porta alla definizione di un indice che presenta al numeratore un *EBIT* integrale e cioè comprensivo anche dei risultati straordinari. Il confronto tra la redditività normalizzata ed integrale del capitale offre, come è intuibile, informazioni sulla gestione straordinaria. Infatti:

$$RONA_I = RONA_N * \frac{RONA_I}{RONA_N}$$

Tale ultima frazione costituisce la leva della gestione straordinaria (*glgs*), che può essere così semplificata:

$$glgs = \frac{RONA_I}{RONA_N} = \frac{EBIT_I}{EBIT_N}$$

Per considerare gli effetti della leva devono essere considerati, come in precedenza, tre casi:

- Se la leva ha valore maggiore di 1, la gestione straordinaria accresce la redditività del capitale per effetto di un risultato straordinario positivo.
- Se la leva ha valore uguale a 1, la gestione straordinaria non ha effetto sulla redditività del capitale, perché la gestione straordinaria pareggia gli elementi positivi con i negativi o è assente.
- Se la leva ha valore inferiore a 1, la gestione straordinaria riduce la redditività del capitale, in base al fatto che il risultato straordinario nasconde una perdita.[163]

[162] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 261 e ss.
[163] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 264 e 265.

2.6.3 Il Roe

Il return on equity (*ROE*) rappresenta la redditività del capitale proprio ed è ottenuto come rapporto tra l'utile, al netto o al lordo della tassazione, e il capitale proprio. La percentuale che il *ROE* definisce, quantifica un guadagno degli azionisti sul capitale di rischio versato. Utilizzando l'utile netto (*UN*) si avrà una redditività al netto della tassazione:

$$ROE_N = \frac{UN}{MP}$$

Se si utilizza l'utile lordo (*UL*) si definisce una redditività dei mezzi propri al lordo della tassazione:

$$ROE_L = \frac{UL}{MP}$$

Chiaramente nel caso in cui la gestione abbia presentato una perdita, il numeratore sarà sostituito dal valore della perdita e l'indice definirà la relazione tra perdita e mezzi propri. Sulla base della considerazione che l'utile sarà in parte distribuito (UN_D) e in parte accantonato a riserva (UN_R), il ROE_N può essere così scomposto:

$$ROE_N = \frac{UN_D}{MP} + \frac{UN_R}{MP}$$

Il primo rapporto esprime la remunerazione esplicita del socio e il secondo la propensione all'autofinanziamento.[164]

Sulla base della redditività dei mezzi propri è possibile considerare la dinamica della leva finanziaria. Si deve, innanzitutto, ricordare che l'$EBIT_I$ rappresenta il reddito prodotto al lordo degli oneri finanziari e delle tasse ma definisce anche il risultato delle gestioni operativa, extra-operativa e straordinaria che verranno utilizzate per ripagare i soci, i finanziatori e il settore pubblico. In tal senso, si potrà concludere che l'$EBIT_I$ sarà uguale alla somma dell'utile lordo e degli oneri finanziari. Partendo da tale uguaglianza si potranno operare delle trasformazioni come di seguito[165]:

[164] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 267 e ss.

[165] Si ricordi che *DF* rappresenta i debiti finanziari e che gli oneri finanziari (*OF*) possono anche essere resi tramite il prodotto tra i debiti finanziari e il tasso medio di finanziamento (*Tf*).

$$EBIT_I = OF + UL$$
$$RONA_I * (MP + DF) = OF + UL$$
$$UL = (RONA_I * MP) + (RONA_I * DF) - (DF * Tf)$$
$$UL = (RONA_I * MP) + DF * (RONA_I - Tf)$$

Dividendo ogni membro per i mezzi propri abbiamo:

$$ROE_L = RONA_I + \frac{DF}{MP} * (RONA_I - Tf)$$

Dove il rapporto tra debiti finanziari e mezzi propri rappresenta il quoziente di indebitamento finanziario (Q_{Df}). Si aggiunga che, nel caso si voglia esprimere l'equazione in funzione della redditività netta dei mezzi propri, è sufficiente moltiplicare per un coefficiente di defiscalizzazione (*1- k*), dove *k* è l'aliquota fiscale. In tale modalità si definisce l'equazione della leva finanziaria:

$$ROE_N = \left[RONA_I + Q_{Df} * (RONA_I - Tf)\right](1 - k)$$

Si determina, così, un importante legame tra la redditività dei mezzi propri e gli elementi espressi nella precedente formulazione a destra del segno di uguaglianza.[166]

La leva finanziaria è positiva quando il differenziale tra $RONA_I$ e *Tf* è positivo. Infatti, ciò indica che la redditività del capitale investito totale è superiore al tasso di finanziamento e l'aumentare del quoziente di indebitamento ha un effetto positivo sulla redditività dei mezzi propri. La leva ha un effetto maggiore quando maggiore è il differenziale tra $RONA_I$ e *Tf*. In definitiva, se il $RONA_I$ è maggiore del *Tf*, gli aumenti del quoziente di indebitamento o del differenziale hanno un effetto positivo sul *ROE* e le diminuzioni del quoziente di indebitamento o del differenziale hanno un effetto negativo sul *ROE*.

La leva è, invece, negativa quando lo spread tra $RONA_I$ e *Tf* è negativo. Tale condizione indica una redditività del capitale investito totale minore del tasso di finanziamento, ciò equivale a dire che l'impresa produce una redditività totale degli impieghi minore del tasso a cui riesce a finanziarsi. In questo caso all'aumentare dell'indebitamento, l'effetto di leva sulla redditività dei mezzi propri

[166] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 271 e ss.

sarà negativo. Quindi, quando il $RONA_I$ è minore del *Tf*, un aumento del differenziale o del quoziente di indebitamento ha un effetto negativo sul *ROE,* invece la diminuzione dello spread o del quoziente di indebitamento ha un effetto positivo sulla redditività dei mezzi propri.
L'effetto della leva è neutro quando il differenziale tra $RONA_I$ e *Tf* è uguale a zero. Nella funzione della leva ciò produce l'uguaglianza tra il $RONA_I$ e ROE_L. In termini pratici, l'impresa produce una redditività sul capitale investito che è pari al tasso di finanziamento al quale si indebita. In questo caso, l'indebitamento finanziario non genera alcun effetto sulla redditività dei mezzi propri.[167]
L'effetto della leva finanziaria può essere studiato anche nel seguente modo, partendo dalla scomposizione:

$$ROE_L = RONA_I * \frac{ROE_L}{RONA_I}$$

Dove è proprio l'ultimo rapporto a definire l'effetto della leva finanziaria (*glf*). La leva è positiva quando tale rapporto è maggiore di 1, ma questo risultato sottende un tasso di finanziamento minore del $RONA_I$, tale da accrescere, in proporzione all'indebitamento, il *ROE*. La leva è neutra quando il rapporto è uguale a 1, ciò indica un *Tf* uguale al $RONA_I$ che non condiziona il *ROE*. La leva è negativa quando il rapporto tra ROE_L e $RONA_I$ è minore di 1. Questo sta significare che il tasso di finanziamento è maggiore del $RONA_I$ e l'indebitamento ha un effetto negativo sul ROE_L.[168]
Secondo queste considerazioni, nel caso in cui la leva finanziaria è positiva, l'indebitamento ha un effetto positivo sulla redditività dei mezzi propri. Sebbene quindi, si riscontri una certa convenienza dell'impresa a indebitarsi, è essenziale ricordare come gli indici di struttura sottolineerebbero una maggiore rischiosità.
Il *ROE* è un indicatore di sintesi che definisce quanto del capitale di rischio si trasforma in reddito al lordo o al netto delle imposte. Da tale indice, però, possono ricavarsi maggiori informazioni, infatti una sua scomposizione può evidenziare come le diverse gestioni aziendali costruiscano un certo valore di redditività. Ricordando alcune relazioni:

$$ROE_N = RONA_I * \frac{ROE_L}{RONA_I} * (1 - k)$$

[167] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 273 e ss.
[168] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 279 e ss.

$$RONA_I = RONA_N * \frac{EBIT_I}{EBIT_N}$$

$$RONA_N = ROI * \frac{RONA_N}{ROI}$$

$$ROI = ROI^* * \frac{CIO_L}{CIO_N}$$

$$ROI^* = ROS * Pciol$$

Si definisce che:

$$ROE_N = ROS * Pciol * \frac{CIO_L}{CIO_N} * \frac{RONA_N}{ROI} * \frac{EBIT_I}{EBIT_N} * \frac{ROE_L}{RONA_I} * (1 - k)$$

Ovvero:

$$ROE_N = ROS * Pciol * glc * glga * glgs * glf * (1 - k)$$

Sulla base di questa scomposizione della redditività dei mezzi propri al netto delle imposte, è possibile considerare come tale redditività è composta. È possibile indagare la qualità del *ROE* e capire da quale gestione aziendale derivano i successi o le criticità riscontrate nei dati.[169]

[169] Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 285 e ss.

Capitolo 3 **I casi di analisi**

3.1 Obiettivi di analisi

Il capitolo in avvio cercherà di tradurre i concetti di analisi finanziaria in alcuni interessanti casi pratici. Si partirà, evidentemente, dai dati della società, sarà importante addentrarsi nel mondo dell'impresa trattata esplicitando il contesto del settore ma calandosi anche nelle realtà aziendali. È, quindi un primo passo, comprendere le peculiarità delle società prima di analizzare i veri e propri dati di bilancio. L'analisi di bilancio successiva, dovrà consentirci di determinare i principali indicatori finanziari e reddituali. Questo passo fondamentale dovrà inevitabilmente considerare le riclassificazioni illustrate nel capitolo precedente. La base dell'analisi patrimoniale di una azienda è consistente nel calcolo degli indici di solvibilità e sarà necessario, preliminarmente, distinguere le poste di bilancio così da renderle idonee agli scopi di analisi. Tali operazioni sullo Stato Patrimoniale determinano il punto di partenza dell'analisi, ovvero lo Stato Patrimoniale riclassificato con criterio finanziario. Come già trattato, tale riclassificazione distingue le attività e le passività in base al tempo. Operata la riclassificazione, potranno calcolarsi i principali indici di solidità, che indagano sulla capacità dell'impresa di onorare i propri impegni a lungo termine e permettono di valutare la composizione delle fonti e degli impieghi. Successivamente si dovrà operare un'analisi di liquidità dell'azienda, considerando le capacità di onorare i propri impegni che si manifesteranno entro dodici mesi. Il vero momento analitico è successivo alla creazione degli indici numerici in quanto è essenziale esprimere un giudizio e studiare il significato che tali indici assumono in ottica aziendale. Si indicherà a quali livelli di ricavi la società soddisfa il punto di pareggio operativo e contabile. Il passo successivo consiste nell'analisi della redditività della società. Tale analisi, necessita di una riclassificazione gestionale del Conto Economico, che mette in evidenza i risultati delle diverse aree gestionali, e una coerente riclassificazione dello Stato Patrimoniale. Infatti, si dovranno rendere omogenei i valori da ricomprendere negli indici. Con le riclassificazioni per aree gestionali, tale omogeneità riesce ad essere resa con una certa facilità. A questo punto, facendo tutte le considerazioni del caso, si potranno estrarre gli indicatori di redditività e le leve. Con tali elementi, sarà poi piuttosto agevole definire la scomposizione della redditività dei mezzi propri. L'indicatore sintetico ROE assumerà grandi tratti di analiticità attraverso tale scomposizione, infatti risulterà piuttosto evidente come esso si compone e da quali aree gestionali deriva quel risultato complessivo. Gli elementi dell'analisi reddituale dovranno essere interpretati e

tale interpretazione dovrà renderci capaci di una valutazione complessiva dello stato di salute dell'azienda.

Ci interesserà fare un richiamo alle norme del fair play finanziario, con particolare menzione del pareggio di bilancio. Le norme del manuale delle licenze Uefa analizzano numerosi aspetti delle società che sono alla base della loro partecipazione alle competizioni europee. In questo modo si è raggiunto un importante traguardo: rendere più economiche le gestioni delle società. Infatti, dal 2010 in poi il sistema calcio è riuscito ad incrementare la sua redditività.

3.2 Udinese Calcio Spa

L'Udinese Calcio è una società per azioni il cui capitale, interamente versato, è quasi completamente legato alla Gesapar S.A., ma è la famiglia Pozzo, che attraverso la suddetta, gestisce le attività sociali. Vanta circa 120 anni di storia, fu vincitore di un torneo non riconosciuto dalla federazione nel 1896, ma la vittoria contribuì comunque a far nascere l'attenzione al calcio e la vicinanza alla squadra friulana. Il suo cammino è altalenante nel tempo, con partecipazioni alle serie A, B e C, ma nel 1954 riesce a competere per lo scudetto, poi perso a vantaggio del Milan. Ma sono probabilmente gli ultimi decenni i migliori per la società, infatti partecipa alla serie A stabilmente dal 1995, ha vinto una Coppa Intertoto nel 2001 e ha partecipato ad alcune edizioni delle massime competizioni europee.[170] Dal 1976 lo stadio Friuli è la casa dell'Udinese, nel 2013 la famiglia Pozzo ha acquistato la superficie dal comune e ha ricostruito lo stadio, riaperto nel 2016 e rinominato Dacia Arena. La società friulana è, infatti, una delle poche società italiane a poter contare su uno stadio di proprietà, dove, oltre a disputarsi le partite, sorgono negozi e punti di intrattenimento.[171] Dacia, insieme a Vortice e Bluenergy, è tra i principali sponsor della società. L'Udinese è tra le prime organizzazioni calcistiche ad aver creato una onlus a sostegno degli ospedali locali e ha promosso iniziative e raccolte fondi per la lotta alla SLA, malattia frequente negli ex calciatori.

Il bilancio che verrà analizzato è relativo all'esercizio 2018. La stagione 2017/2018 ha evidenziato prestazioni sportive meno brillanti e la squadra ha concluso il campionato al quattordicesimo posto conquistando con relativa tranquillità la permanenza nella massima serie attraverso 40 punti conquistati in campo. Sebbene i risultati discreti, la valorizzazione della rosa è accertata anche dalle numerose convocazioni in nazionale dei calciatori della squadra friulana. Inoltre, si presenta, comunque, nel periodo precedente alla stesura del bilancio, una volontà degli amministratori di migliorare il settore tecnico con investimenti di prospettiva, che si prevede potranno migliorare le prestazioni complessive della squadra, subito dopo un limitato periodo di ambientamento. Il bilancio presenta un risultato economico negativo di circa 15 milioni di euro, tale perdita risulta in buona parte portata a nuovo. In tal modo influisce sul patrimonio netto dell'impresa che si riduce rispetto all'anno precedente in cui valeva circa 18 milioni di euro ad un valore vicino ai 3 milioni di euro. La perdita generata è essenzialmente causata da due elementi: costi maggiori e un valore della produzione minore. I costi in aumento sono dovuti all'aumento di costi non monetari e relativi al

170 https://www.udinese.it/Apps/WebObjects/Udinese.woa/1/wa/viewTab?id=21825&lang=ita&wosid=BCAOdAWuHwzyUfgqBB1YNw

171 https://www.foxsports.it/2018/03/06/situazione-stadi-di-proprieta-italia-cinque/

criterio di ammortamento a quote decrescenti per calciatori e stadio. Questo incide negativamente per cica 8 milioni di euro sui costi della società. Ciò equivale a dire che nei primi anni di ammortamento le quote sono più elevate e, sebbene questo metodo incida negativamente sui primi esercizi, permette risultati migliori negli esercizi seguenti soprattutto in merito alle plusvalenze per cessioni successive. Per quanto riguarda lo stadio, la ristrutturazione dello stesso ha consentito importanti ricavi della società per un maggior appeal della struttura sebbene i risultati sportivi della stagione siano stati al di sotto delle aspettative. L'ammortamento decrescente incide negativamente sull'esercizio, ma consente, a partire dall'ottavo anno, il completo ammortamento della struttura. In questo modo si riesce anche ad evitare che lo stadio si caratterizzi per tratti obsoleti prima della fine del processo di ammortamento. Esiste, poi, anche un decremento del valore della produzione di circa 44 milioni di euro che può essere spiegato dai minori ricavi per la cessione di calciatori e dalle minori plusvalenze realizzate, che insieme spiegano circa 41 milioni di flessione dei ricavi. Tali problematicità sono comunque piuttosto occasionali, infatti, l'Udinese ha avuto negli anni un'ottima capacità di generare plusvalenze, con una media di 27 milioni all'anno negli ultimi cinque, a fronte degli 8 milioni di plusvalenze realizzate nell'anno in esame. Un ulteriore elemento capace di spiegare la flessione dei ricavi è legato alla posticipazione di alcune cessioni agli anni successivi e ciò con l'intento di massimizzarne il valore alla cessione. La flessione dei ricavi trattata non deriva dalla riduzione nei ricavi da sponsor o nell'afflusso degli spettatori allo stadio. I costi del personale tesserato sono vicini ai 24 milioni di euro, ridotti rispetto all'esercizio precedente per gli addii di alcuni calciatori che percepivano ingaggi elevati; la relazione sulla gestione prevede, però, aumenti nei prossimi anni per compensi da elargire a nuovi calciatori giovani e di prospettiva. I parametri che la FIGC richiede con riguardo all'indebitamento, al costo del lavoro e alla liquidità risultano all'interno dei valori soglia.

Gli obiettivi della gestione dichiarati sono il contenimento dei costi, la gestione del patrimonio calciatori ed il mantenimento del fatturato; gli amministratori sottolineano come la gestione sia, in continuità con gli altri esercizi, ben incentrata su questi scopi. Essi sottolineano come, sebbene non si parli di una stagione esaltante per le prestazioni sportive, la società si sia mossa in direzione degli obiettivi e non si siano registrati valori considerevolmente inferiori nei ricavi da diritti sportivi e da sponsorizzazioni.

Rimane intensa l'attività di ricerca e sviluppo legata allo studio del giusto nutrimento degli atleti, con programmi di monitoraggio.[172]

[172] Relazione degli amministratori sull'andamento della gestione, Udinese calcio Spa.

Da una prima lettura del bilancio, redatto secondo i principi del codice, si evidenzia una riduzione importante delle immobilizzazioni, soprattutto delle immobilizzazioni immateriali, da imputarsi all'effetto delle tecniche di ammortamento. Nell'attivo circolante si registra una importante riduzione di crediti verso clienti soprattutto nella componente a lungo termine. Spicca, inoltre, una struttura finanziaria rimodellata rispetto alla stagione precedente dovuta alle riduzioni di alcuni debiti ripagati inerenti a finanziamenti per i lavori allo stadio. Il patrimonio della società, come già considerato risulta penalizzato dalla perdita d'esercizio, che ha in parte sottratto valore alle riserve e per ampia parte è stata riportata a nuovo. Nel Conto Economico risulta una riduzione importante del valore della produzione dovuto alle minori plusvalenze realizzate, infatti l'esercizio precedente definisce circa 38 milioni di plusvalenze a fronte degli 8 milioni dell'esercizio in esame. I ricavi, inoltre, registrano un valore quasi trascurabile derivato dai prestiti di calciatori. Il valore della produzione è composto per più della metà da diritti televisivi, i ricavi da gare e le sponsorizzazioni hanno entrambe un peso di un decimo sul totale. I diritti televisivi concorrono al totale per circa 35 milioni e ciò evidenzia una sostanziale uguaglianza con l'esercizio precedente. Le sponsorizzazioni, nel confronto con l'esercizio precedente, confermano il valore vicino ai 5 milioni. Gli abbonamenti, a fronte di uno stadio con una capienza di circa 25000 posti, sono una componente positiva, dati i circa 13000 abbonati. Questo dato segna un leggero aumento rispetto all'esercizio precedente e consente ricavi per oltre 2 milioni di euro. Il totale dei ricavi legati agli eventi sportivi a cui l'Udinese ha partecipato risulta essere oltre i 6 milioni di euro, perfettamente in linea con l'esercizio precedente. I costi sono stati ridotti di circa 10 milioni, per effetto soprattutto delle riduzioni di costi per servizi e per il personale. La rilevanza della riduzione nei costi per servizi è legata in gran parte a costi tecnici specifici dovuti ai servizi di consulenza tecnica, sanitaria e compensi ad agenti. In generale, i costi della società risultano composti di ammortamenti per il 40%, di costi del personale per il 32% e di costi per servizi per il 21%.[173]

La trattazione dei rischi di credito, di liquidità e di mercato è analizzata dagli amministratori nella relazione sulla gestione, essi sostengono una importante attenzione al monitoraggio e sottolineano il continuo controllo dei dati più sensibili a tali rischi.

Aggiungiamo che, con riferimento ai fatti avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio, gli amministratori auspicano un andamento futuro in miglioramento. Definiscono già certe delle plusvalenze realizzate nell'estate 2018 per 40 milioni di euro, prevedendo comunque una buona competitività della rosa. Sostengono infatti la proficuità futura dei loro investimenti e credono in migliori piazzamenti e migliori risultati contabili.[174]

[173] Nota integrativa, esposizione delle voci di bilancio, Udinese calcio Spa.
[174] Relazione degli amministratori sull'andamento della gestione, Udinese calcio Spa.

Ai fini delle richieste dell'UEFA è creato un documento suppletivo al bilancio al fine del rilascio della licenza per la stagione 2018/2019, in questo si esplicano le modalità di ammortamento utilizzate che prevedono ammortamenti decrescenti. Un prospetto di raccordo mette in luce le differenze originate proprio da questa modalità di ammortamento. La presentazione del prospetto mette in luce le poste dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico che si sarebbero evidenziate nel caso di ammortamenti costanti. È chiaro che il valore delle immobilizzazioni risulterebbe maggiore, cosi come i costi per ammortamento risulterebbero minori. Ciò mostrerebbe anche una perdita d'esercizio più contenuta così come minore sarebbe la riduzione del patrimonio.[175]

La perdita dell'esercizio influisce negativamente sulle norme del fair play finanziario. Si ricordi in tal senso che sono tollerate perdite cumulate per 5 milioni di euro oppure superiori e fino a 30 milioni se le perdite sono coperte da aumenti di capitale. I risultati prima delle imposte evidenziano un risultato cumulato degli ultimi tre esercizi negativo. Nonostante questo la licenza 2018/2019 è stata riconosciuta per l'esclusione dei costi per i lavori allo stadio e per lo sviluppo del settore giovanile.

[175] Nota integrativa alla documentazione supplementare di cui al par. 14.4.6 del manuale delle licenze Uefa edizione 2015.

3.2.1 I principali indicatori finanziari e reddituali

La definizione dei principali indicatori consente di produrre valutazioni sullo stato della società ma necessita della fase della riclassificazione. L'analisi patrimoniale può delinearsi, attraverso la riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale che distingue gli impieghi e le fonti in base alle epoche. Dopo la riclassificazione, lo Stato Patrimoniale dell'Udinese Calcio Spa si presenta in tale forma:

SPr			
Attivo		Passivo	
AF	77465467	**MP**	3370859
AC	48561379	**PC**	52064732
M	13496	**PB**	70591255
LD	46178201		
LI	2369682		
tot.	126026846	tot.	126026846

Sulla base di tale prospetto, risulta agevole definire gli indicatori di solidità. Il primo livello di analisi si basa sulle relazioni tra passività e attività a lungo termine, per indagare quali passività finanziano le immobilizzazioni, ricordando l'importanza della coerenza nei tempi. Si deve, infatti, evitare che le passività divengano esigibili prima che le attività producano liquidità. È il livello di analisi dei quozienti e dei margini di struttura. Il quoziente primario di struttura verifica la copertura dell'attivo fisso attraverso i mezzi propri, il margine primario analizza gli stessi elementi utilizzando le differenze. Il quoziente secondario definisce la copertura delle immobilizzazioni con le passività permanenti. Il margine secondario, attraverso le differenze, definisce quale eccedenza o quale deficit le passività permanenti producono nella copertura dell'attivo fisso. Si riportano i valori:

Quoziente di struttura primario	MP/AF	0,043514344
Margine di struttura primario	MP-AF	-74094608
Quoziente di struttura secondario	(MP+PC)/AF	0,715616818
Margine di struttura secondario	(MP+PC)-AF	-22029876

Per il quoziente primario, sebbene sia definito il valore 1 come condizione ottimale, viene considerato sufficiente con valori vicini a 0,3. Il quoziente secondario deve essere maggiore di 1, in tal modo si escluderebbe il finanziamento di attività fisse con passività correnti.

Nel caso in esame il quoziente primario è molto basso, i mezzi propri riescono a coprire l'attivo fisso per una percentuale vicina al 4%. Il margine di struttura primario evidenzia come siano circa 74 i milioni di euro di immobilizzazioni che rimangono scoperte dai mezzi propri. Il quoziente secondario di struttura mostra una capacità della società di coprire il valore delle immobilizzazioni attraverso le passività permanenti del 71% e lascia circa 23 milioni di euro scoperti. Il grado di ammortamento vale intorno al 60% e non incide in maniera determinante sull'analisi della struttura. La situazione descritta è evidentemente negativa perché evidenzia il finanziamento di attività fisse attraverso passività correnti, ciò conduce alla considerazione che le passività diventano esigibili prima che le attività creino liquidità. Su tutti gli indici studiati incide la perdita d'esercizio dovuta alle minori plusvalenze realizzate. La perdita, portata a nuovo, ha ridotto il valore del patrimonio e ha contribuito alla negatività degli indici. Un risultato d'esercizio molto limitato avrebbe determinato un quoziente secondario soddisfacente. Tutto è derivato da valori minori delle plusvalenze per la volontà di volerle massimizzare negli esercizi successivi, ma la società si è sempre mostrata in grado di produrre importanti plusvalenze. L'occasionalità di questa struttura potenzialmente insolvente è anche testimoniata nella descrizione dei fatti avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio, nella finestra di mercato infatti, sono stati definiti come ragionevolmente realizzabili 40 milioni di plusvalenze. Inoltre, gli elementi di rischio di questa gestione sono monitorati attentamente dai consiglieri di amministrazione.

L'analisi di secondo livello definisce la composizione di impieghi e fonti, mostrando quale percentuale del capitale investito è riconducibile a ciascuna delle componenti. Si riporta uno schema con le composizioni degli impieghi.

Rigidità degli impieghi	AF/CI	0,614674329
Elasticità degli impieghi	AC/CI	0,385325671
Incidenza del magazzino	M/CI	0,000107088
Incidenza della liquidità totale	LT/CI	0,385218583
Incidenza della liquidità immediata	LI/CI	0,018802994

Da tali indici si evince una certa rigidità degli impieghi, tale condizione è in parte spiegata dal tipo di società. Nelle società calcistiche infatti, è intuibile come le immobilizzazioni rappresentino la parte più rilevante delle attività. Le attività fisse costituiscono circa il 61,5% del capitale investito e l'attivo circolante compone il 38,5% delle attività. Minima risulta essere l'incidenza del magazzino e molto limitata è la liquidità immediata. Essa incide, infatti, solo per il 2% sugli impieghi ed è la liquidità differita l'aggregato essenziale alla composizione dell'attivo circolante.

Indici costruiti in modo simile sono prodotti anche per le fonti:

Autonomia finanziaria	MP/CI	0,02674715
Dipendenza finanziaria	PT/CI	0,97325285
Indebitamento a breve	PB/CI	0,560128713
Indebitamento a lungo	PC/CI	0,413124137

Si evidenzia, attraverso questi indici, una ridotta autonomia finanziaria e un consistente indebitamento. Addirittura, la dipendenza finanziaria evidenzia come l'indebitamento componga il 97% del capitale raccolto. L'indebitamento a breve vale il 56% e l'indebitamento a lungo il 41% del capitale raccolto. Su questi dati incide, ancora una volta la perdita, che concorre in modo evidente alla insufficiente autonomia finanziaria.

L'analisi di liquidità definisce le relazioni tra le attività e le passività a breve, indagando sulla capacità dell'impresa di ripagare le proprie passività a breve. Gli indici di liquidità definiscono la capacità dell'impresa di coprire le passività a breve con le voci riclassificate nell'attivo circolante. Si riporta uno schema dei suddetti indicatori.

Quoziente di disponibilità	AC/PB	0,68792344
Margine di disponibilità	AC-PB	-22029876
Quoziente di tesoreria primario	LT/PB	0,687732255
Margine di tesoreria primario	LT-PB	-22043372
Quoziente di tesoreria secondario	LI/PB	0,033569059
Margine di tesoreria secondario	LI-PB	-68221573
Quoziente di dipendenza dal magazzino	(PB-LT)/M	privo di significato

Gli indici sottolineano una liquidità limitata. Il quoziente di disponibilità non raggiunge il valore unitario, ciò evidenzia una incapacità dell'attivo circolante di coprire le passività a breve e la misura di questa incapacità è definita dal deficit di circa 22 milioni espresso dal margine. Come già trattato, il quoziente di disponibilità potrebbe ricomprendere poste del magazzino che non sono sempre facilmente liquidabili. Sulla base di questo ragionamento è proficuo definire il margine di tesoreria primario, che non presenta, però, particolari differenze dal quoziente di disponibilità data l'entità ridotta del magazzino. Essendo, entrambi gli indicatori, inferiori all'unità risulta privo di significato

il quoziente di dipendenza del magazzino che va calcolato solo nel caso in cui il quoziente di disponibilità si presenta maggiore di 1 e il quoziente di tesoreria primario inferiore di 1, per definire quanto la liquidità è legata alla conversione del magazzino. Il quoziente di tesoreria secondario si presenta molto basso e ciò evidenzia una limitatezza della liquidità immediata. Infatti, la liquidità immediata riesce a coprire solo intorno al 3% delle passività a breve. In sostanza, la liquidità risulta limitata ma non è una situazione rara nelle società di calcio in cui la sostanza delle attività è da ricercarsi soprattutto nelle immobilizzazioni materiali ed immateriali.

Ritornando all'importante impatto della perdita risulta enormemente necessaria una valutazione della redditività aziendale. Per operare delle valutazioni in tal senso è necessario operare una riclassificazione gestionale del Conto Economico e una riclassificazione coerente dello Stato Patrimoniale. Ciò consentirà di costruire i principali indicatori reddituali rendendo coerenti gli aggregati posti ai numeratori e ai denominatori. La riclassificazione del Conto Economico deve evidenziare le diverse aree gestionali e distinguere i risultati operativi, extra-operativi, straordinari, finanziari e l'area della tassazione. Tale riclassificazione può essere così presentata:

CEr	
Risultato Operativo	-13634472
Risultato Extraoperativo	-3586775
Ebit n	-17221247
Risultato Straordinario	0
Ebit i	-17221247
Oneri finanziari	1896666
Reddito Lordo	-19117913
Imposte	4024480
Reddito Netto	-15093433

Risulta evidente una perdita d'esercizio, derivante soprattutto dal risultato operativo, non vi sono poste riconducibili all'area straordinaria. Il risultato operativo negativo è dovuto ad un valore della produzione inferiore ai costi operativi. Infatti, il punto di pareggio operativo in termini di ricavi si sarebbe raggiunto con il valore di circa 83 milioni di euro. A fronte di circa 70 milioni di ricavi operativi, si definisce una perdita operativa di circa 13 milioni di euro. Il punto di pareggio contabile si sarebbe realizzato con un valore di ricavi totali simile a 86 milioni di euro, ma a fronte dei ricavi totali la perdita realizzata è di circa 15 milioni.

L'analisi reddituale, come già annunciato, necessita della riclassificazione gestionale dello Stato Patrimoniale. Come sono state distinte le aree del Conto Economico, allo stesso modo, la riclassificazione dello Stato Patrimoniale, deve mostrare gli impieghi operativi, extra-operativi e la

scorta liquida, i mezzi propri, i debiti finanziari e i debiti di funzionamento. Si riportano i due prospetti di Stato Patrimoniale riclassificato:

SPr			
Attivo		Passivo	
Impieghi operativi	122143304	Mezzi Propri	3370859
Impieghi extra-op.	1513860	Debiti Finanziari	26883108
Scorta liquida	2369682	Debiti di Funzionamento	95772879

SPr			
Attivo		Passivo	
Impieghi Netti	26370425	Mezzi Propri	3370859
Impieghi Extra-op. e Scorta	3883542	Debiti Finanziari	26883108

Sulla base di queste riclassificazioni è possibile ricavare gli indicatori legati alla redditività del capitale investito. Il ROI può essere reso al netto e al lordo dei debiti di funzionamento utilizzando diverse composizioni del denominatore. Può essere sottoposto anche alla scomposizione che determina la definizione della redditività delle vendite (ROS) e della produttività del capitale investito lordo (Pciol). Il ROI lordo ed il ROI netto sono collegati dalla leva commerciale, che esprime l'impatto delle passività di funzionamento sulla redditività. Questi indicatori sono descritti di seguito:

ROI lordo	RO/CIOL	-0,11163
ROI netto	RO/CION	-0,51704
ROS	RO/Ro	-0,19535
Pciol	Ro/CIOL	0,571423
leva operativa	CIOL/CION	4,631829

Dato il reddito operativo negativo, il ROI lordo manifesta una redditività del capitale investito chiaramente negativa. Tale risultato di redditività peggiora se viene considerato un ROI netto dato un denominatore inferiore. Infatti, il capitale investito al netto delle passività di funzionamento è inferiore del capitale investito al lordo di tali passività. La leva commerciale risulta essere un moltiplicatore di segno positivo che però aggrava la redditività data la negatività del ROI lordo. Nelle componenti del ROE, è il ROS l'indicatore peggiore. La sua negatività mostra una redditività delle vendite negative: ogni unità di ricavi operativi genera circa 19 centesimi di perdita operativa. L'indicazione sull'efficienza è chiara: la società presenta difficoltà nella compressione dei costi. Il

Pciol mostra come il capitale investito lordo riesca a produrre ricavi per circa il 60%. Meno infelice è, quindi, l'indicazione sull'efficacia.
Per quanto riguarda la redditività complessiva è possibile calcolare degli altri indicatori che comprendono anche la gestione extra-operativa e straordinaria. Non compaiono poste riconducibili alla gestione straordinaria e per questo la leva correlata risulterà neutra. Si riportano gli indicatori:

RONAn	EBITn/CITn	-0,56922
leva accessoria	RONAn/ROI	1,100933
RONAi	EBITi/CITn	-0,56922
leva straordinaria	EBITi/EBITn	1

L'area extra-operativa presenta un risultato negativo e peggiora la redditività del capitale investito. Infatti, il valore del RONA normalizzato può anche essere inteso come la media ponderata tra la redditività del capitale operativo e la redditività del capitale extra-operativo. Essendo peggiore la redditività extra-operativa, la redditività totale ne subisce un lieve peggioramento. È un peggioramento molto limitato dato il peso ridotto della gestione extra-operativa. La leva accessoria vale 1,1 e come moltiplicatore peggiora il risultato negativo della gestione operativa. Il RONA integrale non differisce dal RONA normalizzato per l'assenza della gestione straordinaria e, di conseguenza, la leva corrispondente ha valore unitario.
La redditività dei mezzi propri esprime il rapporto tra utile e mezzi propri, esponendo la capacità del capitale proprio di produrre un risultato. La leva finanziaria mostra il collegamento tra RONA integrale e ROE lordo e la leva della tassazione mostra l'impatto dell'imposizione fiscale. Gli indicatori presentano in questi valori:

ROE lordo	UL/MP	-5,67153
ROE netto	UN/MP	-4,47762
Leva finanziaria	ROEl/RONAi	9,963631
Leva della tassazione	ROEn/ROEl	0,789492

Il ROE lordo mostra un valore negativo: ogni unità di capitale proprio genera circa 5,6 unità di perdita lorda. Ciò è chiaramente legato anche alla riduzione che il capitale proprio ha affrontato nella gestione. Il ROE netto è negativo ma leggermente migliore del ROE lordo per effetto della

tassazione positiva. La leva della tassazione è inferiore a 1 e agendo come moltiplicatore porta ad un risultato, sebbene ancora negativo, di minore entità.
L'ultimo passaggio da operare consiste nella scomposizione del ROE. Se, come indicatore di sintesi esso testimonia l'ingente perdita sui mezzi della società, come scomposizione può evidenziare la fonte del problema. Si presenta la scomposizione:

ROEn Scomposizione	-4,477622
ROI lordo	-0,111627
leva commerciale	4,6318292
leva accessoria	1,1009335
leva straordinaria	1
leva finanziaria	9,9636308
leva tassazione	0,7894917

Da questa presentazione si evince come il problema sia legato alla redditività del capitale investito e quindi sul ROI. Tutto deriva dai maggiori costi e dal minore valore della produzione della società. I maggiori costi sono legati all'utilizzo di una maggiore aliquota di ammortamento nei primi anni, con un andamento decrescente di tali aliquote. Il minore valore della produzione di circa 40 milioni di euro rispetto all'anno precedente non è legato a una flessione dei diritti televisivi, dei ricavi da sponsor o dagli ingressi allo stadio ma da una riduzione delle plusvalenze. Infatti, rispetto alle medie generali dell'Udinese calcio Spa e dell'esercizio precedente si evincono delle plusvalenze molto minori. La media annuale è vicina ai 30 milioni e nel 2018 vale solo circa 8 milioni. Ciò è dovuto anche ad una volontà di massimizzare le plusvalenze negli anni successivi e, infatti, si testimonia per l'anno successivo, alla data di stesura del bilancio 2018, plusvalenze per circa 40 milioni di euro e una gestione complessivamente redditizia. La mancanza delle plusvalenze giustifica i problemi evidenziati nell'analisi, una gestione con plusvalenze nella media avrebbe definito migliori redditività e, in base al fatto che la perdita ha generato una riduzione del patrimonio, migliore solidità.

3.3 Torino Football Club Spa

Il Torino è una società per azioni controllata da Comunication Spa. È nata nel 1906 dall'alleanza tra FC Torinese e un gruppo di dissidenti della Juventus. In realtà, la storia del Torino può essere ricercata ancora più indietro nel tempo, infatti la stessa FC Torinese nel 1900 aveva già inglobato l'Internazionale Torino. Dopo il 1906 venne utilizzato il granata come colore sociale, colore simbolo della casata dei Savoia e della liberazione di Torino. Nei primi campionati il Torino raccolse ottimi piazzamenti ma è nel 1928 che ottenne il suo primo scudetto. Vinse la prima Coppa Italia nel 1936 ma è negli anni Quaranta che ottenne i migliori risultati, sono gli anni del grande Torino, con cinque scudetti consecutivi. La pagina più triste della storia del Torino è datata 1949, con la strage di Superga che costò la vita a 31 persone: la squadra, i dirigenti e gli operatori di volo. Seguirono alti e bassi, uno scudetto nel 1976 e una finale di Coppa Uefa nel 1992. In seguito, soffrì problemi economici e patì diversi anni in Serie B, fino alla rinascita con il presidente Cairo ed i nuovi piazzamenti in Europa. Complessivamente vanta sette scudetti e cinque Coppe Italia. Il Torino disputa le partite casalinghe nello stadio Olimpico Grande Torino, la cui prima costruzione risale all'epoca fascista. Fu abbandonato e poi ristrutturato per le Olimpiadi del 2006. I principali sponsor della società sono Suzuki, Beretta e Joma.[176]

La documentazione analizzata si compone del bilancio e delle relazioni del 2018; la società non controlla un gruppo e non è sottoposta all'obbligo di redazione del bilancio consolidato. È controllata da Comunication Spa onerata della redazione del bilancio di gruppo. La stagione 2018 del Torino si conclude al nono posto, subito dietro le squadre italiane più blasonate, e a 6 punti dall'ultimo piazzamento in Europa League. Il 2018 è stato caratterizzato da una situazione macroeconomica comunque complessa: dalla situazione di sfiducia verso l'intero mondo economico europeo e italiano si originano fattori di rischio rilevanti anche per la società in esame. Inoltre, l'attività stessa di una società calcistica è sottoposta al rischio che le prestazioni siano, come spesso accade, altalenanti nelle diverse stagioni originando valori diversi nelle componenti economiche. I risultati sono legati alle prestazioni sportive dei calciatori, esse possono soffrire sul versante della continuità e le dinamiche e i risultati delle campagne trasferimenti non sono prevedibili a pieno. Ciò può incidere sui risultati sportivi ed economici della società, così come il rischio legato ai diritti televisivi può soffrire una contrazione del mercato e il brand può vivere momenti altalenanti.

Il bilancio presenta una perdita di circa 12 milioni di euro che va ricercata nelle minori plusvalenze realizzate. Infatti, le plusvalenze sulla gestione calciatori ammontano a circa 15 milioni di euro a

[176] http://torinofc.it/

fronte del dato dell'anno precedente che evidenzia cica 71 milioni di euro. Ciò spiega un valore della produzione di circa 94 milioni di euro rispetto al valore della produzione del 2017 di circa 146 milioni di euro. Non si registrano flessioni di ricavi nelle altre componenti del reddito, infatti escludendo le plusvalenze, sono aumentati i ricavi commerciali, i diritti televisivi e i ricavi da bigliettazione. Tali ricavi complessivi, che nel 2017 valevano circa 75 milioni, valgono nel 2018 circa 79 milioni con un incremento del 4,3%. Il dato migliore si registra nei ricavi da biglietti che registrano un aumento del 20% e valgono circa 6 milioni di euro. Le società calcistiche generalmente hanno dati reddituali molto legati agli introiti dei diritti televisivi, anche il Torino contribuisce in modo importante al valore della produzione con i ricavi provenienti dai diritti televisivi che ammontano a circa 55 milioni con un piccolo incremento rispetto all'anno precedente. Si ribadisce il peso della gestione calciatori nel risultato economico dell'esercizio, forte è la diminuzione delle plusvalenze e degli introiti dalle cessioni temporanee. Oltre che dalle minori plusvalenze il risultato negativo deriva anche da un aumento dei costi. I costi per il personale sono aumentati di circa 7,5 milioni di euro per effetto di un aumento degli stipendi relativi ai calciatori della prima squadra; in totale le spese per il personale valgono circa 62 milioni di euro, rispetto ai 54,5 dell'anno precedente. Invece, non si registrano importanti differenze nei costi per materie, per servizi e per godimento beni di terzi. Infine, sulla perdita incide anche un ulteriore elemento: i maggiori ammortamenti. Sono stati realizzati, infatti, nuovi investimenti nei diritti alle prestazioni dei calciatori, questo ha accresciuto la voce ammortamenti per circa 5 milioni di euro, evidenziando un aumento da circa 17 milioni di euro a 22 milioni di euro. Gli importanti investimenti relativi alle acquisizioni delle prestazioni dei calciatori hanno anche incrementato la rispondente voce patrimoniale tra le immobilizzazioni immateriali. I diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori sono aumentati di circa 43 milioni rispetto al 2017. Questo valore deriva da circa 68 milioni di investimenti, 3,5 milioni di disinvestimenti e circa 21 milioni di euro di ammortamenti e svalutazioni. Non sono presentate, in bilancio, rilevanti divergenze dall'esercizio precedente per le immobilizzazioni materiali e finanziarie. Infine, gli investimenti hanno un ulteriore risultato: la dilazione dei pagamenti nelle acquisizioni dei calciatori ha determinato un peggioramento nella posizione creditoria/debitoria nei confronti delle società calcistiche da cui i nuovi calciatori acquistati provengono. In tale prospettiva, i crediti sono diminuiti di circa 26 milioni e i debiti sono aumentati di circa 24 milioni. La posizione creditoria/debitoria nei confronti delle altre società calcistiche è quindi peggiorata di circa 50 milioni di euro mentre non si notano evidenti ragionamenti da operarsi sulle altre voci inerenti ai crediti. Le disponibilità liquide presentano una variazione considerevole dall'esercizio precedente, infatti tale voce è mutata da quasi 19 milioni di euro ad appena 6 milioni di euro. Come espresso dal Rendiconto Finanziario, questa variazione è dovuta all'assorbimento di maggiori flussi finanziari dall'attività

operativa e dal pagamento di imposte passate. Il Patrimonio pur mostrando un capitale proprio limitato a meno di 1 milione di euro presenta un valore ingente di utili portati a nuovo, ciò ad evidenziare anche i positivi risultati realizzati nel tempo. Si registravano infatti, circa 60 milioni di tali utili che, per mano della perdita di esercizio di circa 12 milioni di euro, vengono ridotti conducendo ad un patrimonio netto di circa 48 milioni di euro. Era di circa 60 milioni il dato all'esercizio precedente. Non rilevanti sono le mutazioni dei valori relativi ai fondi e al TFR. Per quanto riguarda il complesso di debiti, come già anticipato, l'aumento è visibile nei debiti verso le altre società del settore specifico. Con un aumento di circa 24 milioni di euro, mostra al 2018 un valore di cica 46 milioni a fronte dei 22 milioni dell'anno precedente. Ciò evidenzia gli importanti investimenti fatti dalla società nell'acquisto di nuovi diritti alle prestazioni sportive dei calciatori. Sebbene questi elementi complichino il primo approccio ai dati di bilancio, gli indicatori richiesti dalla FIGC, con riguardo a indebitamento, costo del lavoro e liquidità, sono presentati dagli amministratori all'interno delle soglie consentite.[177]

La perdita d'esercizio ha un impatto negativo sulla situazione del Fair play finanziario. Il Fair play finanziario richiede il rispetto, tra gli altri, di indicatori di liquidità e il pareggio di bilancio, con alcune deviazioni consentite. Fortunatamente il Torino viene da esercizi molto positivi che gli hanno consentito il rilascio della licenza per l'esercizio successivo. Si tenga conto che le relazioni dell'esercizio precedente hanno evidenziato utili prima delle imposte per un valore vicino ai 54 milioni di euro. Comprendendo la perdita dell'esercizio e i risultati del 2016, sono circa 42 i milioni cumulati di risultati prima delle imposte. Per tali ragioni è ritenuto di ridotta entità il rischio legato al rispetto dei parametri Uefa. In base al bilancio, gli amministratori sostengono una pressione ridotta della normativa sulle licenze.

Per quanto riguarda i rischi, la relazione sulla gestione ritiene contenuto il rischio di liquidità. La capacità dell'impresa di far fronte alle passività correnti è definita buona sulla base dell'entità delle attività correnti nel confronto con le passività di breve periodo. Non detenendo debiti di natura finanziaria la società si mostra estranea al rischio connesso al cambiamento dei tassi di interesse. Più complessa è la situazione del rischio di credito, ma si manifesta l'attenzione alla sua minimizzazione per esempio attraverso l'incasso dei biglietti e degli abbonamenti prima del rilascio dei titoli. In tal senso, i ricavi da diritti televisivi sono assistiti da garanzie della Lega.

La società mostra una importante attenzione alla sicurezza dei suoi addetti nelle strutture di lavoro e allenamento.

[177] Relazione degli amministratori sulla gestione e Nota Integrativa al bilancio 31 dicembre 2018, Torino football club Spa.

Nei fatti rilevanti avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio si evidenziano nel gennaio 2019 alcune cessioni ed acquisti a titolo temporaneo che hanno condotto ad una riduzione del monte ingaggi nei primi mesi dell'anno.[178]

[178] Relazione degli amministratori sulla gestione al bilancio 31 dicembre 2018, Torino football club Spa.

3.3.1 I principali indicatori finanziari e reddituali

Una valutazione dello stato di salute della società può essere operata sulla base del complesso di indicatori patrimoniali e reddituali costruiti a partire dai dati annuali di bilancio. Le analisi necessitano delle opportune riclassificazioni al fine di rendere il bilancio idoneo agli obiettivi di valutazione. L'analisi di solvibilità valuta la capacità di un'azienda di far fronte agli impegni alle scadenze prefissate con la distinzione dell'analisi di tale capacità nel lungo e nel breve periodo. Essenziale alla analisi suddetta è la riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale. Tale riclassificazione distingue le attività fisse dalle attività correnti e le passività permanenti dalle passività a breve. Inoltre, definisce quali attività correnti siano assimilabili al magazzino, alla liquidità differita e alla liquidità immediata e quali passività permanenti siano legate al patrimonio e quali siano legate a debiti esterni. Sulla base del bilancio può essere operata la riclassificazione in questi termini:

SPr			
Attivo		Passivo	
AF	95720048	**MP**	48220875
AC	52204470	**PC**	34111896
M	0	**PB**	65591747
LD	46259324		
LI	5945146		
tot.	147924518	tot.	147924518

Come è frequente nelle società calcistiche si evidenzia un magazzino molto limitato e la componente delle attività fisse preponderante rispetto all'attivo circolante. Da una prima lettura si evince anche come abbastanza importante sia la componente dei mezzi propri, derivante non da un capitale sociale ampio ma da buoni risultati reddituali ritenuti degli esercizi passati.

L'analisi di solidità utilizza il prospetto appena proposto per valutare la relazione tra fonti e impieghi relativi al lungo periodo e per definire la composizione delle fonti e degli impieghi. L'analisi di primo livello studia la relazione tra fonti e impieghi attraverso i quozienti e i margini di struttura. La lettura dei quozienti e dei margini può essere intesa come due modalità diverse di analizzare la solidità patrimoniale, ma i risultati che determinano possono anche essere complementari. I quozienti mostrano un valore decimale o percentuale che può essere arricchito dal risultato assoluto racchiuso nel valore che i margini assumono. Il quoziente di struttura primario mostra quale grado di copertura i mezzi propri danno all'attivo fisso e il quoziente di struttura secondario mostra quale

grado di copertura le passività permanenti hanno sull'attivo fisso. I margini producono un risultato simile e complementare, analizzando in valori economici assoluti la copertura dell'attivo fisso ad opera dei mezzi propri, prima, e delle passività permanenti, poi. Si mostra uno schema di tali indicatori:

Quoziente di struttura primario	MP/AF	0,50376986
Margine di struttura primario	MP-AF	-47499173
Quoziente di struttura secondario	(MP+PC)/AF	0,86014135
Margine di struttura secondario	(MP+PC)-AF	-13387277

Sebbene i manuali di Analisi Finanziaria riportino un valore ottimale del quoziente primario di struttura pari a 1, sostenendo come la condizione strutturale perfetta richiede la totale copertura dell'attivo fisso con i mezzi propri, tale valore è difficilmente realizzato dalle società in generale. Si può ritenere soddisfacente un valore di copertura vicino al 30%. Il valore definito dall'indice è idoneo alla copertura delle attività fisse. Si mostra infatti, una copertura vicina al 50%. Come già detto questo è derivato dalla ritenzione di grandi quantità di utili degli anni precedenti. Se si aggiunge che nell'anno in corso vi è stata anche una riduzione del patrimonio per la perdita d'esercizio ed un aumento delle attività fisse per gli investimenti fatti, si può di certo assumere che nell'esercizio precedente tale indice ha assunto un valore ancora maggiore. La parte di attività fisse non coperte da mezzi propri sono circa 47 milioni come enunciato dal margine di struttura primario. Il quoziente secondario di struttura si presenta vicino al valore di 0,85, questo margine deve essere maggiore di 1 per esprimere una coerenza nei tempi tra le attività e le passività. In questo caso il quoziente di struttura secondario si presenta in un valore al di sotto della soglia e la copertura delle attività fisse produce un margine di struttura secondario negativo di circa 15 milioni. Ciò evidenzia una copertura non ottimale delle attività fisse attraverso le passività permanenti e definisce, sebbene in maniera contenuta, un rischio di solvibilità. Infatti, il quoziente secondario minore di 1 sancisce, indirettamente, la copertura di una parte dell'attivo fisso con passività correnti. Questa condizione è rischiosa per la mancata coerenza dei tempi che può portare le passività correnti a divenire esigibili prima che le attività fisse abbiano prodotto liquidità attraverso la loro consumazione. Il giudizio complessivo della solidità deve tener presente le indicazioni del bilancio, infatti in questo caso si ritiene di attenuare la negatività del giudizio per alcune ragioni. Innanzitutto, l'esercizio è stato caratterizzato da importanti investimenti che hanno arricchito il settore tecnico della società, inoltre la perdita dell'esercizio, dovuta alle minori plusvalenze, evidenzia una ricerca ambiziosa di risultati sportivi migliori. Questo, dal lato degli indici studiati, influisce sugli indicatori riducendoli ma la

società non è nuova alla realizzazione di importanti plusvalenze[179] e può ritenersi occasionale la mancata realizzazione delle stesse per l'esercizio in corso. Inoltre, la relazione sulla gestione è accurata nella considerazione e nel monitoraggio dei rischi.

L'analisi di secondo livello mostra la composizione delle attività e delle passività, definendo quale porzione del capitale investito compone le voci fisse e correnti sia dal lato delle fonti che dal lato degli impieghi. Si evidenziano i seguenti indici:

Rigidità degli impieghi	AF/CI	0,6470871
Elasticità degli impieghi	AC/CI	0,3529129
Incidenza del magazzino	M/CI	0
Incidenza della liquidità totale	LT/CI	0,3529129
Incidenza della liquidità immediata	LI/CI	0,0401904

Autonomia finanziaria	MP/CI	0,32598298
Dipendenza finanziaria	PT/CI	0,67401702
Indebitamento a breve	PB/CI	0,44341363
Indebitamento a lungo	PC/CI	0,23060339

Partendo dalla composizione degli impieghi, si mostra una certa rigidità degli impieghi e una limitata liquidità immediata. Confacente con l'attività aziendale, risulta imponente il peso delle attività fisse rispetto al peso delle attività correnti. Le attività fisse valgono oltre il 65%, tale valore è composto, in larga parte, dal valore delle immobilizzazioni immateriali che nelle società calcistiche ha una rilevanza preponderante per i diritti pluriennali alle prestazioni sportive dei calciatori. Di conseguenza l'elasticità degli impieghi vale circa il 34%, così come l'incidenza della liquidità totale. Questo risultato deriva dall'inesistenza di valori ascrivibili al magazzino. L'incidenza della liquidità immediata e quindi il rapporto tra la liquidità immediata e il capitale investito si aggira intorno al 4%. Le fonti si mostrano composte per il 32,5% di mezzi propri e quindi si definisce un buon livello di autonomia finanziaria. L'indice di dipendenza finanziaria vale circa il 67%, tale valore è ottenuto dalla somma dell'indebitamento a breve, che vale il 44%, e dall'indebitamento a lungo, che vale il 23%.

L'analisi di liquidità definisce la capacità dell'impresa di onorare i suoi impegni del breve periodo. A tale proposito vengono calcolati indici costruiti come rapporti e differenze delle voci dell'attivo

[179] L'esercizio precedente evidenzia 71 milioni di plusvalenze contro i circa 15 dell'esercizio.

circolante in rapporto alle voci di passività del breve periodo. I differenti indicatori rapportano e confrontano le attività correnti, la liquidità totale e la liquidità immediata con le passività a breve. Si riportano i principali indici di liquidità:

Quoziente di disponibilità	AC/PB	0,79589998
Margine di disponibilità	AC-PB	-13387277
Quoziente di tesoreria primario	LT/PB	0,79589998
Margine di tesoreria primario	LT-PB	-13387277
Quoziente di tesoreria secondario	LI/PB	0,09063863
Margine di tesoreria secondario	LI-PB	-59646601
Quoziente di dipendenza dal magazzino	(PB-LT)/M	privo di significato

Il quoziente di disponibilità è il primo indicatore dell'analisi di liquidità e definisce il rapporto tra le attività correnti e le passività a breve, il suo valore ottimale dovrebbe aggirarsi nelle prossimità del valore di 1. In questo caso, il valore di 0,8 mostra una copertura insufficiente delle passività correnti attraverso le attività correnti. Ciò equivale a dire che non esiste una perfetta identità temporale tra le attività e le passività, quindi alcune attività fisse sono indirettamente utilizzate per la restituzione delle passività a breve. Come già considerato nell'analisi di solidità, alcune passività si renderanno esigibili prima che le attività fisse produrranno liquidità. Le attività correnti sono deficitarie di circa 13 milioni di euro, come definito dal margine di disponibilità. I quozienti di tesoreria vengono calcolati per capire più a fondo la liquidità dell'impresa, perché tra le attività correnti potrebbero essere presenti della attività difficilmente liquidabili. Attraverso il quoziente di tesoreria primario e il margine di tesoreria primario, si valuta la capacità dell'impresa di far fronte alle passività correnti con le sole liquidità differite ed immediate. In questo caso, per il semplice motivo che il magazzino si presenta uguale a 0, il quoziente e il margine di tesoreria primario si manifestano uguali ai rispondenti indicatori di disponibilità. Il quoziente di tesoreria secondario mostra il rapporto tra la liquidità immediata e le passività a breve, il suo valore vale circa il 9% e il corrispondente margine definisce un deficit di tesoreria secondario di circa 60 milioni. Non ha significato l'indice di dipendenza dal magazzino, sia perché il magazzino vale 0, sia perché non è stato presentato un caso in cui il quoziente di disponibilità riesce ad essere superiore ad 1 con un quoziente di tesoreria primario inferiore a 1. Gli indici studiati, ovviamente, non mostrano risultati positivi in ottica di liquidità. Consideriamo però che gli investimenti operati hanno creato un

importante aumento dei debiti a breve di circa 10 milioni. Si tratta appunto dei debiti verso le altre società del settore, allo stesso modo, date le limitate vendite, si sono ridotti i crediti verso le altre società calcistiche di circa 13 milioni. Questa situazione è anche figlia, quindi, di una campagna acquisti più ambiziosa. Una società come il Torino non può operare questo tipo di investimenti in ogni esercizio, e ciò ci spinge a credere che tale situazione problematica sia legata strettamente all'esercizio e agli investimenti fatti. Non è da escludere poi, una volontà a ritardare alcune cessioni per cercare di trarne plusvalenze maggiori. La liquidità descritta soffre anche di una importante riduzione delle disponibilità liquide. Rispetto a tale tema, il Rendiconto mostra una riduzione dovuta ad un maggior assorbimento derivante dall'attività operativa e al pagamento delle imposte di esercizi precedenti.

L'analisi di redditività è essenziale alla definizione dell'origine gestionale della perdita d'esercizio. Si opererà una definizione dei punti di pareggio operativo e contabile e dei principali indicatori di redditività. L'analisi di redditività si concluderà con la scomposizione del ROE che permette di indagare quale area gestionale ha inciso in maniera preponderante nella definizione del risultato d'esercizio. Propedeutica a tali valutazioni è la riclassificazione del Conto Economico in aree gestionali, si distinguono, in tal modo, le poste economico-reddituali legate all'area operativa, extra-operativa, straordinaria, finanziaria e dalla tassazione. Si riporta lo schema del Conto Economico riclassificato:

CEr	
Risultato Operativo	-15092415
Risultato Extra-operativo	517119
Ebit n	-14575296
Risultato Straordinario	0
Ebit i	-14575296
Oneri finanziari	400771
Reddito Lordo	-14976067
Imposte	2614260
Reddito Netto	-12361807

Sulla base di questo, si può facilmente notare una perdita operativa e l'assenza di un risultato straordinario. Da una prima visione del prospetto, la parte preponderante della perdita deriva dalla gestione operativa con una relativa attenuazione dovuta alle imposte positive. Sulla base dei costi operativi definiti dal Conto Economico, il punto di pareggio operativo si sarebbe realizzato al valore di circa 109 milioni di euro. Essendo, però il valore dei ricavi operativi vicino a 94 milioni di euro si evidenzia una perdita operativa di cica 15 milioni. Il punto di pareggio contabile, tenuto conto dei

costi totali della società, si sarebbe realizzato a circa 107 milioni di euro evidenziando una perdita di circa 12 milioni di euro.

L'analisi di redditività deve passare attraverso la costruzione degli indicatori di redditività del capitale operativo, del capitale totale e dei mezzi propri. A tale fine è necessaria una riclassificazione gestionale dello Stato Patrimoniale che evidenzi il capitale operativo, il capitale extra-operativo, i mezzi propri e le passività finanziarie e di funzionamento. Così operando si riesce ad ottenere la necessaria coerenza tra i numeratori e i denominatori degli indici fondamentali dell'analisi di redditività. Si mostrano gli schemi delle riclassificazioni dello Stato Patrimoniale:

SPr			
Attivo		Passivo	
Impieghi operativi	141879300	Mezzi Propri	48220875
Impieghi extra-op.	100072	Debiti Finanziari	0
Scorta liquida	5945146	Debiti di Funzionamento	99703643

SPr			
Attivo		Passivo	
Impieghi Netti	42175657	Mezzi Propri	48220875
Impieghi Extra-op. e Scorta	6045218	Debiti Finanziari	0

Attraverso le riclassificazioni mostrate possono essere calcolati, innanzitutto, il ROI lordo ed il ROI netto. Tali indicatori mostrano la redditività del capitale investito operativo al lordo e al netto dei debiti di funzionamento. Il ROI lordo può essere scomposto in ROS e Pciol che esprimono la redditività delle vendite e la produttività del capitale investito lordo. Il collegamento tra ROI netto e ROI lordo può essere espresso tramite la leva commerciale che definisce il peso dei debiti di funzionamento sulla redditività del capitale operativo. Si mostrano gli indici considerati:

ROI lordo	RO/CIOL	-0,106375
ROI netto	RO/CION	-0,357847
ROS	RO/Ro	-0,160896
Pciol	Ro/CIOL	0,6611408
Leva commerciale	CIOL/CION	3,3640092

Questi indicatori mostrano una redditività del capitale operativo lordo negativa, ogni unità di capitale investito produce una perdita operativa di circa 10 centesimi. Questo valore si aggrava nella considerazione del ROI netto a circa -0,36, ciò ovviamente dovuto alla riduzione del valore del

denominatore della frazione considerata. Tale riduzione è di entità importante data la presenza di un cospicuo numero di passività di funzionamento. Per la stessa ragione la leva commerciale vale circa 3,35, ciò significa che agisce come moltiplicatore de ROI lordo nella definizione del ROI netto. Partendo però, da un ROI lordo negativo, l'effetto del moltiplicatore rende la redditività del capitale operativo netto ancora peggiore. Il ROS presenta un valore di circa -0,16 e il Pciol di circa 0,66. Il ROS negativo mostra una redditività negativa delle vendite, infatti il risultato operativo aggiunge circa 16 centesimi di perdita ogni unità di ricavo e ciò può spiegarsi solo alla luce di un valore dei costi operativi maggiore del valore dei ricavi operativi.

Le valutazioni sulla redditività devono mostrare indicatori che inseriscono gli elementi extra-operativi e straordinari. Si dovranno quindi considerare il RONA integrale e normalizzato. Il RONA esprime la redditività del capitale investito totale, ricomprendendo al numeratore il risultato extra-operativo e al denominatore il capitale extra-operativo. Si mettono in evidenza gli indici comprensivi della gestione extra-operativa e straordinaria:

RONA normalizzato	EBITn/CITn	-0,302261
Leva accessoria	RONAn/ROI	0,8446668
RONA integrale	EBITi/CITn	-0,302261
Leva straordinaria	EBITi/EBITn	1

Il RONA normalizzato ha un valore di -0,3, ciò significa che la gestione extra-operativa è positiva e migliora la redditività. Infatti, il RONA normalizzato può essere visto come una media ponderata dei risultati operativi ed extra operativi. Come media è chiaro che il suo valore deve essere compreso tra gli elementi della media; in questo caso, essendo la redditività extra-operativa positiva, la redditività viene migliorata dalla gestione extra-operativa. Tale risultato può rivedersi anche nella definizione della leva accessoria, che essendo minore di 1 attenua l'entità della perdita operativa. Il RONA integrale è definito con gli stessi valori del RONA normalizzato perché, nel caso in essere, non è presente la gestione straordinaria, che è l'artefice della differenza tra i due indicatori. Sempre per la mancanza della gestione straordinaria la leva associata vale 1, è neutra e non produce alcun effetto.

Il ROE esprime la redditività dei mezzi propri ed è ottenuto dal rapporto tra utile e mezzi propri. Ciò esprime il guadagno degli azionisti in proporzione al capitale posseduto nel caso di distribuzione degli utili e l'arricchimento del patrimonio in caso di ritenzione degli utili in ottica di autofinanziamento. Il ROE è un indicatore fondamentale dell'analisi di redditività e forse l'indicatore di sintesi maggiormente studiato e valutato. Esso può essere mostrato al lordo ed al

netto della tassazione, e sulla base di queste forme di ROE è possibile comprendere l'effetto della tassazione attraverso la rispettiva leva. Inoltre, il confronto tra la redditività dei mezzi propri e la redditività del capitale totale ha il pregio di mettere in luce l'entità della leva finanziaria. Si definiscono gli indicatori appena presentati propri della società in esame:

ROE lordo	UL/MP	-0,310572
ROE netto	UN/MP	-0,256358
Leva finanziaria	ROEl/RONAi	1,0274966
Leva della tassazione	ROEn/ROEl	0,8254375

Il ROE lordo vale circa -0,3 e il ROE netto circa -0,25. Ciò mostra, in primo luogo, una perdita sia lorda che netta e un influsso positivo della leva della tassazione. Infatti, in caso di utile lordo negativo, la tassazione diventa una componente positiva di reddito, ciò è mostrato anche nella leva della tassazione che essendo minore di 1 riduce il valore negativo del ROE netto.
Il ROE riesce a dare molte indicazioni sulla base di tale scomposizione:

ROEn Scomposizione	-0,256357998
ROI lordo	-0,106375031
Leva commerciale	3,364009244
Leva accessoria	0,844666781
Leva straordinaria	1
Leva finanziaria	1,027496594
Leva della tassazione	0,82543748

Da questa scomposizione risulta chiaramente come il valore più pesante nella definizione del ROE netto negativo risulta essere il ROI. Il problema essenziale nella gestione è legato alla redditività operativa. Il valore negativo del ROE è figlio della perdita che la gestione dell'esercizio ha evidenziato, ma deve essere ribadita l'origine di tale risultato. Il risultato operativo negativo non deriva da riduzioni di diritti televisivi, introiti dello stadio o sponsorizzazioni, che si mostrano anche lievemente migliorate. La perdita è originata dalle minori plusvalenze realizzate nell'esercizio che mostrano una probabile strategia di rinvio delle stesse agli esercizi successivi per massimizzarne l'entità. Comunque, non è stato, negli anni precedenti, un problema della società realizzare cospicue plusvalenze. Si registra, inoltre, un aumento dei costi da ammortamento dovuti agli investimenti

realizzati. Così come sono cresciute le immobilizzazioni, crescono le quote di ammortamento annuali.

L'esercizio in perdita, per maggiori costi e minori plusvalenze, spiega i problemi di redditività analizzati. Per di più incide anche sul valore dei mezzi propri che riducendosi, peggiora gli indici di struttura. Gli investimenti realizzati nell'esercizio aumentano il valore delle immobilizzazioni e dei debiti mentre i crediti fisiologicamente si riducono date la residualità del valore delle cessioni. Sono questi, molto brevemente, i motivi alla base degli indicatori calcolati, ma si ritiene che negli esercizi successivi possano nuovamente realizzarsi plusvalenze e saranno probabilmente necessari minori investimenti. Risulta, però importante, sottolineare come la gestione economica di una società come il Torino sia fortemente legata alla realizzazione di plusvalenze.

3.4 U.C. Sampdoria Spa

La Sampdoria è una società per azioni controllata per il 99,96% dalla Sport Spettacolo Holding srl, a sua volta la società detiene delle partecipazioni, la più rilevante è la partecipazione al 50% della società che gestisce lo stadio di Marassi, la Luigi Ferraris srl. La Sampdoria nasce nel 1946 dalla fusione della Ginnastica Comunale Sampierdarenese e la Ginnastica Andrea Doria che, iscrivendosi al campionato di Serie A, si distingue per il gioco offensivo. Con discreti risultati si consolida, negli anni avvenire, nella massima serie, conquistando il primo piazzamento europeo nella stagione 60/61. Un ridimensionamento delle ambizioni contribuisce alla prima retrocessione nel 1966 a cui succedette una pronta risalita in Serie A. Alcune stagioni della Sampdoria hanno il solo obiettivo della salvezza, raggiunta fino alla retrocessione del 1977. La società genovese milita in cadetteria fino alla risalita del 1982 e al primo storico trofeo del 1985: la Coppa Italia. Questo trofeo viene conquistato anche nel 1988 e 1989, la Coppa delle coppe è conquistata nel 90 e nel 1991 la Sampdoria si laurea campione d'Italia. Sono gli anni più esaltanti per la società blucerchiata, culminati con la finale di Coppa dei Campioni persa contro il Barcellona nel 1992. Nei primi anni duemila la squadra fatica a mantenere la serie cadetta fino al rilancio con il presidente Garrone che, attraverso una rifondazione, riporta la Sampdoria in serie A nel 2003 ottenendo anche dei piazzamenti europei. Nella stagione 2010/2011, la squadra subisce le eliminazioni dalle coppe europee, conquistate con grandi risultati nella stagione precedente e si trova, alla fine della stagione, a subire anche la quarta retrocessione della sua storia. Ritornata in Serie A, nel 2014, si conclude l'acquisizione del pacchetto di maggioranza da parte del nuovo presidente Massimo Ferrero. La Sampdoria utilizza lo stadio Ferraris di Genova di proprietà comunale, avendolo in gestione paritariamente con il Genoa, fino al 2022. Il comune di Genova intendeva vendere lo stadio e presentò un bando d'asta con base di circa 16 milioni di euro, tale base fu considerata eccessiva dalla Luigi Ferraris srl, a cui partecipano le due società genovesi, che decise di non partecipare, preferendo la contrattazione per l'allungamento della concessione. Il centro di allenamento di Bogliasco è in concessione fino al 2072 e sono incorso importanti lavori di ammodernamento. I principali sponsor sono Joma e Invent.[180]

Il bilancio che si analizzerà è chiuso al 31 dicembre 2018, esso è redatto secondo i criteri e i principi del Codice Civile. Presenta un utile di circa 12 milioni di euro, tale dato è da considerarsi in linea con i trend positivi dei risultati degli esercizi passati. La stagione si concluse per la Sampdoria con un decimo posto e 54 punti conquistati, la salvezza fu piuttosto agevole e sono solo 6 i punti che

[180] https://www.sampdoria.it/storia/

divisero la società dalla conquista di un piazzamento europeo. La relazione sulla gestione sottolinea un andamento positivo anche nella stagione successiva con 42 punti conquistati a dieci giornate dal termine. Questi risultati sportivi sono in linea con gli obiettivi sportivi di valorizzazione del parco calciatori, di sviluppo di gioco e di posizionamento in classifica per l'impatto dei diritti televisivi. Risultano, inoltre, proficui gli investimenti fatti nel potenziamento della prima squadra e del settore giovanile, essi hanno consentito i risultati sportivi e permesso di realizzare importanti plusvalenze. Infatti, l'esercizio mostra un valore delle plusvalenze di cica 55,5 milioni di euro grazie alla cessione dei diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori, ma figurano anche premi legati al rendimento di calciatori ceduti in precedenza per circa 16 milioni di euro. Comunque, la società non ha tratto una riduzione del valore tecnico della rosa, ciò testimoniato dai risultati in divenire e dagli investimenti di prospettiva che comunque contano circa 52 milioni di euro. Il consolidamento dei risultati sportivi ha creato un buon incremento del valore dei diritti televisivi che ammonta a circa 51,5 milioni di euro per la stagione 2018/2019 contro i circa 45 della stagione precedente. Il risultato reddituale positivo è figlio di un valore della produzione importante e migliorato rispetto al bilancio precedente. Il valore della produzione ammonta a circa 142 milioni di euro rispetto ai circa 114 della stagione precedente, con un incremento del 24%. Tale incremento non deriva dai ricavi da gare che rimangono sostanzialmente invariati con un valore di 4,3 milioni di euro, di cui circa 3 milioni derivano dagli abbonamenti. I ricavi da diritti televisivi, come già detto hanno subito un incremento per la stagione 2018/2019, questo incremento riesce a mostrarsi già nel bilancio 2018 per una certa parte, portando i diritti televisivi a 47,5 milioni rispetto ai circa 42 dell'anno precedente. Lo sviluppo di tali ricavi è di circa il 13%. Le attività commerciali hanno incontrato un leggero incremento da circa 14,5 milioni a circa 16 e, sebbene il dato sia positivo, sono altre le voci che mettono in chiaro la fonte del miglioramento dei ricavi operativi. Le plusvalenze, come già annunciato, sono la parte più evidente dello sviluppo con un incremento del 46%. Infatti, se l'anno precedente definiva il valore delle plusvalenze vicine ai 38 milioni, l'esercizio mostra plusvalenze per circa 55,5 milioni di euro. Chiaramente, il dato delle plusvalenze riesce ad incidere in modo importante sui risultati di una società come la Sampdoria, che non può fare a meno di ricercare tali componenti positive di reddito. Mostra una buona capacità in tal senso, infatti il dato precedente di 38 milioni risulta comunque ottimo. È evidente, però, che tale componente sia molto variabile, non costituisce elemento economico positivo certo in ogni esercizio e non è facilmente auspicabile il ripetersi di tali valori delle plusvalenze. Questo ragionamento è necessario alla luce del legame che le plusvalenze hanno con gli andamenti della squadra e dei singoli calciatori, essi si caratterizzano per non essere sempre continuativi e per essere connessi alle contingenze. A testimoniare però la capacità dell'azienda di saper trarre ottimi risultati dalle cessioni, almeno negli ultimi anni, si

evidenzia anche un valore dei bonus da precedenti cessioni per circa 16 milioni di euro. Questo valore ha subito un incremento del 30% rispetto all'anno precedente in cui valeva circa 12,5 milioni. I contributi dalla Lega si attestano, senza grandi variazioni, intorno ai 2 milioni di euro. Si deve evidenziare, a fronte dello sviluppo dei ricavi, anche un importante sviluppo dei costi. Infatti, i costi della gestione operativa sono aumentati del 17%, dai circa 103 milioni dell'esercizio precedente ai circa 120 milioni dell'esercizio 2018. I costi per materie rimangono stabili intorno al valore di 1,5 milioni e gli oneri diversi di gestione non presentano una grande variazione, mantenendosi intorno agli 8,5 milioni. Risultato simile si riscontra anche per i costi sostenuti per il godimento dei beni di terzi che ammonta a circa 4,5 milioni di euro. Le differenze che pesano rispetto allo scorso esercizio sono da imputarsi ai costi per il personale, ai costi per servizi e agli ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni. Infatti, i costi per il personale presentano un incremento del 6% e muovono dai 51 milioni ai circa 54 milioni, tale differenza è originata dagli incentivi all'esodo di alcuni calciatori ceduti a titolo definitivo. I maggiori costi per servizi sono legati alle intermediazioni per le operazioni di acquisto dei calciatori, tale valore nel 2018 si presenta vicino ai 21 milioni di euro con un incremento del 31% dall'esercizio precedente in cui valevano circa 16 milioni. Infine, gli ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni presentano un incremento del 42% dovuto agli investimenti realizzati nelle campagne di mercato e per l'ammodernamento del centro sportivo Mugnaini del comune di Bogliasco. Tale incremento porta il valore a circa 29,5 milioni di euro, a fronte dei circa 20,5 dell'esercizio precedente.[181] Il risultato reddituale complessivo determina un utile di circa 12 milioni di euro, rispetto all'utile dell'esercizio precedente che si attesta intorno ai 9 milioni. Tali risultati hanno un impatto importante nelle voci di patrimonio netto della società, infatti, essendo ritenuti a scopo di autofinanziamento, determinano, al 2018, un patrimonio netto di circa 45 milioni, dove solo 14 milioni sono di capitale sociale. Le immobilizzazioni hanno conosciuto un incremento di circa 27 milioni arrivando al valore complessivo di 113,5 milioni di euro su cui pesano in maniera evidente gli investimenti in diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori; con un incremento di circa 23 milioni portano il valore complessivo della voce iscritta tra le immobilizzazioni immateriali a circa 85 milioni di euro. Non si evincono altre variazioni importanti nelle attività fisse. Nelle poste relative ai crediti vi sono variazioni soprattutto nei crediti verso gli enti del settore specifico, si nota l'effetto combinato di una loro riduzione, dovuta al loro naturale rendersi esigibile, e di un aumento dovuto ai nuovi investimenti. Diminuiscono infatti i crediti di tale specie legati all'esercizio successivo e aumentano gli stessi che sono legati agli esercizi futuri. Anche dal lato dei debiti si manifestano movimentazioni dovute agli investimenti per

[181] Relazione sulla gestione, U.C. Sampdoria Spa.

le acquisizioni delle prestazioni sportive dei calciatori. Il Rendiconto Finanziario definisce disponibilità liquide, composte dai depositi e dal denaro in cassa, per circa 3,8 milioni di euro con un decremento dall'esercizio precedente di circa 1 milione di euro dovuto soprattutto alla gestione finanziaria.[182]

Le norme sul fair play finanziario hanno consentito alla Sampdoria il rilascio della licenza per l'esercizio successivo. Si ricordi come fondamentale in questo ambito sia la ricerca del punto di pareggio nei tre esercizi precedenti alla richiesta del rilascio e il rispetto di alcune direttive sulla trasparenza della documentazione. Con riferimento al punto di pareggio, deve essere raggiunto con i risultati prima delle imposte cumulati dei tre esercizi precedenti. Si ricordi che alcuni costi sono esclusi da questo accertamento e che è consentita una deviazione. Per tale deviazione, può registrarsi una perdita cumulata di 5 milioni o superiore nei limiti di 30 milioni se coperta da versamenti di capitale. La Sampdoria non ha avuto problemi a raggiungere il punto di pareggio, anzi la sua gestione del triennio è positiva per circa 36 milioni di euro.

I fatti di rilievo verificatisi dopo la chiusura dell'esercizio mostrano la creazione di flussi reddituali derivanti da alcune cessioni di calciatori e l'acquisto di taluni immobili per la creazione di un complesso di uffici situati nel comune di Bogliasco. L'evoluzione prevedibile della gestione è legata agli obiettivi prefissati dalla società. Questi prevedono un andamento delle prestazioni sportive positivo e prudenzialmente legato alle posizioni tra l'ottavo e il dodicesimo posto, il contenimento del monte ingaggi e operazioni di investimento che consentano la crescita di calciatori giovani e di prospettiva per il mantenimento della competitività della squadra e per la realizzazione di future plusvalenze. Non meno importante, sarà il rafforzamento degli introiti derivanti dai diritti televisivi che, come è intuibile, rappresentano il principale strumento di creazione di ricavi.

Nella relazione sulla gestione la società mostra la consapevolezza di una continuità aziendale non a rischio ma definisce quelli che sono i principali rischi da attenzionare. Il rischio principale secondo i redattori è legato al settore di attività, le stagioni calcistiche sono difficilmente prevedibili e legate a tanti aspetti contingenziali come la tenuta fisica dei calciatori. I risultati non prevedibili sono un rischio anche perché da essi dipendono le entità dei diritti televisivi. Il rischio finanziario è indissolubilmente legato, anche esso, alle prestazioni sportive, infatti, il rischio più pericoloso è la retrocessione in Serie B. Tale evento creerebbe una importante riduzione di introiti che però è in parte mitigata dalla previsione del paracadute. Il paracadute distribuisce 60 milioni di euro alle società retrocesse in proporzione agli anni di permanenza in Serie A e, sulla base della permanenza in Serie A maggiore di 3 anni, accorderebbe alla Sampdoria trai 20 e i 25 milioni di euro. Tale

[182] Nota integrativa, U.C. Sampdoria Spa.

strumento risulta essere positivo ma non ripara dal ridimensionamento del valore della rosa a cui le società retrocesse vanno fisiologicamente incontro.[183]

[183] Relazione sulla gestione, U.C. Sampdoria Spa.

3.4.1 I principali indicatori finanziari e reddituali

La comprensione della struttura finanziaria e della redditività della società deve passare, inderogabilmente, per la fase della costruzione degli indici e della loro interpretazione. Tale interpretazione deve riuscire nell'intento di operare una valutazione degli indicatori prodotti con un approccio che riesca a tener presente le condizioni di contesto e di settore, questo perché alcune condizioni posso essere spiegate dal tipo di attività e dalla situazione di contesto che si presenta. Per la definizione degli indici, la riclassificazione è essenziale per rendere i dati di bilancio utilizzabili a pieno, così si potranno distinguere gli aggregati che saranno al nominatore e al denominatore di un quoziente, oppure minuendi o sottraendi della sottrazione che definiscono un margine. L'analisi della struttura finanziaria necessita della riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale, che distingue le attività e le passività in base alle epoche di esigibilità. Se una attività produce liquidità oltre i dodici mesi deve essere riclassificata nelle attività fisse, se produce liquidità entro i dodici mesi deve essere riclassificata nell'attivo circolante. L'attivo circolante distingue il magazzino, dove sono presenti le rimanenze e altre poste di cui non si ha certezza sull'epoca, dalla liquidità differita ed immediata. La liquidità differita accoglie le voci che si rendono disponibili entro dodici mesi e la liquidità immediata ingloba le voci che possono rendersi subito disponibili. Le passività vengono riclassificate in modo simile: le passività che si rendono esigibili entro dodici mesi sono passività a breve e le altre sono passività permanenti. Tra di esse, se la fonte risulta essere esterna, la riclassificazione avviene nelle passività consolidate, se la fonte è interna, la riclassificazione avviene nei mezzi propri. Secondo questi principi la riclassificazione si presenta come segue:

SPr			
Attivo		Passivo	
AF	148313162	**MP**	44275166
AC	75647883	**PC**	43551086
M	0	**PB**	136134793
LD	71791224		
LI	3856659		
tot.	223961045	tot.	223961045

Tale schema di riclassificazione mostra un indebitamento a breve importante, cosa che probabilmente impatterà negativamente sugli indici di struttura. Si evince un valore elevato dell'attivo fisso e un valore nullo del magazzino, tali elementi sono in linea con il settore e con le altre società analizzate, infatti, molto dipende dalla tipologia di attività svolta. Le attività fisse

derivano in gran parte dai diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori e il magazzino risulta spesso assai limitato nelle società calcistiche in cui le origini dei ricavi sono essenzialmente nei diritti televisivi, nelle plusvalenze, nelle sponsorizzazioni e negli accessi allo stadio.
L'analisi di solvibilità deve mostrare la capacità dell'impresa di far fronte alle passività che si presentano nel tempo. Utilizzando come base temporale il lungo periodo, si mostra l'analisi di solidità. Essa confronta gli elementi attivi e passivi e successivamente ne considera la composizione. In primo luogo, quindi, si calcoleranno gli indici di struttura, essi indagano la capacità dell'impresa di coprire le attività fisse sia con i mezzi propri che con i mezzi propri e la passività consolidate. La frequente insufficienza dei soli mezzi propri non risulta essere una indicazione molto problematica, l'insufficienza di mezzi propri e passività consolidate mostra un problema più serio nel confronto tra fonti e impieghi. Infatti, si starà indirettamente affermando che parte delle attività fisse sono finanziate con passività correnti, condizione che mette a rischio la solidità dell'impresa. Si mostrano gli indicatori di struttura per la U.C. Sampdoria Spa:

Quoziente di struttura primario	MP/AF	0,298524861
Margine di struttura primario	MP-AF	-104037996
Quoziente di struttura secondario	(MP+PC)/AF	0,592167619
Margine di struttura secondario	(MP+PC)-AF	-60486910

Il quoziente primario di struttura si presenta insufficiente, i mezzi propri non sono in grado di coprire le attività fisse. Il valore di circa 0,3 potrebbe comunque considerarsi come valore nei limiti, infatti, sebbene il valore ottimale sia 1, si può ritenere accettabile un valore non inferiore a 0,3. Il margine mostra l'entità di questa insufficienza, sono circa 104 i milioni di euro che rimangono scoperti dalla copertura dei mezzi propri. Il quoziente secondario di struttura dovrebbe presentarsi maggiore di 1 per impedire il finanziamento di attività fisse con le passività correnti. Nel caso in esame questo non accade e le passività permanenti coprono le attività fisse per circa il 59%, ciò significa anche che il restante 41% è finanziato da passività correnti. Il margine secondario esprime il valore di questo 41% non finanziato da passività permanenti in circa 60 milioni di euro. Tutto ciò può essere letto nei seguenti termini: circa 60 milioni di attività fisse sono finanziate con passività correnti, mostrando un importante squilibrio temporale e un potenziale rischio di insolvenza. L'unica considerazione che deve operarsi a minima riduzione dell'entità del fattore di rischio è che gli indicatori sono, in maniera contenuta, aggravati dagli investimenti realizzati nell'esercizio.
Si deve ora considerare, quella che viene definita analisi di solidità di secondo livello e analizzare la composizione degli impieghi e in seguito delle fonti. La composizione degli impieghi mostra

semplicemente quale parte del capitale investito è rappresentato dalle diverse poste dell'attivo dello Stato Patrimoniale riclassificato. Si mostrano i principali indici di composizione degli impieghi:

Rigidità degli impieghi	AF/CI	0,662227496
Elasticità degli impieghi	AC/CI	0,337772504
Incidenza del magazzino	M/CI	0
Incidenza della liquidità totale	LT/CI	0,337772504
Incidenza della liquidità immediata	LI/CI	0,017220222

Come spesso accade, tra le imprese del settore, è consistente il valore della rigidità degli impieghi, infatti, l'attivo fisso rappresenta il 66% delle attività complessive. La parte rimanente, cioè intorno al 34% del capitale investito, è rappresentato da attività correnti. Di queste, il magazzino risulta assente e solo meno del 2% risulta legato alla liquidità immediata. Complessivamente si evince una importante rigidità degli impieghi e una ridotta incidenza della liquidità immediata, tali elementi, comunque, sono molto frequenti nelle società calcistiche.
Allo stesso modo, gli indici legati alla composizione delle fonti mettono in chiaro come il capitale raccolto dall'impresa è ripartito tra le diverse poste del passivo. Si riporta uno schema di tali indicatori:

Autonomia finanziaria	MP/CI	0,197691371
Dipendenza finanziaria	PT/CI	0,802308629
Indebitamento a breve	PB/CI	0,607850321
Indebitamento a lungo	PC/CI	0,194458309

L'indice di autonomia finanziaria espone che i mezzi propri incidono sul capitale investito o raccolto per circa il 20%. Di conseguenza la dipendenza finanziaria vale l'80% del passivo, ma gli indici di indebitamento mettono in evidenza una sproporzione delle passività aggravando le passività a breve. Infatti, l'indice di indebitamento a breve vale il 60% e l'indice di indebitamento a lungo il 20%. Questi dati non fanno che confermare ciò che emerge dagli indicatori di struttura, dove le passività correnti concorrono consistentemente al finanziamento delle attività e anche delle attività fisse.
L'analisi di liquidità interroga i dati sulle relazioni che intercorrono tra le attività e le passività nel breve termine, cercando di cogliere la capacità dell'impresa di far fronte alle uscite correnti attraverso le attività che si rendono liquide entro il termine di dodici mesi. Il quoziente di

disponibilità mostra la copertura che le attività correnti danno alle passività correnti, ma siccome tale quoziente utilizza indistintamente tutte le attività correnti, il dato può essere reso meno grezzo dai quozienti di tesoreria che escludono le poste del magazzino prima, e le poste della liquidità differita poi. Il primo quoziente di tesoreria ha l'obiettivo di difendere il dato sulla liquidità dalle poste del magazzino che sono difficilmente liquidabili e il secondo approfondisce la copertura che gli elementi immediatamente liquidabili dell'attivo sono in grado di dare alle passività correnti. Complementari a tali quozienti, i margini rispettivi valutano il valore delle eccedenze o dei deficit di tali coperture delle attività a breve nei confronti delle passività a breve. Si riportano i principali indici di liquidità:

Quoziente di disponibilità	AC/PB	0,555683682
Margine di disponibilità	AC-PB	-60486910
Quoziente di tesoreria primario	LT/PB	0,555683682
Margine di tesoreria primario	LT-PB	-60486910
Quoziente di tesoreria secondario	LI/PB	0,028329708
Margine di tesoreria secondario	LI-PB	-132278134
Quoziente di dipendenza dal magazzino	(PB-LT)/M	privo di significato

Il quoziente di disponibilità mostra una copertura delle passività a breve, attraverso le attività del circolante, vicino al 56% per un deficit di circa 60 milioni. Il quoziente di tesoreria primario e il margine di tesoreria primario non differiscono da essi perché il bilancio non presenta poste ascrivibili al magazzino. Tale considerazione rende anche privo di significato il quoziente di dipendenza dal magazzino, quindi non trova motivazione alcun discorso sulla liquidità connessa al peso del magazzino e alla sua trasformazione. Riguardo alla copertura che la liquidità immediata è in grado di operare sulle passività a breve, il quoziente secondario di tesoreria ci mostra un valore molto ridotto, vicino al 3%. Quindi l'impresa riesce, attraverso la liquidità immediata, a coprire solo il 3% delle passività correnti e lascia scoperti circa 132 milioni di euro. Tale quadro, ovviamente, non mostra una società che si caratterizza per una buona liquidità; a fronte di passività a breve molto incidenti sulle fonti totali, non si evince una buona opposizione delle attività correnti. Quindi, è da sottolineare uno squilibrio temporale nello schema delle fonti e degli impieghi, le attività fisse sono molto superiori alle attività correnti e di contro le passività a breve sono molto più consistenti delle

passività a lungo. Questi elementi hanno inevitabilmente ripercussioni negative sulla liquidità come sulla struttura.

A questo punto si devono analizzare le capacità di produzione di reddito che l'impresa possiede. L'analisi reddituale mostra quali valori di reddito sono realizzati in relazione ai capitali investiti e al patrimonio della società. A questo scopo è necessaria una riclassificazione gestionale del Conto Economico per mettere in evidenza i risultati delle diverse gestioni. Saranno, quindi, separati i risultati dell'area operativa, extra-operativa, straordinaria, finanziaria e della tassazione. Questo schema è riproposto di seguito:

CEr	
Risultato Operativo	21693480
Risultato Extra-operativo	56853
Ebit n	21750333
Risultato Straordinario	0
Ebit i	21750333
Oneri finanziari	2728159
Reddito Lordo	19022174
Imposte	6969234
Reddito Netto	12052940

La gestione aziendale ha creato un utile netto di circa 12 milioni di euro. Dallo schema si evince anche l'assenza dell'area straordinaria e un peso importante del risultato operativo sul risultato finale. Sulla base dei dati riclassificati e dalle informazioni del bilancio, si può considerare l'analisi del punto di pareggio. In base ai costi operativi sostenuti dalla società, il punto di pareggio operativo è raggiunto al valore di circa 120 milioni di euro. Essendo però i ricavi operativi pari a circa 142 milioni di euro, l'utile operativo ha un valore di oltre 21 milioni di euro. Invece il punto di pareggio contabile si sarebbe raggiunto con il valore dei ricavi totali di circa 130 milioni di euro. Anche in questo caso, secondo la Break even analysis, la società si trova nell'area dell'utile, dati i ricavi complessivi superiori ai costi di circa 12 milioni di euro.

Fatte queste prime considerazioni, che già evidenziano una gestione reddituale positiva, il punto centrale dell'analisi di redditività necessita di una riclassificazione dello Stato Patrimoniale coerente allo schema di Conto Economico riclassificato. Infatti, i dati reddituali devono essere rapportati a dati patrimoniali coerenti. La costruzione degli indicatori di redditività è operata attraverso la creazione di quozienti che si ottengono dal rapporto di dati reddituali e dati patrimoniali, quindi, per esempio, per conoscere la redditività operativa, il risultato operativo deve essere rapportato al capitale operativo. Sulla base di queste considerazioni anche lo Stato Patrimoniale deve essere

costruito con lo scopo di distinguere le aree gestionali. La distinzione fondamentale che viene operata nell'attivo è tra gli impieghi operativi ed extra-operativi, per mettere in chiaro quale capitale è investito per la gestione operativa e quale è investito per le attività extra-operative. Le fonti, invece, necessitano di mostrare quali debiti hanno natura finanziaria e quali sono debiti di funzionamento. In questi la differenza sostanziale è legata ai loro oneri, nel primo caso sono espliciti e nel secondo sono impliciti e legati alle dilazioni di pagamento. Così si costruiscono due schemi di riclassificazione, come detto, essenziali alla produzione degli indicatori:

SPr			
Attivo		Passivo	
Impieghi Operativi	220360804	Mezzi Propri	45004002
Impieghi Extra-op.	472418	Debiti Finanziari	25839781
Scorta Liquida	3856659	Debiti di Funzionamento	153846098

SPr			
Attivo		Passivo	
Impieghi Netti	66514706	Mezzi Propri	45004002
Impieghi Extraop. e Scorta	4329077	Debiti Finanziari	25839781

A questo punto, è possibile lasciare la fase preliminare e iniziare il vero e proprio calcolo degli indici di redditività e la finale scomposizione del ROE con l'ausilio delle leve. Iniziando dagli indici di redditività operativa, sarà calcolato il ROI al lordo e al netto delle passività di funzionamento. Il ROI lordo è ottenuto rapportando il reddito operativo al capitale investito operativo lordo e il ROI netto è ottenuto dal rapporto tra il reddito operativo e il capitale investito operativo al netto delle passività di funzionamento. La leva commerciale esprime il punto che connette i due indici, è ottenuta dal rapporto tra capitale operativo lordo e capitale operativo netto ed è il fattore di crescita della redditività dovuto alla presenza delle passività commerciali. Il ROI lordo può inoltre essere scomposto in due elementi, la redditività delle vendite, data dal rapporto tra utile operativo e ricavi operativi, e la produttività del capitale lordo, data dal rapporto tra ricavi operativi e capitale investito operativo lordo. Si mostra la costruzione di tali indici per la società:

ROI lordo	RO/CIOL	0,0984453
ROI netto	RO/CION	0,3261456
ROS	RO/Ro	0,153015
Pciol	Ro/CIOL	0,6433702
Leva commerciale	CIOL/CION	3,3129637

La redditività del capitale investito lordo si attesta intorno al 10% e il ROI netto arriva a valere circa il 33%. Questo vuol dire che ogni unità di capitale investito netto produce reddito per 0,33. In questo dato si deve sottolineare il peso rilevante della leva commerciale che vale circa 3,3. Quindi, il dato netto del ROI è costruito grazie alla leva che agisce da importante moltiplicatore; in altri termini, la società riesce ad accrescere la redditività grazie alle passività commerciali a remunerazione implicita. La scomposizione del ROI lordo permette di analizzare l'origine del suo valore, determina quindi un valore del 15% per il ROS e del 64% per il Pciol. Il ROS mostra che ogni unità di ricavi operativi produce un reddito operativo di 0,15 e il Pciol mette in evidenza che ogni unità di capitale investito lordo produce un valore di 0,64 di ricavi. Il dato migliore è appunto quest'ultimo e definisce una buona capacità di produrre ricavi. Inoltre, essendo il Pciol una misura di efficacia, definisce la buona capacità dell'impresa di massimizzare i ricavi. Ricordiamo, comunque, come tali risultati non siano stabili in una società calcistica, infatti la variabilità, dovuta agli andamenti sportivi e alle scelte societarie, può essere considerata una caratteristica di tali società. Tale discorso è poi rafforzato dal fatto che la positività dei risultati operativi non deriva da componenti di reddito stabili ma è generata, in gran parte, dalle importanti plusvalenze realizzate nell'esercizio, non facilmente ripetibili negli esercizi avvenire.

È possibile calcolare la redditività del capitale totale netto, a questo scopo si deve ampliare il reddito, che costituisce il numeratore, anche alle componenti extra-operative, e il capitale anche agli impieghi extra-operativi. Si definisce, in questo modo, il RONA normalizzato. La parola "normalizzato" definisce l'esclusione dall'indice degli elementi straordinari. È possibile però aggiungere al numeratore anche i risultati straordinari producendo il RONA integrale. Invece, la leva accessoria costituisce il collegamento tra la redditività operativa e la redditività totale; essa può rappresentare il moltiplicatore che consente di passare da ROI a RONA normalizzato. Misura l'intensità che il divario tra area operativa ed extra-operativa ha sul RONA. La leva straordinaria consente di passare da RONA normalizzato a RONA integrale ed è costruito come rapporto tra EBIT integrale e EBIT normalizzato. Misura il peso della componente straordinaria. Si riportano gli indicatori nello schema:

RONA normalizzato	EBITn/CITn	0,3070182
Leva accessoria	RONAn/ROI	0,9413532
RONA integrale	EBITi/CITn	0,3070182
Leva straordinaria	EBITi/EBITn	1

La redditività del capitale investito totale vale intorno al 31% e la leva accessoria intorno a 0,94. Questi valori mostrano una redditività extra-operativa minore della redditività operativa, infatti la leva accessoria conduce ad una riduzione della redditività. Se si ricorda che il RONA può essere espresso anche come media tra la redditività operativa e la redditività extra-operativa, si comprenderà il motivo di un valore del RONA minore del valore del ROI. Infatti, come media, il RONA sarà compreso tra il valore della redditività operativa ed extra-operativa. I risultati definiti mostrano un impatto della gestione extra-operativa negativo sulla redditività. Il RONA integrale non si differenzia dal RONA normalizzato perché non è presente la gestione straordinaria, di conseguenza la leva ha valore unitario.

La redditività del capitale proprio misura la capacità di produrre reddito in relazione al patrimonio netto che i soci investono nelle attività sociali. Tale redditività è definita attraverso il ROE che è costruito attraverso il rapporto tra l'utile e i mezzi propri; l'utile utilizzato nella frazione può essere al netto o al lordo della tassazione. Chiaramente le indicazioni che fornisce sono diverse, il ROE netto è un indice consuntivo che determina la redditività comprendendo la considerazione del prelievo fiscale per le imposte societarie, il ROE lordo non considera l'effetto delle imposte. I due indici possono essere collegati da un moltiplicatore denominato leva della tassazione che si ottiene dal rapporto tra utile netto e utile lordo e misura l'intensità del prelievo fiscale sulla redditività. Infine, si può definire una relazione tra il ROE lordo e il RONA integrale che è rappresentata dalla leva finanziaria. La leva finanziaria è ottenuta dalla divisione di ROE lordo e RONA integrale e mostra l'effetto dell'indebitamento. Se esso agisce da moltiplicatore positivo vuol dire che la redditività del capitale è maggiore del tasso di finanziamento e, teoricamente, l'indebitamento accresce la redditività dell'azienda. Nel caso in cui la leva sia inferiore a 1, l'indicazione è opposta: la società produce meno reddito di quello che gli oneri finanziari assorbono e l'indebitamento presenta un effetto negativo sulla redditività. Si mostrano gli indici presentati:

ROE lordo	UL/MP	0,4226774
ROE netto	UN/MP	0,2678193
Leva finanziaria	ROEl/RONAi	1,3767175
Leva della tassazione	ROEn/ROEl	0,6336258

I risultati di questa analisi si presentano positivi, ogni unità di patrimonio della società produce un utile al lordo dell'imposizione fiscale vicino a 0,42. Il dato netto mette in evidenza un valore inferiore che sia attesta intorno al 27% e ciò anticipa il valore della leva della tassazione, inferiore a 1. Come è evidente, l'effetto delle imposte riduce la redditività dei mezzi propri. Invece, la leva

finanziaria si mostra positiva con un valore superiore all'unità. Questo indica che la redditività dell'impresa deriva anche da un'onerosità dei finanziamenti inferiore alla redditività degli investimenti. I dati ricavati dall'analisi di redditività testimoniano una buona capacità, per l'esercizio 2018 di produrre reddito.
Il ROE può accrescere la sua capacità informativa operando la scomposizione:

ROEn Scomposizione	0,267819293
ROI lordo	0,098445275
Leva commerciale	3,312963663
Leva accessoria	0,941353228
Leva straordinaria	1
Leva finanziaria	1,376717549
Leva della tassazione	0,633625789

In tale operazione emerge la composizione del ROE netto. Il ROE netto vicino al 27% deriva da una redditività del capitale operativo di circa il 10% ed è accresciuto dalla leva commerciale e dalla leva finanziaria. La leva commerciale sottolinea un ottimo sfruttamento delle passività di funzionamento nella produzione di reddito operativo e la leva finanziaria funge da moltiplicatore positivo conferendo all'indebitamento una funzione positiva nella produzione di reddito. La leva straordinaria non incide perché è assente un risultato straordinario, invece hanno un impatto negativo la leva accessoria e la leva della tassazione. Ciò mostra come gli impieghi extra-operativi abbiano una minore capacità di produrre reddito. La loro incidenza sui risultati finali è contenuta sulla base del valore limitato di tali impieghi. Come è normale che sia in caso di risultato reddituale positivo la tassazione ha l'effetto di ridurre la redditività.
Non si riscontrano elementi realmente negativi nell'analisi di redditività, ma dobbiamo ribadire degli elementi contestuali ai dati generati. Gli elementi principali di costruzione del reddito di una società calcistica sono, su tutti, i diritti televisivi e le plusvalenze realizzate. I diritti televisivi sono commisurati alle prestazioni offerte e ai risultati ottenuti e quindi presentano una importante variabilità. Nell'esercizio in corso è stato possibile realizzare delle plusvalenze di valore probabilmente superiore alla media, quindi sebbene, il risultato sia in linea con trend passati, non sono da escludere esercizi con maggiori problemi di redditività nei limiti della variabilità che interessa il settore.

3.5 U.C. Sassuolo Calcio Srl

Il Sassuolo Calcio è una società a responsabilità limitata con socio unico, infatti la Mapei Spa esercita la direzione e il coordinamento sulla società calcistica. Il Sassuolo come realtà sportiva nasce nel 1920 e partecipa negli anni seguenti ai campionati dilettantistici. È originato da alcune fusioni, infatti nel 1966 avviene la fusione tra Sassuolo Sportiva e Sassuolo football Club, dando vita alla Sassuolo SFC e nel 1974 avviene la fusione con la A.C. Sassolese. Tale operazione porta alla nascita dell'Unione Sportiva Sassuolo Calcio che compete alternativamente tra Serie D e Promozione fino al concludersi degli anni Settanta. Gli anni Ottanta segnano una ascesa del calcio sassolese con ottime prestazioni nel campionato interregionale prima, e con la C2 del campionato 1983/84. Dopo alcuni anni di professionismo il Sassuolo non può evitare la nuova discesa nel calcio interregionale, riaffacciandosi alla C2 sul finire degli anni Novanta. La vera svolta avviene nel 2002 con la sponsorizzazione da parte della Mapei di Giorgio Squinzi, che nel 2003 acquisisce la società. La squadra neroverde evita la retrocessione tra i dilettanti grazie al ripescaggio nel 2002/2003 e grazie alla vittoria dei playout dell'anno seguente. La stagione 2004/2005 conosce un rinnovamento tecnico che porta alla conquista dei playoff, ma la promozione è solo rinviata, e arriva tramite playoff nel 2006. Completato lo scacchiere tattico, con la stagione 2007/2008 avviene la promozione in Serie B attraverso la vittoria del girone di serie C. Con la Serie B, la squadra si trasferisce dallo Stadio Ricci allo Stadio Braglia di Modena per l'inadeguatezza dell'impianto agli standard della Serie B. Succedono cinque anni di cadetteria con playoff sfiorati, conquistati e stagioni più complicate. Nel 2012/2013 una stagione sorprendente concede al Sassuolo di accedere alla Serie A, è un momento storico del calcio: dal dopoguerra è la più piccola città a conquistare l'elite del calcio italiano. Da allora il Sassuolo milita nella Serie A, riesce ad aggiungere valore alla squadra e, pur senza i mezzi e gli investimenti delle squadre più blasonate, riesce ad accedere alla fase a gironi dell'Europa League nella stagione 2016/2017. La società emiliana è una delle pochissime società italiane ad avere uno stadio di proprietà, infatti nel 2013 la casa del Sassuolo diventa il Mapei Stadium. Costruito sul modello inglese, è uno stadio all'avanguardia di circa 21 mila posti, che si propone di continuare nel suo processo di acquisizione di valore. Lo sponsor principale è ovviamente Mapei e lo sponsor tecnico è Kappa. Inoltre, la società è impegnata sul versante della responsabilità etica e sociale promuovendo attività benefiche e raccolte fondi sui temi problematici più attuali della nostra società.[184]

[184] http://www.sassuolocalcio.it/

Il bilancio che verrà analizzato è il documento contabile del 2018 redatto secondo i principi e i postulati del Codice Civile agli articoli 2423 e seguenti. La stagione 2017/2018 mostra, per il Sassuolo, una salvezza conquistata con 43 punti e l'undicesimo posto in classifica. Il campionato successivo non si mostra diverso per le prestazioni sportive e il Sassuolo conserva l'obiettivo principale della conservazione della Serie. Il bilancio presenta un utile d'esercizio di circa 8 milioni di euro. La campagna abbonamenti ha mostrato la sottoscrizione di circa 7 mila abbonamenti per la stagione 2018/2019 per un corrispettivo di circa 1 milione di euro mentre la stagione 2017/2018 ha mostrato la sottoscrizione di circa 5 mila abbonamenti, si registra quindi un aumento degli accessi allo stadio attraverso gli abbonamenti. Le operazioni di calciomercato sono state numerose, con diverse cessioni e acquisizioni definitive e temporanee. Contestualmente al discorso, si registrano plusvalenze per circa 30 milioni di euro e minusvalenze per alcune migliaia di euro. Allo stesso tempo si registrano importanti investimenti nella campagna trasferimenti, con circa 65 milioni di corrispettivi per le acquisizioni di nuovi calciatori. La componente ricavi può essere ben distinta tra le voci più caratteristiche di una società sportiva per analizzare la provenienza dei risultati ottenuti. In complessivo i ricavi da gare incidono per circa il 3% sul valore dei ricavi e ammontano a circa 3 milioni di euro, a fronte di un valore poco inferiore a 4 milioni per l'esercizio precedente. Si è registrata, quindi, una lieve riduzione di tale componente positiva di reddito. Non presentano grandi differenze i proventi dalla lega che valgono circa 1,5 milioni, i proventi pubblicitari, del valore di circa 9 milioni, e le sponsorizzazioni, che mantengono il valore di 19 milioni di euro. I proventi diversi hanno un valore di circa 3,5 milioni di euro in linea con il passato, ma è la gestione dei diritti pluriennali alle prestazioni sportive a creare i maggiori movimenti nella società. Le cessioni temporanee non sono diverse dall'esercizio precedente e ammontano a circa 3,5 milioni di euro, lo stesso valore misura la voce altri proventi della gestione calciatori che ha però subito un incremento dall'esercizio precedente quando valeva 1,5 milioni. È stato un esercizio positivo sul fronte delle plusvalenze, che giustificano l'incremento del valore della produzione, esse mettono in evidenza 30 milioni a fronte dei 17 dell'esercizio precedente. Questi elementi consentono un'espansione del valore della produzione dai 91,5 milioni ai circa 107 dell'esercizio in corso. Si deve evidenziare come il risultato positivo sia generato da una componente di ricavo assai variabile: la società, per le sue caratteristiche e dimensioni, è basata anche sulla attività di valorizzazione e poi vendita dei calciatori che gli consente di generare plusvalenze, ma tali componenti positive di reddito non sono fisse negli esercizi. Esse sono dipendenti dai risultati sportivi di squadra ed individuali che, per loro natura, soffrono di continuità essendo legati a molteplici aspetti. Infatti, le condizioni fisiche con annessi possibili infortuni, le direzioni tecniche, le condizioni delle concorrenti possono incidere sulla capacità della società di generare plusvalenze. Per tali ragioni, non risulta semplice

programmare plusvalenze e, a stagioni che ne hanno generate, possono facilmente alternarsi stagioni meno positive in tal senso. Sul lato dei costi, si registrano valori nella media per la maggior parte degli elementi con degli incrementi alla voce costi per servizi che vale circa 15 milioni di euro e alla voce costi per il personale che arriva al valore di circa 46,5 milioni. L'incremento più evidente è mostrato dagli ammortamenti che contano circa 23 milioni per l'anno in corso rispetto ai circa 16 dell'esercizio precedente. Questo dato sottolinea l'entità degli investimenti operati nell'acquisizioni di diritti sportivi dei calciatori riscontrabile anche nella visione della situazione patrimoniale. Infatti, si mostra un rilevante incremento delle attività fisse da circa 60 milioni a circa 102 milioni. Tale incremento è da imputarsi sostanzialmente alle immobilizzazioni immateriali che mostrano una variazione positiva di circa 37 milioni raggiungendo un valore di 96 milioni di euro. Tra le attività si deve segnalare anche un incremento dei crediti. Il patrimonio conosce un incremento per l'effetto generato dal risultato di esercizio che porta l'insieme della prima macro-classe del passivo al valore di circa 27 milioni a fronte dei 19 precedenti. Contestualmente agli investimenti realizzati, si registra un incremento dei debiti a breve, a lungo e nei rapporti con la controllante Mapei. Tutto ciò porta il valore del capitale investito o raccolto ad un incremento di circa 50 milioni, infatti se nell'anno precedente il suo valore era di circa 125 milioni, nell'esercizio si mostra di 175 milioni.[185]

Nell'esposizione dei rischi della società devono essere considerate le condizioni generali dell'economia, una situazione socioeconomica sfavorevole può condizionare le attività commerciali, i ricavi da stadio e gli elementi reddituali dell'azienda in generale. Siccome le prestazioni sportive influenzano i ricavi derivanti dai diritti televisivi, il rischio di una flessione è da tenere in riguardo, così come la possibile e connessa riduzione nei ricavi derivanti dalle sponsorizzazioni. In collegamento con esse, si deve fare menzione anche del rischio finanziario derivante dalla mancata conservazione della massima serie. Questi rischi non sono specifici ma accomunano tutte le società calcistiche, di questa natura risultano anche i rischi connessi con eventuali errori commessi nelle campagne trasferimenti. Rimangono inoltre considerati e tenuti in attenzione i rischi comuni a tutte le società legate al credito, alle questioni fiscali e alla liquidità.

Non vi sono fatti rilevanti da segnalare, secondo i redattori, avvenuti oltre la chiusura dell'esercizio e si profila una gestione orientata alla continuità aziendale con la preziosa attività di direzione della Mapei. Si sottolineano gli effetti che le prestazioni sportive potranno imprimere sulle condizioni economiche e finanziarie, si sostiene l'importanza della continuità aziendale e la necessità in tale ottica di realizzare adeguate plusvalenze.[186]

[185] Relazione sulla gestione e Nota Integrativa, U.C. Sassuolo Calcio Srl.
[186] Relazione sulla gestione, U.C. Sassuolo Calcio Srl.

Il Sassuolo ha ottenuto il rilascio della licenza Uefa per la stagione successiva in base alle norme definite sul Fair play finanziario. Il Fair play finanziario è un complesso di norme europee articolato per rendere il calcio più economico. Le società devono rispettare dei paletti per non incorrere in sanzioni e per avere accesso alle competizioni europee. La ratio delle norme è evitare che le società costruiscano la loro competitività attraverso investimenti fuori dalla loro portata. Si incoraggiano invece i progetti tecnici a lungo termine, i lavori infrastrutturali e le valorizzazioni del settore giovanile. Riferendoci ad uno dei punti essenziali del Fair play finanziario, riconosciamo come il Sassuolo non abbia presentato difficoltà a rientrare nei parametri del punto di pareggio cumulato dei tre esercizi. Infatti i risultati prima delle imposte sommati hanno un valore positivo di circa 30 milioni.

3.5.1 I principali indicatori finanziari e reddituali

L'analisi dei principali indicatori finanziari e reddituali è la fase centrale dell'analisi aziendale. Verranno prodotti degli indici che, interpretati, daranno elementi per indagare lo stato di salute della società tenendo presente le caratteristiche dell'industria e della società stessa. Si tenga presente che l'analisi non si esaurisce nella produzione degli indici ma è la fase della loro interpretazione ad avere il maggiore contenuto informativo. Ad ogni modo, la produzione degli indici costituisce una fase fondamentale e, preliminare ad essa, la riclassificazione ha l'obiettivo di preparare i documenti di bilancio. Nell'analisi finanziaria è necessaria una riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale, che distingue gli impieghi e le fonti in base alle epoche. Le attività saranno riclassificate in attività fisse e correnti, con la distinzione, nell'attivo circolante, di magazzino, liquidità differita e liquidità immediata. Le passività saranno distinte in mezzi propri, passività consolidate e passività correnti, dove i mezzi propri sono comunque considerate passività con esigibilità a lungo termine ma hanno una provenienza interna. Tale riclassificazione operata sullo Stato Patrimoniale della società definisce questo schema:

SPr			
Attivo		Passivo	
AF	128728234	**MP**	26960312
AC	46268880	**PC**	40497514
M	0	**PB**	107539288
LD	45876780		
LI	392100		
tot.	174997114	tot.	174997114

Si apprende facilmente, dalla sola visione di questo schema riclassificato, un valore importante di attività immobilizzate e una probabile eccedenza delle passività correnti. L'analisi finanziaria per indici considera la capacità dell'impresa di far fronte alle passività a lungo e a breve e si distingue in analisi di solidità e di liquidità. L'analisi di solidità indaga su tale capacità nel lungo termine e l'analisi di liquidità opera la stessa valutazione nel breve termine. Partendo dall'analisi di solidità, un primo livello di analisi mette in chiaro la relazione tra le fonti e gli impieghi e un secondo livello ragiona sulla composizione degli impieghi e delle fonti. Il primo livello di analisi è legato ai quozienti e ai margini di struttura che mostrano la capacità dell'impresa di coprire le attività fisse con le passività che hanno scadenza più lunga. Il quoziente primario, infatti, è ottenuto dal rapporto tra mezzi propri e attivo fisso, mostrando quale valore percentuale delle attività fisse è coperto dai

mezzi propri. Non diversa, ma anche complementare, è l'indicazione che si trae dal margine corrispondente, che mostra quale valore risulta scoperto o quale valore è eccedente nella copertura dell'attivo fisso da parte dei mezzi propri. Il quoziente secondario di struttura analizza, similmente, la capacità dell'impresa di coprire le attività a lungo termine attraverso le passività permanenti, ovvero la somma tra i mezzi propri e le passività consolidate. Il margine, invece, misura la differenza tra le passività permanenti e l'attivo fisso. Il quoziente ed il margine secondario hanno una importanza maggiore perché in caso di quoziente minore di 1 e margine negativo, mostrano uno squilibrio temporale: alcune attività fisse sono finanziate attraverso passività correnti. Ciò mostrerebbe una situazione di incertezza in quanto le passività si renderebbero esigibili prima che le attività produrrebbero liquidità. Fatte queste precisazioni introduttive, l'analisi di primo livello può essere sintetizzata attraverso lo schema:

Quoziente di struttura primario	MP/AF	0,209435888
Margine di struttura primario	MP-AF	-101767922
Quoziente di struttura secondario	(MP+PC)/AF	0,524032871
Margine di struttura secondario	(MP+PC)-AF	-61270408

Il quoziente primario mostra un valore vicino al 21%, con una eccedenza delle attività fisse, descritta dal margine di circa 102 milioni di euro. L'analisi finanziaria considera ottimale una copertura del 100% dei mezzi propri rispetto alle attività fisse, di conseguenza il margine assume valori ottimali nelle prossimità del valore 0. Però è considerato sufficiente un valore del quoziente non inferiore a 0,3. In questo caso, quindi, il valore dei mezzi propri è ridotto rispetto all'entità delle attività fisse. Questo elemento di analisi non è diverso dalle società del settore dove la gran parte del capitale investito è rappresentato da immobilizzazioni e soprattutto immobilizzazioni immateriali. Il valore basso del quoziente è anche generato da notevoli investimenti che hanno portato le attività fisse a sviluppare molto il loro valore. Il quoziente secondario di struttura è ben lontano dall'essere superiore ad 1 e vale circa 0,52. Il margine invece sottolinea attività fisse non coperte dalle passività permanenti per circa 61 milioni. Questa situazione mostra la problematicità che si considerava in precedenza, ovvero alcune passività a breve corrispondono ad attività fisse e, di fatto, le finanziano. Ciò significa che le passività si mostreranno esigibili prima che il processo di consumazione economica delle attività fisse sarà in grado di produrre liquidità. Anche queste considerazioni sono state influenzate dagli importanti investimenti realizzati nell'esercizio.

L'analisi di secondo livello mostra la composizione delle fonti e degli impieghi, evidenziando quali percentuali del capitale investito totale sono legate agli investimenti fissi e quali alle voci dell'attivo

circolante. Allo stesso modo, l'analisi definisce quali percentuali del capitale raccolto totale sono da imputarsi ai mezzi propri, alle passività consolidate e alle passività a breve. Quindi, con dei semplici rapporti è possibile produrre tali indicatori per la composizione degli impieghi:

Rigidità degli impieghi	AF/CI	0,73560204
Elasticità degli impieghi	AC/CI	0,26439796
Incidenza del magazzino	M/CI	0
Incidenza della liquidità totale	LT/CI	0,26439796
Incidenza della liquidità immediata	LI/CI	0,002240608

Come si mostrava già evidente secondo le indicazioni precedenti, è alta la rigidità degli impieghi e circa il 74% del capitale investito è rappresentato da attività fisse. Chiaramente, il restante 26% è impiegato nelle attività correnti. Non vi sono poste riclassificabili nel magazzino quindi l'indice di incidenza del magazzino vale 0 e la liquidità immediata è molto ridotta, vale infatti, solo lo 0,2% della attività totali. Si può dire, infatti, che la quasi totalità dell'elasticità degli impieghi è legata al valore della liquidità differita che vale circa il 26% del capitale investito. Similmente, gli indici di composizione delle fonti possono essere così riassunti:

Autonomia finanziaria	MP/CI	0,154061466
Dipendenza finanziaria	PT/CI	0,845938534
Indebitamento a breve	PB/CI	0,614520351
Indebitamento a lungo	PC/CI	0,231418182

I mezzi propri valgono, come espresso dall'indice di autonomia finanziaria, solo il 15% del capitale raccolto. Ciò in altri termini sostiene una importante dipendenza finanziaria, infatti il valore delle passività copre circa l'85% del passivo. Volendo approfondire l'analisi, le passività a breve contano circa il 61% delle fonti e le passività a lungo circa il 23% del capitale raccolto.

L'analisi di liquidità mostra la capacità dell'impresa di far fronte alle passività che si rendono esigibili nel breve periodo e sono definiti da rapporti e differenze che mettono in luce la copertura delle passività a breve attraverso gli elementi dell'attivo circolante. Infatti, il quoziente di disponibilità è costruito tramite il rapporto tra le attività correnti e le passività correnti e il suo valore ottimale si attesta intorno all'unità. In tal modo si mostrerebbe un ottimo coordinamento temporale tra le attività e le passività a breve, definendo una capacità dell'impresa di far fronte alle passività a

breve con le poste dell'attivo circolante. Indicazione simile e complementare fornisce il margine di disponibilità che evidenzia quale valore di tali passività non riesce ad essere coperto o quale eccedenza nella copertura si verifica. In realtà il valore di 1 per il quoziente ed il valore vicino allo 0 per il margine potrebbero non essere sufficienti ad attestare la liquidità dell'impresa perché alcuni valori dell'attivo circolante, specialmente del magazzino, si caratterizzano per essere difficilmente liquidabili. A questo proposito, è possibile calcolare i quozienti ed i margini di tesoreria escludendo le poste riconducibili al magazzino, con gli indicatori di tesoreria primari, ed escludendo anche la liquidità differita, con gli indicatori secondari. Quindi, attraverso il quoziente primario si definisce la copertura che la liquidità totale riesce ad avere sulle passività a breve in termini percentuali e attraverso l'analisi del margine si definisce il valore dell'eccedenza o del deficit di tesoreria. Attraverso il quoziente secondario si mostra la capacità che l'impresa ha di coprire le passività a breve attraverso la liquidità immediata; il margine completa l'analisi mostrando il valore per cui la liquidità immediata eccede o meno le passività a breve. L'indice di dipendenza dal magazzino ha proprietà informative solo nel caso in cui il quoziente di disponibilità si mostra maggiore di 1 e il margine di tesoreria primario risulta minore di 1, è infatti in tali condizioni che è necessario comprendere in che misura la liquidità aziendale sia sottoposta alla dipendenza dalla conversione monetaria del magazzino. Questi indicatori, calcolati sulla società, mostrano tali risultati:

Quoziente di disponibilità	AC/PB	0,430250942
Margine di disponibilità	AC-PB	-61270408
Quoziente di tesoreria primario	LT/PB	0,430250942
Margine di tesoreria primario	LT-PB	-61270408
Quoziente di tesoreria secondario	LI/PB	0,003646109
Margine di tesoreria secondario	LI-PB	-107147188
Quoziente di dipendenza dal magazzino	(PB-LT)/M	privo di significato

Dal quoziente di disponibilità si evince come le passività a breve siano molto superiori al valore dell'attivo circolante, infatti il suo valore si presenta simile a 0,43. Il deficit di disponibilità dell'azienda, come definito per il margine di disponibilità, è di circa 61 milioni di euro. Tale situazione mostra uno squilibrio e un rischio dato che buona parte delle passività correnti non sono coperte dalle attività a breve. In altri termini, tale condizione mostra un rischio evidente, per l'azienda, di non essere in grado di adempiere alle passività che si mostreranno esigibili nel breve

termine. Vi sono, come è chiaro, passività che si renderanno esigibili prima che le attività riescano a creare liquidità. Escludendo il magazzino non si manifestano differenze per la mancanza di elementi riconducibili al magazzino. Il quoziente ed il margine di tesoreria primari si presentano, per tanto, identici ai quozienti e ai margini di disponibilità. Non si presentano, inoltre le condizioni, per il calcolo del quoziente di dipendenza dal magazzino che risulta privo di significato. Il quoziente di tesoreria secondario mostra una liquidità immediata insufficiente, infatti solo lo 0,3% delle passività a breve riesce ad essere coperto dalle disponibilità con un deficit di circa 107 milioni.

L'analisi degli indicatori finanziari mette in chiaro una struttura poco equilibrata a consentire la copertura delle passività nel momento in cui esse si renderanno esigibili. Si mostra infatti, un attivo patrimoniale molto sbilanciato sulle attività fisse con attività correnti molto limitate. Al contrario, le passività risultano composte per gran parte da passività a breve. Questi elementi costruiscono condizioni di rischio per l'impresa, sebbene, si deve sottolineare che non si discostano fortemente dalle medie del settore. È frequente nelle società calcistiche, la composizione dell'attivo molto incentrata sulle attività fisse per la presenza degli asset immateriali dovuti alle prestazioni sportive dei calciatori. A riguardo, è da segnalare che tale condizione è, in parte, spiegata dagli importanti investimenti operati nell'esercizio, che hanno espanso le attività fisse per l'acquisizione di diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori per molti milioni di euro.

L'analisi reddituale studia la redditività operativa e complessiva del capitale investito e la redditività dei mezzi propri. Questi elementi e la costruzione delle leve saranno essenziali per studiare le origini gestionali dei risultati e figureranno anche nella scomposizione del ROE. Anche in questo caso, preliminarmente alla definizione degli indici, è necessaria una riclassificazione, sia del Conto Economico che dello Stato Patrimoniale. La riclassificazione, chiamata gestionale, deve mettere in evidenza una organizzazione delle poste economiche, funzionale all'analisi, che distingua le aree gestionali. Si dovrà creare un Conto Economico che evidenzi l'area operativa, extra-operativa, straordinaria, finanziaria e della tassazione. È possibile presentarne lo schema:

CEr	
Risultato Operativo	13804323
Risultato Extra-operativo	50054
Ebit n	13854377
Risultato Straordinario	0
Ebit i	13854377
Oneri finanziari	476070
Reddito Lordo	13378307
Imposte	5233435
Reddito Netto	8144872

Attraverso tale schema è possibile affermare che il risultato operativo, vicino ai 14 milioni è debolmente migliorato dal risultato extra-operativo e ridotto dalle gestioni finanziarie e dall'imposizione fiscale. Non presenta effetti derivanti dalla gestione straordinaria, per l'assenza di poste riconducibili a tale area gestionale.

Con l'ausilio del Conto Economico è possibile considerare elementi derivanti dalla Break even analysis. Il punto di pareggio operativo è raggiunto al pareggio dei costi operativi che ammontano a circa 94 milioni di euro, essendo i ricavi operativi circa 108 milioni, il punto di pareggio operativo in termini di ricavi è superato e la gestione produce un utile di circa 14 milioni. Invece, il punto di pareggio contabile è realizzato per un valore di ricavi totali vicino ai 100 milioni, essendo questo il valore dei costi complessivi. I ricavi complessivi, nel caso in essere, superano il valore dei costi e mostrano un utile di circa 8 milioni.

Per definire il corpo centrale dell'analisi di redditività è necessaria una riclassificazione dello Stato Patrimoniale coerente con la riclassificazione del Conto Economico. Questo perché ogni indice di redditività si costruisce rapportando un flusso reddituale con uno stock di capitale coerente. Per esempio, il risultato operativo deve essere rapportato al capitale operativo per mostrare la capacità di produrre reddito di quell'area di investimenti. Sulla base di queste considerazioni, si produrrà una riclassificazione dello Stato Patrimoniale capace di mostrare gli impieghi operativi, extra operativi, la scorta liquida, i mezzi propri, i debiti di funzionamento e i debiti di finanziamento. Per esigenze di analisi si riportano due rappresentazioni di tale riclassificazione:

SPr			
Attivo		Passivo	
Impieghi operativi	174832193	Mezzi Propri	27233236
Impieghi extra-op.	45745	Debiti Finanziari	38435023
Scorta liquida	392100	Debiti di Funzionamento	109601779

SPr			
Attivo		Passivo	
Impieghi Netti	65230414	Mezzi Propri	27233236
Impieghi Extraop. e Scorta	437845	Debiti Finanziari	38435023

Definiti questi, che mostrano una preponderanza degli impieghi operativi e delle passività di funzionamento, è possibile operare la costruzione degli indici di redditività.

Ottenuto dal rapporto tra reddito operativo e capitale investito operativo lordo, il ROI lordo mostra in che misura gli investimenti riescono a produrre reddito operativo. Il ROI netto sottrae le passività di funzionamento agli impieghi operativi per mostrare la produzione di reddito del capitale operativo

netto. Il collegamento tra i due indici di redditività considerati è dato dalla leva commerciale, ottenuta dal rapporto tra capitale investito operativo lordo e capitale investito operativo netto e determina l'effetto che le passività di funzionamento hanno sulla produzione di reddito. Si può, inoltre, scomporre il ROI lordo per mostrare la produttività del capitale investito lordo, ottenuta dal rapporto tra ricavi operativi e capitale investito operativo lordo, e per definire il ROS, misura della percentuale con cui i ricavi operativi si trasformano in reddito operativo. Si mettono in evidenza tali indici connessi alla redditività operativa:

ROI lordo	RO/CIOL	0,07895756
ROI netto	RO/CION	0,21162403
ROS	RO/Ro	0,12807131
Pciol	Ro/CIOL	0,61651246
Leva commerciale	CIOL/CION	2,6802251

Il ROI lordo mostra un capitale operativo lordo capace di mettere in moto un meccanismo di creazione di reddito operativo per quasi l'8%. Il ROI costruito attraverso il capitale operativo netto, invece vale circa il 21%, questo evidenzia una leva commerciale positiva. Infatti, essa agisce da moltiplicatore positivo con il suo valore di circa 2,7. In altri termini, vi è un impatto positivo sulla redditività delle passività di funzionamento. La scomposizione del ROI lordo mostra come il valore finale vicino all'8% derivi dall'insieme degli effetti del ROS e del Pciol. Il ROS mostra che circa il 13% dei ricavi operativi si trasforma in reddito operativo, mostrando un discreto contenimento dei costi. Il Pciol definisce una buona efficacia, il capitale operativo lordo riesce a produrre circa il 62% di ricavi operativi. In generale, gli indici di redditività operativa mostrano una capacità positiva nella produzione di reddito.

Il RONA normalizzato inserisce, nell'analisi di redditività, anche gli elementi extra-operativi. Tale aggiunta è operata sia al numeratore che al denominatore, infatti il numeratore sarà l'insieme del risultato operativo ed extra-operativo e il denominatore il capitale investito totale. È la leva accessoria a mostrare il legame tra il RONA normalizzato e il ROI; essa, come moltiplicatore, mostra quale effetto ha la gestione extra-operativa sulla redditività complessiva. A tal proposito, si ricordi che il RONA può essere reso come una media ponderata della gestione operativa ed extra-operativa e, come media, assume un valore sempre compreso nell'intervallo definito dalla redditività operativa ed extra-operativa. Il RONA integrale aggiunge anche la gestione straordinaria e il collegamento con il RONA normalizzato è fornito dalla leva straordinaria che definisce l'impatto dei risultati straordinari.

Questi indicatori sono mostrati di seguito:

RONA normalizzato	EBITn/CITn	0,21097524
leva accessoria	RONAn/ROI	0,99693426
RONA integrale	EBITi/CITn	0,21097524
Leva straordinaria	EBITi/EBITn	1

Il RONA normalizzato non si discosta molto dal ROI netto con un valore di circa il 21%, percentuale per cui il capitale totale riesce a produrre EBIT. La gestione accessoria è limitata e la minore redditività delle componenti extra-operative ha un effetto ridotto sulla redditività del capitale totale. Ciò è ampiamente testimoniato anche dalla leva accessoria, molto vicina a 1. Con tale valore, è chiaro che l'effetto della gestione extra-operativa è molto simile all'essere neutra. Il RONA integrale non differisce dal RONA normalizzato perché non sono presenti risultati straordinari e la leva straordinaria, evidentemente, vale 1.

Il ROE lordo mette in evidenza la relazione che si crea tra l'utile al lordo delle imposte e i mezzi propri. Il collegamento che si può creare con il RONA integrale è fornito dalla leva finanziaria, costruita come rapporto tra ROE lordo e RONA integrale. Quando questo rapporto è superiore al valore unitario, l'indebitamento è positivo per la redditività perché il capitale crea più reddito di quanto l'indebitamento ne assorbe per gli oneri finanziari. Il ROE netto evidenzia la capacità della gestione aziendale di remunerare il capitale proprio, elementi che risulteranno disponibili per l'autofinanziamento o per la remunerazione dei soci. È costruito attraverso il rapporto tra utile netto e mezzi propri. Esiste, infine, la leva della tassazione che agisce come moltiplicatore del ROE lordo per mostrare il ROE netto; la leva è costruita come rapporto tra utile netto e utile lordo e definisce l'impatto che l'imposizione fiscale ha sulla gestione reddituale. Questi elementi di analisi possono essere riassunti come segue:

ROE lordo	UL/MP	0,49124926
ROE netto	UN/MP	0,29907838
Leva finanziaria	ROEl/RONAi	2,32846873
Leva della tassazione	ROEn/ROEl	0,60881186

Il ROE lordo mostra un'ottima capacità di produzione di utile lordo rispetto ai mezzi propri e vale intorno al 49%. Ciò deriva dal risultato lordo positivo ma anche da un ridotto patrimonio netto. Il

ROE lordo è ovviamente abbattuto dalla leva della tassazione che si attesta intorno al 61%, in altre parole, circa il 39% del reddito lordo è assorbito dall'imposizione fiscale. Ciò determina una redditività netta dei mezzi propri vicina al 30%. Quanto alla leva finanziaria, essa si mostra positiva, l'indebitamento ha un impatto positivo sulla redditività perché lo spread tra la redditività totale e tasso di finanziamento è positivo. Ciò equivale a dire che, tralasciando i problemi di struttura finanziaria dell'impresa, l'indebitamento finanziario ha un effetto positivo sulla gestione reddituale. Il valore della leva è maggiore di 1 e vale circa 2,33.
L'ultimo passaggio da operare è quello della scomposizione del ROE, tale meccanismo di analisi costruisce l'indice distinguendo le aree gestionali attraverso l'utilizzo delle leve. In tal modo, il ROE accresce la sua capacità informativa, riuscendo ad evidenziare l'origine di un certo risultato economico. Si riporta la scomposizione per la società:

ROEn Scomposizione	0,299078376
ROI lordo	0,078957558
Leva commerciale	2,680225102
Leva accessoria	0,996934261
Leva straordinaria	1
Leva finanziaria	2,328468726
Leva della tassazione	0,608811862

Il ROE che ha un valore di circa il 30% viene mostrato nelle sue componenti. Partendo da un ROI lordo, che mostra una redditività operativa di circa l'8%, la leva commerciale agisce positivamente, per un valore di 2,7, indicando l'impatto positivo che i debiti di funzionamento hanno sulla redditività. La gestione extra-operativa si mostra quasi neutrale e non riesce ad aumentare la redditività dell'impresa. Non sono presenti risultati straordinari e quindi non si mostrano effetti della leva straordinaria. La leva finanziaria, come anticipato, si mostra positiva e indica una buona capacità di finanziamento a tassi controllabili e ben minori della redditività del capitale totale. Come accade quando non è presente una perdita d'esercizio, la leva della tassazione riduce il reddito aziendale. La gestione reddituale si mostra positiva, nell'anno è stato possibile creare un reddito per circa 8 milioni di euro. Il ROE si mostra su livelli alti anche per un denominatore abbastanza ridotto e ciò è confermato dai problemi riscontrati nell'analisi di struttura. Il risultato positivo è indubbiamente legato alla buona capacità, nell'esercizio, di creazione di plusvalenze mediante la cessione di diritti sportivi di calciatori già ampiamente ammortizzati o di cui si è stati in grado di

valorizzarne le capacità. Le società calcistiche sono indissolubilmente legate alla creazione di plusvalenze, che rimangono elementi condizionati dall'andamento delle stagioni sportive e da rischi sportivi difficilmente calcolabili. Altre voci fondamentali del Conto Economico della società sono le sponsorizzazioni e i diritti televisivi. Tale ultimo elemento di creazione dei ricavi è, per la quasi totalità delle società calcistiche, il fondamentale sostegno alle gestioni. Anche l'entità di questo è influenzata dalle gestioni sportive e soffre rischi importanti legati all'andamento sportivo. In conclusione, molte società avrebbero bisogno di espandere i loro fatturati per mezzo anche di altri elementi meno volatili. Si spiega soprattutto in questi termini la tendenza a progettare uno stadio di proprietà e la società è precursore in questo ambito.

3.6 Gruppo Bologna F.C. Spa

Il Bologna come società calcistica ha origini antiche, fu fondato nel 1909 e i suoi primi calciatori, nei campionati regionali, furono semplici ragazzi che giocavano in strada. Proprio da uno di questi, che si presentava agli allenamenti con una maglia rossa e blu di un collegio svizzero dove aveva studiato, derivano i colori sociali. Nel primo dopoguerra la squadra ebbe una direzione tecnica molto positiva che la portò nel calcio che conta. Calciatori storici del Bologna trascinarono la squadra a conquistare il primo scudetto nel 1925 e il secondo nel 1929. Gli anni Trenta, con i primi campionati a girone unico, continuarono a testimoniare la forza della squadra che, tra il 1936 e il 1941, vinse ulteriori quattro scudetti. Tutto ciò è dovuto anche alla passione calcistica del presidente Dall'Ara. Subito dopo l'interruzione per il secondo conflitto mondiale, i gialloblu ebbero fasi altalenanti posizionandosi molto spesso a ridosso delle squadre torinesi e milanesi, e aggirandosi, in alcuni casi, anche nelle zone basse della classifica. Gli anni Sessanta videro il potenziamento della squadra, che un tassello dietro l'altro, arrivò ad aggiudicarsi l'ultimo scudetto della sua storia, datato 1964, portando a sette il numero di titoli nazionali. Il decennio successivo mostra un ridimensionamento delle ambizioni, molti calciatori lasciarono Bologna o finirono la carriera e, ad alcune stagioni positive, si susseguirono stagioni con l'obiettivo della salvezza. È nel 1982 che il Bologna subì la prima retrocessione della sua storia, seguita dalla successiva caduta in serie C. Riuscì prontamente a riconquistare la serie cadetta, ma dovette aspettare il 1988 per riconquistare la Serie A. La retrocessione dei primi anni Novanta e il fallimento societario del 1993 segnarono la fine di un Bologna vincente. Si ripartì dalla serie C, ma i successi consentirono una doppia promozione che riportarono la squadra bolognese nella massima serie nel 1996. Questi sono gli anni del presidente Gazzoni e di tanti talenti passati per Bologna. Gli andamenti furono altalenanti e le sorti dei rossoblù portarono ad una nuova retrocessione nel 2005. Riuscì nella promozione tre stagioni più tardi, ma le sue ambizioni rimanevano limitate e una nuova retrocessione ci fu dopo la travagliata stagione 2013/2014. Successivamente, la squadra riesce ad ottenere nuovamente la serie A e subisce un cambio proprietario: l'investitore canadese Saputo diventa il nuovo presidente e si distingue per l'intenzione di rinnovamento della società e di ammodernamento delle strutture. Lo stadio in cui attualmente gioca il Bologna è il Dall'Ara, costruito a metà anni Venti, è dal 1927 che ospita la società rossoblù. La sua denominazione fu cambiata da stadio Littoriale a stadio Renato Dall'Ara nel 1983, in memoria dello storico presidente. Lo sponsor principale è Faac, ma per la stagione successiva è stato siglato un accordo con Lui-Jo e lo sponsor tecnico è Macron.

Si analizzerà il bilancio consolidato del 2018. La società per azioni è tenuta alla redazione del bilancio consolidato per l'attività di direzione e coordinamento, data la partecipazione al 100% della BFC Real Estate Srl. Inoltre, le azioni del Bologna FC Spa sono detenute, per la quasi totalità da BFC 1909 Lux Spv Sa. La stagione 2017/2018 si è chiusa per il Bologna con un quindicesimo posto e 39 punti realizzati, le prestazioni sportive sono state adatte solo a raggiungere, con difficoltà, il mantenimento della serie.[187] Il bilancio mostra una perdita di circa 5 milioni di euro dovuta essenzialmente alla gestione del Bologna FC Spa. Tale risultato deriva da un miglioramento rispetto all'esercizio precedente in cui la perdita era stata di circa 16 milioni. Il punto centrale di questo miglioramento è rinvenibile nella gestione netta dei calciatori che vale circa 26 milioni di euro rispetto ai circa 12,5 della stagione precedente. Risulta abbastanza ridotta la variazione delle altre voci. Infatti, i ricavi da gare valgono circa 5,3 milioni di euro, rispetto all'anno precedente, l'incremento è stato di circa 0,5 milioni di euro. Le sponsorizzazioni contribuiscono ai ricavi per circa 4,4 milioni di euro a fonte dei 4,1 milioni relativi alla stagione precedente e sono relative soprattutto alle sponsorizzazioni delle società Faac, Macron e Illumia. Non si registrano grandi variazioni anche nei proventi commerciali che valgono 0,5 milioni rispetto ai 0,4 milioni dell'anno precedente. Come accade nella grande maggioranza dei casi, i diritti televisivi sono una fonte imprescindibile di ricavo e, anche per la società, ne rappresentano una quota importante, con il valore di circa 36 milioni di euro. Anche in questo caso, il valore all'anno precedente era molto simile e di poco inferiore. Escludendo la gestione legata ai diritti alle prestazioni dei calciatori, l'incremento complessivo dei ricavi si aggira intorno ai 5 milioni di euro, ma una situazione simile si può riscontrare nei costi che risultano incrementati di un valore molto simile. Non si registrano incrementi rilevanti per i costi delle materie prime che valgono circa 1,3 milioni di euro, così come le spese per godimento beni di terzi, il cui valore è passato da 1,5 a 1,8 milioni di euro. I costi per servizi hanno subito un incremento di circa 1 milione di euro e valgono, per l'esercizio, circa 10 milioni. Essi sono legati a collaborazioni tecniche e consulenze, oltre anche alle spese per le trasferte della squadra. Come è frequente nelle società calcistiche, una parte fondamentale dei costi deriva dal personale, tali costi si aggirano intorno ai 50 milioni di euro con un incremento rispetto all'anno precedente in cui valevano circa 46 milioni. Tali costi sono composti per lo più dagli ingaggi dei calciatori. Complessivamente, ad un leggero incremento dei costi si accompagna un simile incremento dei ricavi. I risultati dell'esercizio differiscono da quelli relativi all'anno precedente per una variazione nella gestione dei calciatori, come già sostenuto. Tale gestione mostra diversi elementi positivi, legati alle plusvalenze, alle cessioni temporanee, comprendendo anche le

[187] https://www.bolognafc.it/

minusvalenze e le acquisizioni temporanee. Tale valore netto vale in positivo 26 milioni, invece lo stesso risultato all'anno precedente mostrava una gestione positiva di circa 12 milioni. Risulta intuibile che tale variazione sia imputabile soprattutto ad un valore più cospicuo delle plusvalenze dell'esercizio. Infatti, ai 27 milioni di plusvalenze dell'anno in esame si oppongono circa 14 milioni dell'esercizio precedente. Anche gli oneri e i proventi finanziari non mostrano importanti variazioni, lo stesso si può affermare per gli ammortamenti che, in linea all'anno precedente, valgono circa 19,5 milioni di euro.

Le immobilizzazioni valgono circa 79 milioni di euro, su un totale di circa 117 milioni di capitale impiegato. Tale situazione è molto frequente nelle società calcistiche per il peso che le immobilizzazioni immateriali assumono. Infatti, le immobilizzazioni immateriali valgono circa 63,5 milioni di euro, le immobilizzazioni materiali circa 13 milioni e le immobilizzazioni finanziarie circa 2 milioni. Le immobilizzazioni finanziarie hanno raggiunto il valore suddetto proprio nell'esercizio grazie all'incremento dei crediti finanziari immobilizzati, mentre in precedenza avevano un valore molto esiguo. Le immobilizzazioni materiali risultano in linea con il precedente esercizio mentre le immobilizzazioni immateriali hanno conosciuto un incremento di circa 11,5 milioni di euro. Tale incremento è determinato dai soli investimenti in diritti alle prestazioni dei calciatori. In base a queste considerazioni, il valore del capitale immobilizzato è passato da 63 milioni a 79 milioni. L'attivo circolante mostra un valore di circa 37 milioni con un incremento rispetto all'anno precedente, in cui valeva 17,5 milioni. Non si riscontrano particolari modifiche dei crediti della società eccetto che per i crediti verso altri. I crediti verso altri sono interamente crediti verso enti del settore specifico e hanno conosciuto un incremento da 8 milioni a circa 29. I flussi finanziari della società determinano un valore delle disponibilità liquide di circa 0,5 milioni di euro. Il Rendiconto Finanziario mostra l'assorbimento delle disponibilità dalle attività operative e di investimento e chiarisce come sia l'attività di finanziamento a ridurre l'assorbimento complessivo. Il patrimonio netto del gruppo vale circa 30 milioni di euro di cui solo 6 di capitale proprio. Le riserve ammontano a circa 45 milioni di euro grazie ad un apporto di capitale di 17 milioni di euro. Sono chiaramente la perdita portata a nuovo dell'esercizio precedente e la perdita dell'esercizio in esame ad abbattere il valore del patrimonio netto. Non vi sono utili o perdite di pertinenza di terzi dato il controllo totalitario delle azioni della controllata. Anche i debiti hanno subito un incremento: i debiti verso soci, quindi la controllante, valgono circa 2 milioni di euro che nell'anno precedente non erano evidenziati nello Stato Patrimoniale; i debiti verso le banche hanno subito un incremento da 12,5 milioni a circa 17 milioni; sono soprattutto gli altri debiti ad aver conosciuto un incremento

da circa 27 milioni a circa 36,5 milioni. Tra questi figurano ovviamente i debiti verso le altre società calcistiche.[188]

La società mostra, nella relazione sulla gestione, l'orientamento alla continuità aziendale e sostiene il pieno controllo delle condizioni di rischio che possono generarsi. Sebbene non sussistano problematiche di rilievo alla continuità, per ogni società, devono tenersi in conto i rischi legati alle prestazioni sportive, che possono ridurre le capacità di creazione di ricavi. Non sono destinati rilevanti importi per le attività di ricerca e sviluppo. L'evoluzione prevedibile della gestione, in relazione hai fatti avvenuti prima della presentazione del bilancio agli azionisti, identifica la necessità di nuovi apporti finanziari. Questi avranno origine da finanziamenti e da nuovi apporti di capitale di cui la controllante si è già resa disponibile, soprattutto in caso di nuovi investimenti.[189]

Infine, il Bologna ha ottenuto il rilascio della licenza Uefa per la stagione sportiva successiva. Il rilascio della licenza è subordinato al rispetto di diversi parametri legati alla struttura della società, ai suoi risultati economici e alla presentazione delle relazioni secondo principi di trasparenza. Ricordiamo però che il mancato rispetto dei paletti imposti dall'Uefa possono determinare anche sanzioni alternative alla esclusione dalle competizioni europee. Con riferimento alle norme sui risultati economici, il Bologna negli ultimi tre esercizi non è riuscito a raggiungere il pareggio economico date le tre stagioni in perdita. Sono i versamenti di capitale che hanno mitigato le perdite e consentito al Bologna di rientrare nei casi di deviazione possibile al pareggio nei tre esercizi. In tal modo, la società ha ottenuto il rilascio della licenza.

[188] Nota Integrativa e Relazione sulla gestione, Gruppo Bologna FC Spa.
[189] Relazione sulla gestione, Gruppo Bologna FC Spa.

3.6.1 I principali indicatori finanziari e reddituali

La produzione degli indicatori e la successiva analisi degli stessi deve essere preceduta da una fase preliminare di riclassificazione dei dati di bilancio. Per l'analisi degli elementi strutturali è necessaria la riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale e per l'analisi di redditività è necessaria la riclassificazione gestionale del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale. Procedendo con ordine, l'analisi di solvibilità identifica la capacità dell'impresa di onorare gli impegni nel lungo periodo e nel breve periodo. Si dovrà quindi analizzare la corrispondenza temporale delle fonti e degli impieghi. A questo scopo, la riclassificazione dovrà innanzitutto mostrare quali attività sono fisse e quali sono correnti e, allo stesso modo, quali passività sono consolidate e quali sono a breve termine. Tale esplicazione della riclassificazione finanziaria può essere approfondita dalla distinzione di quali attività correnti sono assimilabili al magazzino, alla liquidità differita ed alla liquidità immediata. La distinzione si fa necessaria perché le attività del magazzino non sono contraddistinte dalla certezza di produzione di liquidità nel breve periodo, mentre la liquidità differita accoglie quei valori, per lo più crediti, che si renderanno esigibili nel breve periodo. La liquidità immediata è composta per lo più dalle disponibilità e, quindi, da quei valori prontamente liquidabili. Invece, l'articolazione delle passività, oltre all'indicazione del tempo in cui esse si renderanno esigibili, deve mettere in evidenza anche quali passività a lungo termine sono derivanti dall'apporto dei soci e dalla ritenzione degli utili e sono, quindi, di origine interna all'azienda. Tali regole sono applicate nel seguente schema:

SPr			
Attivo		Passivo	
AF	88440054	**MP**	30431950
AC	28405512	**PC**	31421728
M	0	**PB**	54991888
LD	27912174		
LI	493338		
tot.	116845566	tot.	116845566

Da questo si evince una preponderanza delle attività fisse rispetto all'attivo circolante e una superiorità delle passività a breve sulle passività consolidate. L'analisi di solvibilità deve essere scomposta in un'analisi di solidità e un'analisi di liquidità. L'analisi di solidità indaga sulla solvibilità a lungo termine e deve considerare le relazioni tra gli impieghi e le fonti di lungo termine. È importante che l'azienda riesca a coprire gli investimenti in attivo fisso con le passività

permanenti, infatti, in caso contrario, una quota delle passività a breve costituirà il finanziamento delle attività fisse. Questa condizione cela un rischio, dovuto al fatto che una parte delle passività si renderà esigibile prima che le attività fisse abbiano prodotto liquidità tramite il cash flow da ammortamento. Si dovrà mostrare il quoziente di struttura primario che è ottenuto dal rapporto tra i mezzi propri e le attività fisse. In tale modo, si potrà evidenziare quale quota delle attività fisse è coperta dal patrimonio societario. Il quoziente di struttura secondario definisce la quota delle attività fisse coperte da tutte le passività permanenti. Entrambi gli indici, per mostrare una ottima solidità dell'impresa, dovrebbero avere un valore superiore o uguale all'unità. È, tuttavia, molto raro che il quoziente primario raggiunga tale valore e può essere ritenuto accettabile un valore di circa 0,3, ma è fondamentale che almeno il quoziente secondario abbia un valore maggiore di uno. In caso contrario, come si è già accennato, alcune attività fisse sono finanziate da passività a breve costituendo una condizione di rischio. A completamento dei quozienti, i margini sono costruiti tramite differenza e mostrano il valore in cui le fonti a lungo termine eccedono o meno le attività fisse. Calcolati sulla società, gli indici introdotti hanno i valori che seguono:

Quoziente di struttura primario	MP/AF	0,34409692
Margine di struttura primario	MP-AF	-58008104
Quoziente di struttura secondario	(MP+PC)/AF	0,69938535
Margine di struttura secondario	(MP+PC)-AF	-26586376

Il quoziente primario di struttura ha un valore sufficiente, di poco maggiore alla soglia di 0,3. I mezzi propri, quindi, riescono a coprire il 34% delle attività fisse. Il margine primario mostra come il valore non coperto dai mezzi propri sia vicino ai 58 milioni di euro. Il patrimonio della società riesce ad avere una consistenza sufficiente anche grazie ai versamenti di capitale della controllante, che nell'esercizio ammontano a circa 17 milioni di euro. Sul valore degli indicatori influiscono anche i nuovi investimenti realizzati nell'esercizio, riconducibili soprattutto a immobilizzazioni immateriali per i diritti pluriennali dei calciatori, che riducono il valore degli indici. Il quoziente secondario di struttura mostra una insufficienza delle fonti a lungo periodo nella copertura delle immobilizzazioni. Infatti, le passività permanenti coprono l'attivo fisso per circa il 70%. Come dicevamo l'indicatore porta a delle indicazioni positive se mostra un valore superiore al 100%, non essendo questo il caso, ne mostra una condizione di rischio. Sono circa 27 i milioni che risultano scoperti dalle passività permanenti, come indicato dal margine secondario. Ciò equivale a dire che, per tale valore, le attività fisse sono coperte dalle passività a breve, sostenendo la tesi di una scarsa correlazione temporale tra le attività e le passività.

L’analisi di solidità è completata dagli indicatori che mostrano la composizione delle fonti e degli impieghi. Attraverso questi, è possibile definire quale percentuale del capitale investito è rappresentato da attività fisse e da attività correnti e quale percentuale del capitale raccolto è rappresentato da mezzi propri, passività consolidate e passività correnti. Gli indici di composizione degli impieghi sono proposti di seguito:

Rigidità degli impieghi	AF/CI	0,75689696
Elasticità degli impieghi	AC/CI	0,24310304
Incidenza del magazzino	M/CI	0
Incidenza della liquidità totale	LT/CI	0,24310304
Incidenza della liquidità immediata	LI/CI	0,00422214

La rigidità degli impieghi mette in evidenza che circa il 76% delle attività è rappresentato da attività fisse. La parte rimanente, ovvero il 24%, definito dall’indice di elasticità degli impieghi, compone le attività correnti. L’indice di incidenza del magazzino vale 0 data l’assenza di valori riferibili al magazzino. La grande maggioranza dell’elasticità degli impieghi deriva dalla liquidità differita, infatti, l’incidenza della liquidità immediata è molto esigua e vicina allo 0,4%. L’incidenza della liquidità totale risulta, per l’assenza del magazzino, uguale all’elasticità degli impieghi ed è, come intuibile, sostenuta dal valore della liquidità differita.
La composizione delle fonti replica il discorso sulle passività:

Autonomia finanziaria	MP/CI	0,26044591
Dipendenza finanziaria	PT/CI	0,73955409
Indebitamento a breve	PB/CI	0,47063735
Indebitamento a lungo	PC/CI	0,26891673

L’indice di autonomia finanziaria mostra quale percentuale del capitale investito o raccolto è riferibile ai mezzi propri. I mezzi propri, dal calcolo dell’indicatore, costituiscono circa il 26% delle fonti. La parte restante, ovvero il 74%, è costituito da passività, così come identifica l’indice di dipendenza finanziaria. Le passività a breve costituiscono il 47% delle fonti e le passività a lungo il 27%. Anche da tali indicatori si può cogliere uno squilibrio nelle composizioni delle fonti e degli impieghi: ad una quota importante di attività fisse non si associa una quota importante di passività

permanenti. Anzi, si mostra, dal lato delle attività, uno squilibrio sulle attività fisse e dal lato delle fonti, uno squilibrio sulle passività a breve.
L'analisi di liquidità indaga la capacità dell'impresa di onorare gli impegni che si rendono esigibili nel breve termine. Il quoziente di disponibilità analizza quanto le attività correnti sono in grado di coprire le passività a breve, invece, il margine definisce l'eccedenza o il deficit delle attività correnti sulle passività a breve. Il valore ottimale è circa 1 per il quoziente e circa 0 per il margine. Siccome il magazzino potrebbe comporsi di attività più difficilmente liquidabili, il quoziente di tesoreria valuta l'incidenza della liquidità totale sulle passività a breve. Il margine è calcolato utilizzando la differenza. Un ulteriore approfondimento viene operato con il quoziente secondario di tesoreria che evidenzia il rapporto tra liquidità immediata e passività correnti. Nel suo compito informativo può essere coadiuvato dal margine secondario che evidenzia la differenza tra la liquidità immediata e le passività a breve. Nel caso in cui il quoziente di disponibilità sia superiore a 1 e il quoziente primario di tesoreria sia inferiore a 1, è evidente che il magazzino impatta sulla liquidità e quindi si può calcolare quanto la liquidità sia sottoposta alla conversione del magazzino. Si presentano i principali indicatori:

Quoziente di disponibilità	AC/PB	0,51654004
Margine di disponibilità	AC-PB	-26586376
Quoziente di tesoreria primario	LT/PB	0,51654004
Margine di tesoreria primario	LT-PB	-26586376
Quoziente di tesoreria secondario	LI/PB	0,0089711
Margine di tesoreria secondario	LI-PB	-54498550
Quoziente di dipendenza dal magazzino	(PB-LT)/M	privo di significato

Il quoziente di disponibilità mostra che le attività a breve sono circa il 52% delle passività a breve. Ciò equivale a dire che le passività a breve sono quasi doppie rispetto alle attività correnti, infatti il margine di diponibilità è negativo ed evidenzia che le passività a breve non coperte ammontano a circa 27 milioni. L'indicazione conferma l'analisi di solidità, non si ritrova una buona correlazione tra il tempo delle fonti e degli impieghi, una consistente quota delle passività si renderà esigibile prima che le attività creino liquidità. Il quoziente di tesoreria primario e il margine si presentano uguali agli indici precedenti perché non esistono valori ascrivibili al magazzino. Queste considerazioni definiscono privo di significato l'accertamento della dipendenza dal magazzino. Il

quoziente di tesoreria secondario mostra una disponibilità molto limitata, infatti, solo lo 0,9% delle passività correnti riesce ad essere coperto dalla liquidità, con un deficit di circa 55 milioni. Su quest'ultimo elemento influisce una riduzione delle disponibilità abbastanza rilevante. Sugli indicatori di liquidità in generale, influisce l'aumento delle passività correnti, in senso negativo e l'incremento delle attività correnti, in senso positivo.

L'analisi di solvibilità non mostra una ripartizione dei valori ben equilibrata. L'attivo è composto per larga parte da immobilizzazioni e per una parte esigua di attivo circolante. Il valore delle immobilizzazioni è un tema costante tra le società calcistiche, dati gli investimenti nei diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, riconoscendo anche che nell'esercizio ci sono stati dei nuovi investimenti. Tali nuovi investimenti hanno accresciuto il valore delle passività soprattutto consolidate. In più, la società ha dovuto espandere il proprio patrimonio netto di circa 17 milioni. D'altra parte anche le attività di cessione hanno portato ad un incremento dell'attivo circolante. Tutto ciò è alla base di una valutazione della solidità e della liquidità insufficiente, perché le passività permanenti non coprono ottimamente le attività fisse e le attività correnti non riescono ad opporsi alle passività correnti in modo ottimale.

L'analisi di redditività deve essere preceduta da una riclassificazione sia del Conto Economico che dello Stato Patrimoniale. Entrambi devono subire una riclassificazione gestionale che distingua i valori riferibili alle diverse aree gestionali. Il Conto Economico deve mostrare le aree operativa, extra-operativa, straordinaria, finanziaria e della tassazione. Si riporta il prospetto:

CEr	
Risultato Operativo	-2771174
Risultato Extra-operativo	11130
Ebit n	-2760044
Risultato Straordinario	0
Ebit i	-2760044
Oneri finanziari	458018
Reddito Lordo	-3218062
Imposte	1600572
Reddito Netto	-4818634

Da questo si evince un risultato negativo legato all'area operativa, un risultato straordinario inesistente e un'area extra-operativa dal peso secondario. Sulla base del Conto Economico può essere definita l'analisi del punto di pareggio. I costi operativi sono, per l'esercizio, circa 96 milioni, essendo invece, i ricavi operativi circa 93 milioni, è determinata una perdita operativa di circa 3 milioni. Il punto di pareggio contabile è realizzato al valore in cui tutti i ricavi eguaglierebbero i

costi totali e questa condizione sarebbe realizzata per un valore di ricavi di circa 98 milioni. I ricavi totali ammontano circa a 93 milioni e la perdita complessiva misura circa 5 milioni di euro.
L'analisi di redditività consentirà di comprendere la redditività delle diverse aree gestionali e la conclusiva scomposizione del ROE, tramite l'utilizzo delle leve, mostrerà le origini dei risultati economici. Si utilizzeranno indici che rapportano i risultati come flussi a valori stock di capitale, queste operazioni necessitano di una coerenza tra i flussi e gli stock. È per tale motivo che anche lo Stato Patrimoniale deve essere riorganizzato per avere la capacità di distinguere le aree gestionali. Risulta essenziale, quindi, riorganizzare lo Stato Patrimoniale di modo che sia in grado di mostrare quale valore del capitale investito è riconducibile agli impieghi operativi, extra-operativi e alla scorta liquida e quale valore del capitale raccolto sia riconducibile ai mezzi propri, ai debiti di funzionamento e ai debiti di finanziamento. Tale ultima distinzione è costruita sulla base degli oneri finanziari: infatti, le passività che sono caratterizzate da oneri espliciti sono passività finanziarie e quelle che sono caratterizzate da oneri impliciti sono passività di funzionamento. A fini operativi, gli schemi riportati sono due:

SPr			
Attivo		Passivo	
Impieghi Operativi	114155717	Mezzi Propri	30477121
Impieghi Extra-op.	2241682	Debiti Finanziari	18985492
Scorta liquida	493338	Debiti di Funzionamento	67428124

SPr			
Attivo		Passivo	
Impieghi Netti	46727593	Mezzi Propri	30477121
Impieghi Extra-op. e Scorta	2735020	Debiti Finanziari	18985492

Sulla base di tali dati e possibile considerare gli indici di redditività. Ci si occuperà degli indicatori di redditività delle diverse gestioni aziendali, partendo dagli indicatori legati alla redditività operativa. Il ROI lordo mostra la redditività del capitale operativo al lordo delle passività di finanziamento ed è ottenuto attraverso il rapporto tra reddito operativo e capitale investito operativo lordo. Tale indice può essere prodotto dalla moltiplicazione del Pciol e del ROS. Il Pciol rappresenta la produttività del capitale investito lordo ed è ottenuto rapportando i ricavi operativi al capitale investito lordo. È un indicatore di efficacia perché mette in evidenza la capacità dell'impresa di massimizzare i ricavi. Il ROS, ovvero la redditività delle vendite, è ottenuto tramite il rapporto di reddito operativo e ricavi operativi. Mostra, quindi, quale percentuale dei ricavi operativi diviene reddito operativo e per questo è un indicatore di efficienza, ovvero della capacità dell'impresa di

comprimere i costi. Il ROI può essere calcolato al netto delle passività di funzionamento, costruendo l'indice attraverso la frazione che pone al numeratore il risultato operativo e al denominatore il capitale operativo al netto delle passività di funzionamento. Il ROI netto può essere definito dal prodotto di ROI lordo e leva commerciale. La leva commerciale definisce l'impatto delle passività commerciali sulla redditività operativa ed è calcolata attraverso il rapporto tra capitale investito operativo lordo e capitale investito operativo netto. Si riportano di seguito gli indici prodotti:

ROI lordo	RO/CIOL	-0,024275385
ROI netto	RO/CION	-0,059304874
ROS	RO/Ro	-0,029856965
Pciol	Ro/CIOL	0,813056021
Leva commerciale	CIOL/CION	2,443004436

Il ROI lordo mostra un valore negativo di circa il 2,5%, ciò equivale a dire che ogni unità di capitale investito lordo produce una perdita di 0,025. La scomposizione mostra un valore positivo per il Pciol e un valore negativo per il ROS. È la redditività delle vendite, con un valore di -0,03 a costruire la negatività del ROI, ciò sottolinea una mancanza di efficienza della società. Ovvero, è la difficoltà nella compressione dei costi operativi a creare una redditività operativa negativa. La produttività delle vendite, diversamente, mette in evidenza la produzione di ricavi per un valore dell'81% del capitale investito lordo. Quindi, non si evince un problema di produttività del capitale, e il risultato operativo negativo non è dato da efficacia ridotta. In sostanza, la società riesce a produrre un valore di ricavi abbastanza considerevole ma questi vengono abbattuti dai costi che non riescono ad essere contenuti. Il ROI netto, con il valore di -0,06, presenta una negatività maggiore del ROI lordo, per effetto di un denominatore, il capitale investito operativo netto, minore del capitale investito operativo lordo. L'entità delle passività di funzionamento è rilevante e ciò è mostrato anche dalla leva commerciale. Essa vale circa 2,5 ma ha un effetto moltiplicativo che, dato il risultato negativo della gestione operativa, non fa che aggravare la redditività. Tali risultati sono generati da costi per il personale e ammortamenti che valgono da soli circa 70 milioni di euro. Tali valori sembrano eccessivi per una società abituata, negli ultimi anni, a prestazioni sportive che hanno come obiettivo il mantenimento della serie. Si deve aggiungere che questa situazione di redditività deficitaria è ottenuta nonostante una buona produzione di plusvalenze dell'esercizio in corso. Infatti, la gestione netta dei calciatori ha un valore positivo sul conto economico di circa 26 milioni di euro.
La redditività della società può, poi, essere accertata inserendo nell'analisi anche la gestione extra-operativa. A tale riguardo, può essere calcolato il RONA normalizzato che è definito come il

rapporto tra l'EBIT normalizzato e il capitale investito totale netto. In questo modo sia al numeratore che al denominatore sono stati inseriti i dati della gestione extra-operativa. Il collegamento tra il RONA normalizzato e il ROI netto può essere operato attraverso la leva accessoria che è costruita rapportando il RONA normalizzato al ROI netto. Con tale leva è possibile considerare l'impatto della gestione extra-operativa. Attraverso il RONA integrale si riesce a comprendere anche la gestione straordinaria, dato che vengono inseriti al numeratore anche i risultati straordinari. Il RONA integrale può essere costruito moltiplicando il RONA normalizzato con la leva straordinaria. La leva suddetta mostra l'impatto sulla redditività dei risultati straordinari essendo costruita come EBIT integrale fratto EBIT normalizzato. Si presentano gli indicatori introdotti:

RONA normalizzato	EBITn/CITn	-0,05580061
Leva accessoria	RONAn/ROI	0,940911041
RONA integrale	EBITi/CITn	-0,05580061
Leva straordinaria	EBITi/EBITn	1

Il RONA normalizzato si mostra simile al ROI netto data la limitata incidenza dei risultati extra-operativi. Il suo valore è di circa -0,056. L'impatto della gestione extra-operativa comunque è positivo e riesce a mitigare leggermente il valore negativo della redditività. La leva accessoria vale 0,94, ciò sostiene un impatto positivo e poco incisivo della gestione extra-operativa. Il RONA integrale si presenta identico al RONA normalizzato data l'inesistenza di risultati straordinari e la leva straordinaria, conseguentemente, ha valore unitario. Quindi, come è intuibile, la leva straordinaria non ha alcun impatto sulla redditività.

Un ulteriore passo consiste nell'evidenziare i valori del ROE. Si deve sottolineare che il ROE è l'indicatore consuntivo più utilizzato e mostra quale capacità di produzione del reddito è derivata dal capitale proprio. Si vedrà, in seguito, che tale indicatore può mettere in chiaro elementi ulteriori che scaturiscono dalla sua scomposizione. Il ROE lordo è definito dal rapporto tra utile al lordo della tassazione e mezzi propri. Il collegamento tra ROE lordo e RONA integrale è definito dalla leva finanziaria che è il rapporto tra ROE lordo e RONA integrale. La leva finanziaria mostra l'impatto delle passività finanziarie sulla redditività. Il discorso è semplicemente che se la società riesce a produrre una redditività complessiva superiore al tasso di finanziamento, l'indebitamento ha un effetto complessivo favorevole sulla redditività. Il ROE netto è dato dal rapporto tra utile netto e mezzi propri. La differenza tra il ROE netto e il ROE lordo è data dall'impatto della tassazione. Infatti, il ROE netto può essere costruito tramite il prodotto di ROE lordo e leva della tassazione, dove la leva è costruita rapportando l'utile netto all'utile lordo.

Si riportano gli indici:

ROE lordo	UL/MP	-0,105589435
ROE netto	UN/MP	-0,158106601
Leva finanziaria	ROEl/RONAi	1,892263088
Leva della tassazione	ROEn/ROEl	1,497371399

La leva finanziaria vale circa 1,9 ma il suo effetto moltiplicativo contribuisce a ridurre la redditività dato il RONA integrale negativo. Il ROE lordo mostra una redditività del capitale proprio negativa di circa il 10%. Negativa è pure la redditività dei mezzi propri al netto delle imposte, infatti il ROE netto vale circa -16%. Questo mette anche in evidenza una leva della tassazione che contribuisce ad aggravare la perdita, con il suo valore di circa 1,5.
Si può ora mostrare la scomposizione del ROE:

ROEn Scomposizione	-0,158106601
ROI lordo	-0,024275385
Leva commerciale	2,443004436
Leva accessoria	0,940911041
Leva straordinaria	1
Leva finanziaria	1,892263088
Leva della tassazione	1,497371399

La leva straordinaria ha un effetto neutrale per l'assenza di elementi ascrivibili tra i risultati straordinari. La leva accessoria riesce ad avere un effetto positivo molto ridotto per l'entità delle attività extra-operative. Tutte le altre leve contribuiscono ad aggravare le condizioni di redditività. Ma è essenzialmente dal ROI che deriva la negatività degli altri indicatori di redditività. Come abbiamo analizzato in precedenza, la società è stata in grado di realizzare ricavi operativi oltre i 90 milioni ma non è stata in grado di contenere i costi operativi, infatti questi superano i ricavi. Il ROS negativo conferma tale percezione, in altre parole, la società non si è distinta per particolare efficienza dei costi. La prova migliore è costituita dagli ingenti costi del personale che non si accompagnano a risultati sportivi soddisfacenti. Infine, i risultati complessivi sono stati negativi nonostante la considerevole capacità dell'impresa di produrre plusvalenze.

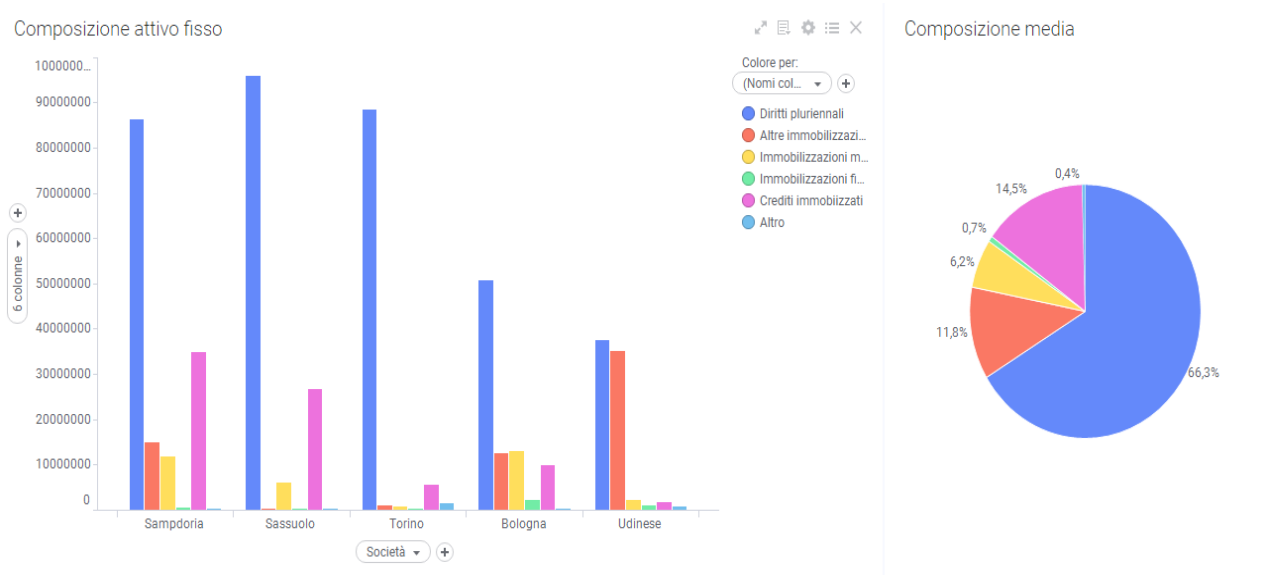
3.7 Alcune considerazioni con l'ausilio di Spotfire

Sulla base delle analisi fatte, può essere interessante valutare alcuni aspetti di confronto tra le società. Per analizzare alcuni caratteri saranno utilizzate delle visualizzazioni create attraverso Tibco Spotfire. È un programma basato sull'intelligenza artificiale per analizzare dati ed estrapolare da essi delle informazioni. L'intelligenza artificiale ha dato la possibilità alle aziende di gestire grandi moli di dati; l'utilizzo di queste tecnologie si propone oggi come importante strumento nei processi decisionali. Tibco Spotfire Analytics permette agli utenti di utilizzare i dati, visualizzarli istantaneamente e di analizzarli in maniera dinamica. Capace di lavorare grandissime quantità di dati, è in grado di suggerire le migliori visualizzazioni e mostrarle con un click. Le visualizzazioni create costruiscono delle dashboard interattive che possono mostrare elementi di analisi attraverso grafici diversi, mappe e indicatori di performance. Inoltre, ha importanti capacità di previsione degli eventi, una volta caricati i dati storici e forniti pochi input sul futuro. Infine, la potenza di Spotfire è insita nella possibilità di aggiornare l'analisi attraverso i dati inseriti giorno per giorno, con la possibilità di cogliere scostamenti e anomalie istantaneamente. Aggiungiamo, inoltre, che la costruzione di questo programma ha fornito una interfaccia fortemente intuitiva, permettendone l'utilizzo anche a utenti che si cimentano nei primi approcci analitici.[190]

Per gli obiettivi dell'analisi, le potenzialità dell'intelligenza artificiale, insita in Spotfire, saranno utilizzate in maniera ridotta. Le società calcistiche presentano molto spesso una parte molto ampia del capitale investito che viene impiegato in immobilizzazioni. Le immobilizzazioni che presentano i valori maggiori sono le immateriali e ciò è legato alla proprietà dei diritti delle prestazioni sportive dei calciatori. Tale condizione è in una certa misura anche fisiologica per le società calcistiche, dove, evidentemente, i calciatori rappresentano l'asset principale. È chiaro che questo elemento ha un effetto importante sugli indicatori finanziari, che si mostrano spesso insufficienti sulla base di uno squilibrio tra le componenti fisse e correnti dell'attivo e del passivo. L'attivo fisso, spesso, non riesce ad essere finanziato interamente dalle passività a breve e ciò è legato anche al valore importante che assume l'attivo fisso. A sostegno di questo ragionamento, gli indicatori di composizione dell'attivo mostrano, sempre tra le società analizzate, una evidente rigidità degli impieghi e una ridotta elasticità degli impieghi. L'elemento ancora più informativo è la ridotta consistenza delle passività permanenti in relazione all'attivo fisso. Dalle visualizzazioni prodotte si mostra una prevalenza importante, tra le attività fisse, dei diritti pluriennali alle prestazioni dei

[190] https://docs.spotfire.cloud.tibco.com/

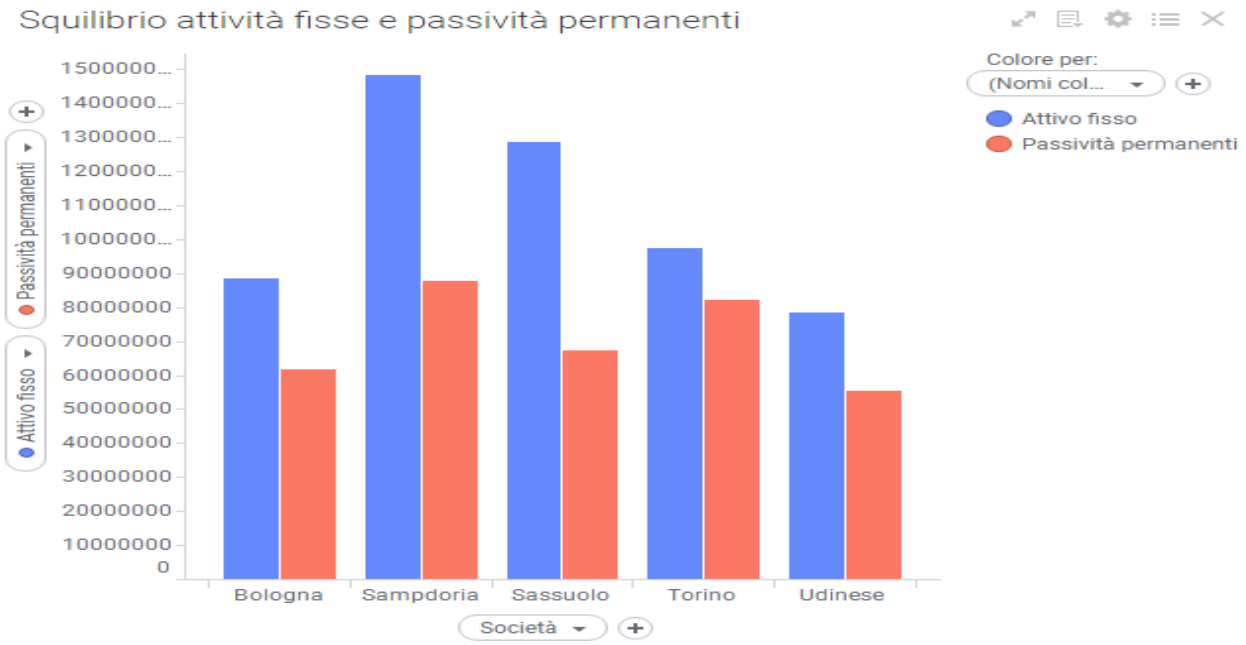
calciatori che ammontano, come media delle società analizzate a circa il 66% dell'attivo fisso. Si presenta la composizione dell'attivo fisso tramite visualizzazione:



Propria elaborazione attraverso Tibco Spotfire cloud

Dalla visualizzazione si è mostrata la rilevanza dei diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori. Le altre voci si dividono la parte restante in modo piuttosto vario. L'attivo circolante, invece, si presenta ridotto in confronto alle immobilizzazioni ed è composto per lo più da liquidità differita. Per la natura delle società, spesso limitate sono le rimanenze, e difficilmente si ritrovano ampie disponibilità liquide. La consistenza del patrimonio si mostra più varia, in alcuni casi il quoziente di struttura è appena sufficiente data la ritenzione degli utili o per le ricapitalizzazioni. I debiti, ma allo stesso modo anche i crediti, e soprattutto le loro variazioni tra i differenti esercizi, sono spesso attivati dalle operazioni di mercato. Infatti, le voci più variabili sono legate ai crediti e ai debiti verso enti del settore specifico. Difficilmente le società rinunciano a fare alcuni investimenti e non posso esimersi dalla ricerca di realizzare importanti plusvalenze. Gli investimenti sono necessari per mantenere la competitività delle rose e sono cardine di un processo ambizioso di miglioramento. Le società calcistiche meno blasonate investono generalmente in calciatori giovani e di prospettiva, questo permette loro di valorizzare i talenti emergenti anche per la finalità di realizzare plusvalenze nel futuro. Il valore delle immobilizzazioni non permette la produzione di buoni indici di solidità. Per esempio, in nessun caso analizzato, si riscontra un quoziente di struttura primario vicino all'unità, ciò significa che i mezzi propri non sono in grado di coprire le attività fisse. In realtà, questa condizione è di difficile realizzazione in tutti gli ambiti, ma si richiede una copertura almeno del 30% che in alcuni casi è raggiunta. Molto spesso però, il valore delle immobilizzazioni è

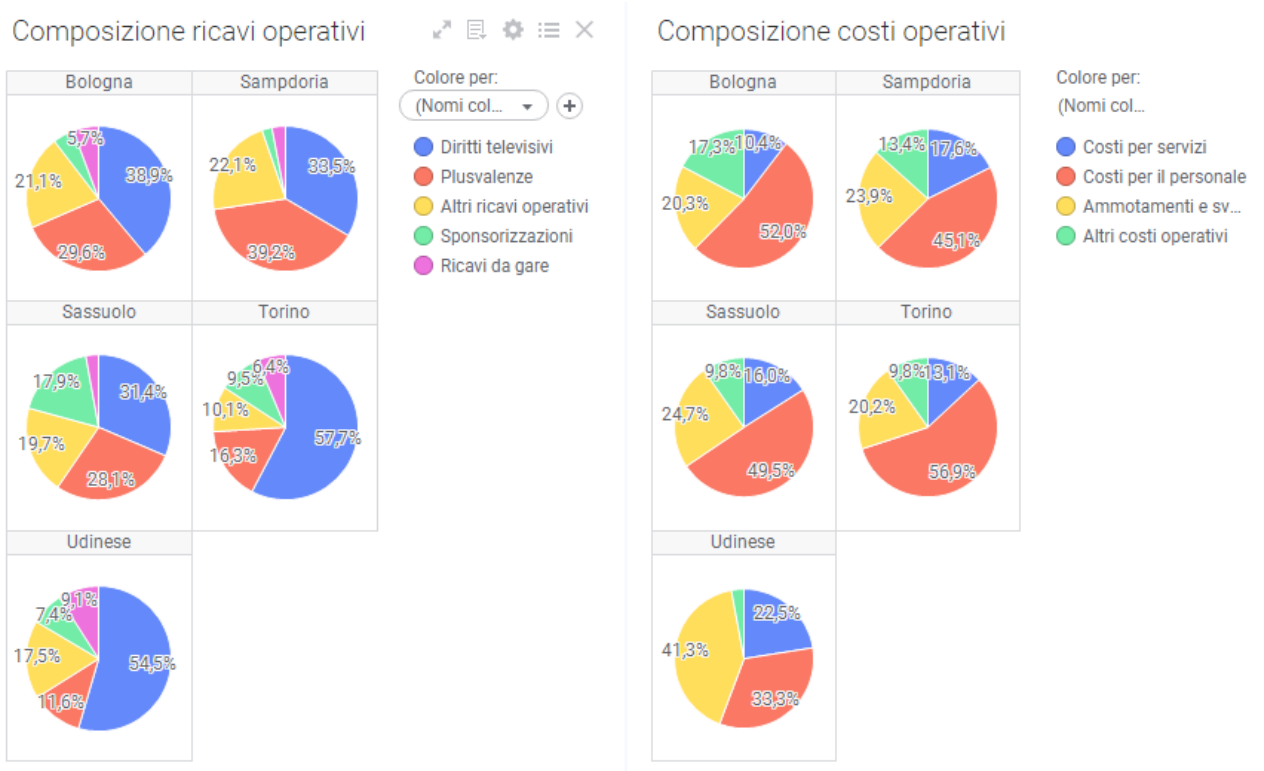
talmente alto da non consentirne la copertura nemmeno attraverso i mezzi propri e le passività a lungo, e ciò crea una condizione di rischio. Infatti, se il quoziente secondario di struttura non è maggiore di 1, alcune attività fisse sono finanziate con passività correnti: è qui che si origina la problematica. Lo squilibrio tra le componenti fisse dello Stato Patrimoniale è visualizzato di seguito:



Propria elaborazione attraverso Tibco Spotfire cloud

Si evince lo squilibrio esistente tra le parti fisse e, di conseguenza anche tra le parti correnti. Ulteriore informazione che si può cogliere, data la visualizzazione, è l'insufficienza dei quozienti di struttura secondari. Per questo, dato che le attività fisse consentono una produzione lenta di liquidità, una certa quota di passività si renderà esigibile prima che le attività fisse producano liquidità. Allo stesso modo, l'esiguo attivo circolante non riesce quasi mai a legarsi ottimamente alle passività a breve. Molto spesso le passività a breve sono molto superiori dell'attivo circolante e questo può portare a difficoltà nei pagamenti. Il Conto Economico si presenta dipendente dall'andamento dell'esercizio e, nella variabilità, alcuni esercizi presentano una redditività positiva e altri negativa. Nella maggior parte dei casi molto dipende dalla redditività operativa: qualora i ricavi operativi riescano ad essere maggiori dei costi operativi spesso si riesce ad avere una gestione in utile. Questo deriva dal fatto che le altre aree gestionali hanno frequentemente un peso ridotto. Le società sono fortemente dipendenti dai diritti televisivi che contribuiscono ad una percentuale importante dei ricavi, altre fonti importanti sono da ricercare nelle plusvalenze, nelle sponsorizzazioni e nei ricavi da gare. La costruzione di uno stadio proprio riesce ad espandere i ricavi da stadio e alcuni ricavi commerciali, ecco perché questo investimento è considerato da tante

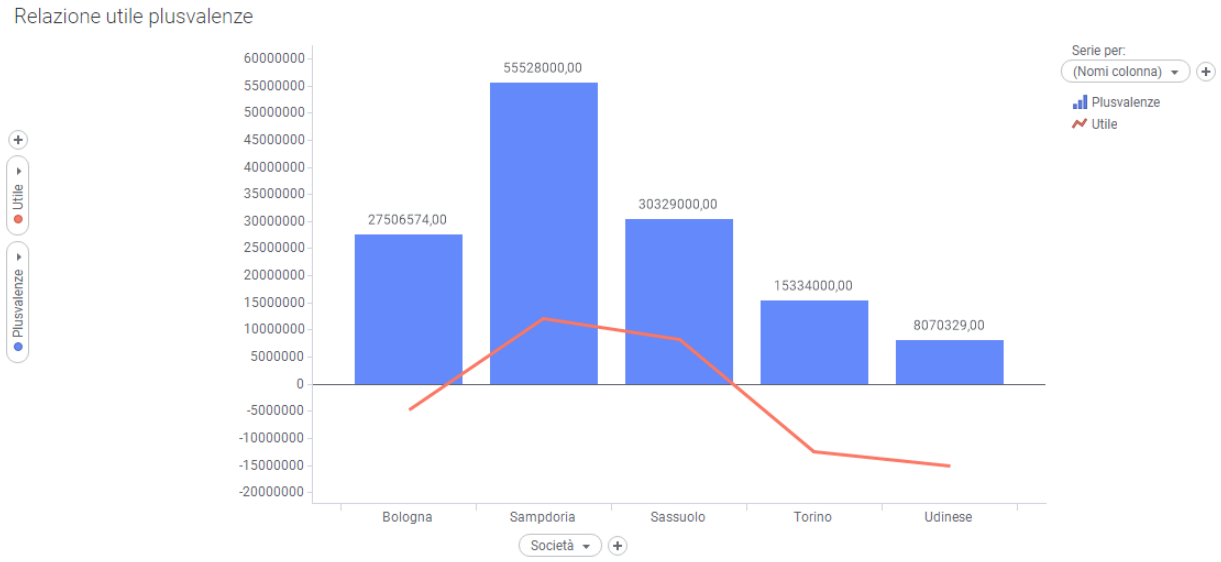
società un passo fondamentale. Presentano solitamente degli alti costi, soprattutto nei costi per il personale. Il personale tesserato rappresenta un costo molto consistente. Relativamente alle prestazioni sportive di una società calcistica media, probabilmente tali costi potrebbero essere maggiormente contenuti nei casi analizzati. Un ulteriore costo centrale per le società sono gli ammortamenti e ciò in relazione alla eccedente rigidità degli impieghi. Si riporta un grafico sulla composizione dei risultati operativi:



Propria elaborazione attraverso Tibco Spotfire cloud

Da questo ne esce confermata la rilevanza dei diritti televisivi e delle plusvalenze. I costi sono legati in modo importante ai costi per il personale e agli ammortamenti. Le società, soprattutto le meno blasonate, hanno, infatti, come necessità importante, la produzione di plusvalenze. Molto spesso la valutazione della redditività di una società si riduce alla considerazione delle plusvalenze: quando la società è stata in grado di generarne in modo rilevante il suo Conto Economico si è chiuso in termini positivi. Si deve aggiungere che la gestione operativa ha un peso preponderante sulla gestione complessiva, infatti la redditività complessiva o del capitale proprio riesce ad essere affermata solo nei casi in cui i ricavi operativi sono stati in grado di superare i costi operativi. Producendo quindi un risultato operativo positivo, le società sono riuscite a produrre anche un utile e gli indici di redditività riescono a presentarsi di segno positivo. Tornando alle plusvalenze, si vuole mettere in evidenza l'importanza della produzione di questi elementi positivi di reddito rispetto ai

risultati finali. Utilizzando nuovamente Tibco Spotfire Analytics, si è cercato di rendere immediatamente visibile la relazione esistente tra gli utili e le plusvalenze. Si presenta, in grafico, tale relazione:



Propria elaborazione attraverso Tibco Spotfire cloud

Risulta evidente che, le società che hanno prodotto maggiori plusvalenze hanno presentato più facilmente utili. Il Bologna ha rappresentato una eccezione: la sua produzione di plusvalenze è notevole ma il risultato d'esercizio è negativo. Questo risultato è dovuto ad una mancanza di efficienza nei costi, infatti si registrano, costi del personale molto elevati a fronte di prestazioni sportive non realmente rilevanti. La produzione di plusvalenze non può mettersi sempre in preventivo ed è condizionata. Le stagioni sportive sono controverse, legate alle direzioni tecniche, condizionate dagli infortuni e ciò può incidere sulle plusvalenze realizzabili sulle cessioni. Inoltre le cessioni devono essere ponderate, non devono incidere fortemente sulle stagioni sportive. Infatti, i risultati sportivi sono alla base dell'affluenza allo stadio e della ripartizione dei diritti televisivi. Infine, la competitività di una rosa deve consentire anche il mantenimento della serie, il rischio di retrocessione è notevole per le squadre menzionate e porterebbe ricavi in discesa e probabilmente la necessità di ridurre ulteriormente il valore della squadra. Sarebbe inevitabilmente un passo falso sebbene è predisposto il cosiddetto paracadute a mitigarne l'effetto. Detto questo, le società hanno bisogno di espandere al meglio i loro ricavi, per farlo hanno bisogno di nuove collaborazioni, nuove attività commerciali. Una squadra medio-piccola deve fare investimenti contenuti e di prospettiva per mantenere le prestazioni sportive ad un buon livello e per prepararsi alla realizzazione di plusvalenze future.

Infine, si è fatto un accenno alla situazione delle società in tema di fair play finanziario. Le società descritte presentano risultati economici diversi e non tutte sono in grado di raggiungere il pareggio di bilancio per i tre anni antecedenti senza il ricorso alla deviazione consentita. Ciononostante, tutte le società hanno ottenuto il rilascio della licenza per la stagione successiva e nessuna di esse ha dovuto indicare, per le competizioni europee, uno stadio diverso da quello utilizzato nelle competizioni italiane.

Conclusione

Il presente lavoro ha avuto l'obiettivo di analizzare alcune società calcistiche italiane raccogliendo i dati di bilancio. Analizzare una società significa conoscere il settore in cui opera e la sua realtà aziendale. Il settore delle società calcistiche ha chiaramente delle sue importanti peculiarità, ecco perché, propedeutica all'analisi aziendale, risulta fondamentale capire le caratteristiche del settore. Il calcio è nato da tempo e si è sviluppato, diventando un'industria importante del panorama mondiale. Oltre ad essere molto amato, seguito e praticato, ha assunto rilevanza anche in campo economico: diverse società, soprattutto europee, hanno un valore in termini di miliardi e tante società sono riuscite ad espandere tantissimo i loro fatturati. Si è dovuto fare un accenno alla governance del calcio: in Italia devono riconoscersi almeno tre livelli di regolarizzazione, corrispondenti alla Fifa, all'Uefa e alla Figc. In particolare, l'Uefa è riuscita ad imprimere un forte miglioramento nelle gestioni delle società con il Fair play finanziario. Esso ha l'obiettivo di rendere le società più economiche, indirizzandole a costruire il loro successo con progetti a lungo termine. Richiede trasparenza, richiede gestioni oculate nel calciomercato, il pareggio di bilancio negli esercizi precedenti al rilascio della licenza. Ciò equivale a dire che, una società deve rispettare questi ed altri parametri per poter competere nei tornei europei o per evitare sanzioni.

Per operare un'analisi si deve innanzitutto partire dai bilanci e le società calcistiche hanno alcuni tratti caratteristici, per cui si è dovuto analizzare alcune peculiarità. Partendo dagli obblighi di rendicontazione, sono state mostrate le voci caratteristiche dei bilanci delle società di calcio. Una voce rilevante dell'attivo saranno i diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori, iscritte tra le immobilizzazioni immateriali. Inoltre, sono da rilevare i costi del personale, i diritti televisivi, le sponsorizzazioni e ricavi da gare. Elemento di grande rilevanza sono le plusvalenze. Pochissime società possono esimersi dalla realizzazione di tali componenti positive di reddito derivanti dalla vendita dei calciatori. Se un calciatore è stato valorizzato oppure è stato in buona parte ammortizzato, la sua cessione può generare plusvalenze. Chiaramente la plusvalenza è derivata dalla differenza tra il valore della cessione e il valore iscritto in bilancio al netto dell'ammortamento.

È stato necessario riportare alla luce i principali passi di un'analisi di bilancio: le riclassificazioni, il calcolo degli indici e la loro interpretazione. L'analisi dello Stato Patrimoniale necessita di una riclassificazione finanziaria che distingua le attività e le passività sulla base del tempo. La riclassificazione rappresenta un momento fondamentale perché organizza le voci interessate e le rende idonee alla produzione degli indici. In concreto, il lavoro di riclassificazione è servito a mostrare quali attività possono essere convertite in liquidità in tempi brevi e quali in tempi più

lunghi. Allo stesso modo, le fonti devono subire una riorganizzazione per mostrare le passività che si renderanno esigibili nel breve periodo e le passività che si renderanno esigibili nel lungo periodo. Così facendo e mostrando alcuni dettagli, si è in grado di calcolare i principali indici di solvibilità che si distinguono tra indici di solidità e indici di liquidità. I primi identificano il livello di capacità delle aziende di far fronte alle passività a lungo termine e i secondi mostrano la capacità di onorare le passività di breve periodo. È stato toccato il tema del pareggio di bilancio, mostrando il livello di ricavi a cui i costi sono coperti. L'analisi di redditività mostra le capacità delle imprese di creare reddito e necessita della riclassificazione gestionale del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale. Il Conto Economico deve essere riorganizzato in modo da mostrare i risultati delle diverse aree gestionali e lo Stato Patrimoniale deve essere in grado di evidenziare degli aggregati coerenti. Questo essenzialmente perché gli indici di redditività sono ottenuti rapportando un flusso di risultato a uno stock di capitale e i due termini devono essere collegati in modo da definire la redditività gestionale del capitale impiegato riferito alla medesima gestione. Si è mostrata la creazione degli indici e delle leve, soffermando anche l'attenzione sulla scomposizione del ROE. Infatti, il ROE è sia un indice estremamente consuntivo e sia un indice profondamente analitico quando distinto nelle sue componenti. Ribadiamo che il vero sforzo analitico avviene successivamente alla produzione degli indicatori e quindi nella loro valutazione. È per questo che sono stati forniti i range in cui un indice dovrebbe muoversi, senza dimenticare le necessarie considerazioni di contesto.

Le considerazioni fatte sono state propedeutiche alle verifiche empiriche, infatti si è operata un'analisi finanziaria di alcune società di calcio italiane. Partendo dalle considerazioni di contesto e dai dati di bilancio, con annesse relazioni, sono state operate le riclassificazioni, determinati gli indici e interpretati i valori assunti. Le società, che non sono tra le più blasonate oggi, hanno mostrato i loro caratteri essenziali in termini di indicatori. Si è potuto constatare che queste società hanno risultati economici vari ma fortemente dipendenti dai diritti televisivi e dalle plusvalenze. Il valore più importante tra le componenti attive di reddito è, nella maggior parte dei casi, rappresentato dai diritti televisivi. I risultati sono fortemente legati alla realizzazione di plusvalenze. Per visualizzare alcuni elementi di confronto delle società è stato utilizzato uno strumento di analisi dei dati, Tibco Spotfire, che sfrutta l'intelligenza artificiale per trasformare dati grezzi in informazioni. Per esempio, si è resa molto evidente la relazione che le plusvalenze hanno con i risultati. Queste società non possono esimersi dalla ricerca di plusvalenze e solo qualora il loro valore si presenta consistente, riescono ad avere un risultato economico positivo. Si deve anche sottolineare, però, che tali ricavi sono commisurati agli andamenti sportivi, i ricavi televisivi sono ripartiti in base alle prestazioni e le plusvalenze riescono ad essere realizzate soprattutto quando si

è riusciti a valorizzare calciatori. Ecco perché tali componenti sono variabili e devono essere integrati da ulteriori elementi. Le società devono cercare l'espansione dei ricavi da stadio, delle sponsorizzazioni e dei ricavi commerciali. Le realtà più all'avanguardia sono interessate alla costruzione di uno stadio proprio, appunto per incrementare i ricavi. Molto spesso i ricavi sono abbattuti fortemente da alcuni costi, rilevantissimi risultano i costi del personale e le quote di ammortamento che valgono, nelle società analizzate, circa il 70%. Guardando alla struttura e alla liquidità delle società analizzate, si sono mostrati degli indicatori spesso insufficienti. Si sono evidenziati degli squilibri nelle composizioni dell'attivo e del passivo. Le attività fisse non riescono ad essere coperte dalle passività permanenti e l'attivo circolante non riesce ad opporsi in termini sufficienti alle passività a breve. Un elemento che porta le attività fisse ad avere un valore molto elevato sono i diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori, che misurano una quota molto rilevante dell'attivo. Comunque, lo squilibrio evidenziato cela una condizione di rischio, in quanto una certa quota delle passività si renderà esigibile prima che le attività siano convertite in liquidità. Il presente lavoro, in definitiva, ha potuto mostrare le caratteristiche delle società calcistiche, è riuscito ad evidenziare i passi principali di un'analisi aziendale ed è stato in grado di esemplificare alcuni casi pratici. Infine, la proposizione di alcune visualizzazioni ha mostrato rapidamente i tratti comuni e ha confortato le ultime considerazioni.

Bibliografia

Balestrieri, materiale didattico economia e gestione dei media.

Bilanci e Relazioni Gruppo Bologna F.C. Spa, 2018.

Bilanci e Relazioni Torino Football Club Spa, 2018.

Bilanci e Relazioni U.C. Sampdoria Spa, 2018.

Bilanci e Relazioni U.C. Sassuolo Calcio Srl, 2018.

Bilanci e Relazioni Udinese Calcio Spa, 2018.

Bortolotti. (2002) Il calcio dalle origini a oggi. In: Bortolotti A., Leali G., Valitutti M., Pesciaroli A., Fini F., Brunelli M., Lo Presti S., Vecchiet L., Gatteschi L., Rubenni M.G., Ordine F., Palombo R., Garanzini G. Enciclopedia dello sport. Treccani

Codice Civile, Libro V, Delle società, art. 2423 e ss.

Di Lazzaro, Musco (2015); Analisi aziendale, metodi e strumenti. Torino, Giappichelli editore.

Figc, in collaborazione con PwC e AREL, Report Calcio 2019.

Gabrielli. (2018) People management, teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone. Franco Angeli editore.

Gabrielli. La sfida organizzativa dell'industria 4.0, il lavoro e la leadership tra nuovi tempi e nuovi spazi.

Gelmini. (2014). Le società di calcio professionistiche nella prospettiva dell'economia d'azienda. Milano: Giuffrè Editore.

Guarna. (2017) Le società di calcio professionistiche e l'informativa di bilancio. Roma: Aracne Editrice

Norme organizzative interne della Figc (Noif), art. 84 e 85

Pisoni, Busso, Rizzato (2013). Il bilancio Consolidato. Principi, italian gaap e casi operativi. Milano, Giuffrè editore.

Riva (2008), Valutazione aziendale e strategia. Criteri di valutazione e decisioni aziendali. Aracne editore.

Samaja (PwC); Figc, in collaborazione con PwC e AREL, Report Calcio 2019.

Sciarelli (2014); La gestione dell'impresa. Tra teoria e pratica aziendale. Padova. Cedam.

Zanda (2007), Il bilancio delle società. Lineamenti teorici e modelli di redazione. Torino, Giappichelli editore.

Siti consultati

http://torinofc.it/

http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2018-12-13/la-sponsorizzazione-mondo-sport-145714.php

http://www.sassuolocalcio.it/

http://www.totalita.it/articolo.asp?articolo=64&categoria=4&sezione=29&rubrica=23

https://docs.spotfire.cloud.tibco.com/

https://emplus.egeaonline.it/it/73/pagine-numeri/739/l-industria-del-calcio-in-italia-una-partita-da-vincere

https://eu.spotfire-next.cloud.tibco.com/spotfire/wp/analysis?file=&waid=ov8XCsVBykaVJUWNGnvYA-282153930bxGsr&wavid=0

https://it.uefa.com/community/news/newsid=2065465.html

https://slideplayer.it/slide/964221/ materiale didattico università Ca Foscari.

https://www.bolognafc.it/

https://www.calcioefinanza.it/2017/06/10/diritti-tv-valore-principali-campionati-europei/

https://www.calcioefinanza.it/2018/02/06/ripartizione-diritti-tv-serie-a-2018-2021-mediapro/

https://www.calcioefinanza.it/2018/10/17/quanto-vale-calcio-italiano-fatturato-figc/

https://www.calcioefinanza.it/2019/06/10/fair-play-finanziario-come-funziona/.

https://www.calcioefinanza.it/2019/12/05/il-calcio-italiano-genera-47-mld-vale-il-12-livello-mondiale/

https://www.calcioefinanza.it/2020/02/04/lagcom-approva-le-linee-guida-per-i-diritti-tv-della-serie-a-2021-24/

https://www.calciomercato.com/news/sponsor-nel-mondo-del-calcio-ecco-come-funzionano-788835

https://www.coni.it/it/coni.html

https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2018/09/10/plusvalenze-bilanci-societa-calcio/

https://www.figc.it/it/federazione/federazione-trasparente/disposizioni-generali/

https://www.figc.it/it/federazione/mission-e-governance/funzioni/

https://www.figc.it/it/federazione/mission-e-governance/identita-e-missione/

https://www.figc.it/it/federazione/mission-e-governance/i-numeri-del-calcio-italiano/

https://www.figc.it/it/federazione/mission-e-governance/organi/organi-federali/

https://www.foxsports.it/2018/03/06/situazione-stadi-di-proprieta-italia-cinque/

https://www.ilfattoquotidiano.it/2020/01/14/ricavi-dei-club-di-calcio-la-juve-cresce-e-torna-in-top-10-aumento-record-dellinter-che-si-avvicina-il-milan-in-discesa-la-classifica/5670173/

https://www.ilpost.it/2015/07/22/regola-25-calciatori-serie-a/

https://www.ilsole24ore.com/art/l-industria-calcio-cresce-sempre-piu-primi-32-club-europa-valgono-356-miliardi-35percento-3-anni-ACZw1nJ

https://www.sampdoria.it/storia/

https://www.sportbusinessmanagement.it/2018/02/obblighi-di-rendicontazione-societa-di-calcio.html

https://www.sportbusinessmanagement.it/2019/03/stadi-di-proprieta-in-italia-e-ricavi.html

https://www.udinese.it/Apps/WebObjects/Udinese.woa/1/wa/viewTab?id=21825&lang=ita&wosid=BCAOdAWuHwzyUfgqBB1YNw

Ringraziamenti

Devo sicuramente ringraziare i miei genitori che mi hanno sostenuto in ogni modo. È per i loro sacrifici che ho potuto raggiungere questo risultato. Il confrontarmi, il parlare con i miei fratelli ha sicuramente contribuito alla mia crescita. Siete stati sempre accanto a me. Con voi anche le vostre splendide famiglie.

Per il lavoro devo ringraziare il Prof. Di Lazzaro che si è mostrato sempre disponibile ad indirizzarmi e il Prof. Fortuna.

Ringrazio la famiglia Carosella per la grande disponibilità e ad Emilia per i suggerimenti.

Sicuramente la parte migliore di me è derivata dalle mie compagnie. Ringrazio i miei grandi amici di San Giorgio del Sannio: Paolo, Simone, Armando, Elia, Dante, Aristide, Rossella, Nicola, Marcello, Noemi, Giovanna, Manuel.

Un ringraziamento speciale a Nicola per la convivenza a Roma.

I miei amici dell'università di Benevento: Luigi, Sasà, Francesca, Roberta, Mariapia, Gianluca, Francesco, Maria e Raffaella. Sebbene siamo stati un po' divisi, non ci siamo persi.

E poi i colleghi (come si dice a Roma): Teresa, Silvia, Enrico, Giovanni, Davide, Luca, Antonella, Calogero, Anna. Mi avete accolto e fatto stare bene.

Grazie a tutti.

Riassunto

Analisi finanziaria delle società di calcio: una verifica empirica.

Il riferimento alla complessità aziendale, che oggi vediamo nella crescente competitività dei mercati e delle politiche di gestione, richiede studi approfonditi e l'utilizzo di strumenti avanzati di analisi, comprendenti un crescente numero di indici specifici e metodologie di controllo della gestione sempre più accurate. L'obiettivo in essere con il presente progetto è quello di riprendere concetti di analisi aziendale e rielaborarli per applicarli in diversi casi pratici. Si creerà una scomposizione dell'impresa in parti di cui si valuteranno le caratteristiche tramite indicatori. Una analisi deve ovviamente creare il giusto legame con il contesto e con il settore che ricomprende quella azienda. L'analisi di una organizzazione guarderà a tanti indicatori economici e finanziari ma deve comunque tenere in debita considerazione le questioni strategiche, le caratteristiche e gli orientamenti generali dell'impresa perchè l'analisi dei driver della performance non potrà prescindere dai requisiti di carattere più propriamente strategico. Analizzare un'azienda, quindi, deve partire essenzialmente dalla comprensione del suo contesto, comprese politiche di prodotto e i cicli di vita, essenziali per leggere e interpretare i dati aziendali. I dati aziendali sono fondamentali e il riferimento è da farsi ai bilanci delle società analizzate, che devono essere visti come uno strumento attivo e passivo di informazione; esso è infatti uno strumento di controllo e una resa di conto asettica degli amministratori, ma anche strumento attivo di gestione e di politica aziendale. Passando alla reale analisi finanziaria ci si dovrà interrogare sulla situazione finanziaria dell'azienda e sulle relazioni che si instaurano tra le risorse monetarie che si rendono disponibili e le uscite a cui occorre fare fronte analizzando quindi la solvibilità dell'impresa nel breve e nel lungo periodo: studiando quindi sia la liquidità che la solidità aziendale. Sarà propedeutico allo studio degli indici che questa analisi produce, ridisegnare il bilancio per renderlo confacente con gli obiettivi; operare riclassificazioni, quindi, rimane un passo essenziale. Guardando poi ad una analisi reddituale, con necessaria riclassificazione come in precedenza, ci si potrà interrogare sui risultati economici, al netto e al lordo di diverse componenti per capire, con lo strumento delle leve, dove si deve ricercare il successo o l'insuccesso dei dati reddituali dell'impresa. Gli indicatori prodotti non completano lo studio, anzi, la vera attività di analisi a quel punto sarà solo in avvio, perché è nell'interpretazione dei vari indicatori che si potranno produrre delle valutazioni dialettiche che faranno emergere le problematiche o la virtuosità dell'azienda. L'obiettivo che ci si pone è quello di tradurre tutte queste considerazioni in alcuni casi pratici legati ad alcune delle società calcistiche italiane.

-Il settore

Le prime manifestazioni del calcio sono da ricercare nell'estremo oriente, prima come esercitazione per i militari e poi come attività ludica dei ceti più abbienti. È comunque alla fine del 19esimo secolo che in Inghilterra si diffuse il professionismo con un certo associativismo e prevedendo una paga agli antichi calciatori. In Italia, il calcio oggi ha una vita che si estende oltre un secolo di storia. L'anno di inizio del fenomeno può essere considerato il 1898, sebbene non esistesse ancora un campionato unico, venivano giocate le prime partite ufficiali in campionati regionali. È nel 1929 che venne creato un torneo maggiore, con girone unico. Il suo sviluppo l'ha portato a diventare un fenomeno sempre più economico, attirando su di sé importanti interessi. A tal proposito, sono create importanti valutazioni del valore delle società e si registrano società che hanno valori di mercato molto imponenti, anche vicini ad alcuni miliardi di euro. Si tratta di società soprattutto europee che hanno avuto la capacità di estendere i loro fatturati, portandoli, tal volta, anche vicini al miliardo di euro. In questo discorso, le società italiane si mostrano più indietro. Il fenomeno calcio, sempre più attrattivo ha avuto bisogno di essere regolamentato. La Figc è l'associazione delle società e delle associazioni sportive che perseguono il fine di praticare il giuoco del calcio in Italia. Nel 1898 venne fondata al Fif (federazione italiana football), è poi nel 1909 che venne rinominata Figc e oggi conserva tale denominazione. Essa ha gli scopi di promuovere l'integrazione condannando gli episodi di xenofobia e di disciplinare l'attività del calcio integrando la dimensione professionistica con quella dilettantistica in una struttura centrale. Ha poteri organizzativi e di garanzia e controllo ed esercita una molteplicità di funzioni. Una norma interessante legata appunto alla Figc è quella legata alla composizione delle rose. Dal 2015 infatti, per promuovere il calcio italiano, con ripercussioni positive anche sulla validità dei settori giovanili, le squadre devono avere un numero massimo di 25 giocatori oltre i 21 anni di cui 8 devono essere formati in Italia e di questi almeno 4 nel settore giovanile della stessa squadra. Essenzialmente quindi, la restrizione è legata solo ai calciatori che superano i 21 anni, consentendo alle squadre che hanno bisogno di un grande numero di tesserati di averli di giovanissima età. A livello internazionale e continentale gli organismi regolatori del sistema calcio devono essere considerati nei soggetti Fifa e Uefa. La Fifa è il massimo organo di governance mondiale e coordina le attività delle organizzazioni continentali. L'organizzazione calcistica europea, l'UEFA ha sede a Nyon e conta 51 federazioni affiliate, 8.839.000 giocatori tesserati, 417.000 arbitri tesserati, 224.000 club affiliati. Il Manuale delle Licenze UEFA del 2002 ha posto obiettivi sportivi e di promozione del calcio giovanile; infrastrutturali prevedendo centri sportivi adeguati; legali, organizzativi e finanziari improntati alla

trasparenza, alla economicità ed alla sostenibilità. Ha, inoltre, definito per le società obblighi di documentazione ma la sua attività deve anche essere legata alle norme raccolte nel tema del Fair play finanziario. La nuova disciplina può essere sintetizzata in una serie di obblighi economici e finanziari per le società propedeutici al rilascio delle licenze per le competizioni europee, ovvero: raggiungimento del break even; aver depositato il bilancio, sottoposto a revisione contabile, relativo all'anno precedente in cui è stata presentata domanda di rilascio della licenza; assenza di debiti da trasferimento di calciatori scaduti; regolarità nel pagamento ai dipendenti e versamento di ritenute e contributi; diffusione di informazioni previsionali. Il raggiungimento del pareggio di bilancio rappresenta l'elemento centrale, esso si estende ad un insieme di parametri aggiuntivi tra cui la sussistenza delle condizioni di continuità aziendale, sostenibilità del debito, patrimonio netto positivo ed equilibrio nella bilancia dei trasferimenti dei calciatori. Ma il pareggio di bilancio è valutato anche attraverso un principio che gli garantisce una certa flessibilità: quello della deviazione accettabile. Infatti, si considera rispettato quando la perdita cumulata del triennio non superi la soglia dei 5 milioni di euro. In realtà viene tollerata anche una perdita non superiore ai 30 milioni di euro se coperta da aumenti di capitale. La comparsa delle norme sintetizzate è datata 2010, ma vi sono stati degli aggiornamenti. Comunque, sono documentati dei miglioramenti nelle situazioni economiche e nelle strutture delle società. L'obiettivo essenzialmente è quello di indirizzare le squadre a costruire nel tempo il proprio successo, evitando le soluzioni facili legate ai grandi esborsi per l'acquisizione delle prestazioni sportive di grandi calciatori, e quindi promuovendo un progetto a medio lungo termine e con solide basi sia tecniche che finanziarie. In tema di reportistica, le fonti da cui le disposizioni contabili derivano sono sia normative che federali. Oltre ai principi contabili del codice, integrati dall'OIC, e i principi Ias Ifrs, la Federazione dispone delle regole all'art. 84, ricompreso nel titolo 6° del NOIF, dove si ribadisce, al primo comma, la dovuta osservanza dei dettami normativi e l'obbligo di redazione del piano dei conti, aggiungendo, al secondo comma, l'obbligo di depositare non solo il bilancio d'esercizio ma anche le relazioni semestrali e le situazioni patrimoniali intermedie presso la Co.Vi.So.C. Nei commi seguenti si ribadiscono gli obblighi di revisione legale dei conti e, tra gli altri, l'obbligo di redazione del bilancio consolidato nei casi in cui la legge lo predispone per i gruppi aziendali. L'informativa da depositare alla Co.Vi.So.C., dovuta entro i 15 giorni successivi dall'approvazione del bilancio, dovrà essere composta dalla copia del bilancio unitamente alla seguente documentazione: relazione sulla gestione; relazione del collegio sindacale ovvero del revisore unico o del consiglio di sorveglianza; relazione del soggetto responsabile del controllo contabile; relazione contenente il giudizio della società di revisione; rendiconto finanziario; verbale di approvazione. Quanto alle situazioni patrimoniali intermedie le società, entro il 31 maggio e il 30 novembre di ciascun anno, devono

depositare presso la Co.Vi.So.C. copia della situazione patrimoniale intermedia, con annesse relazioni, rispettivamente al 31 marzo e al 30 settembre di ciascun anno. I bilanci delle società calcistiche avranno poi degli elementi fortemente caratteristici. Per esempio, saranno mostrati, tra le immobilizzazioni immateriali, i diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori e, nel conto economico vi saranno degli elementi di costo e ricavo particolarmente legati al settore di attività. Il calcio si presenta oggi come un fenomeno fortemente economico e ciò è da collocarsi nel tempo in connessione alla nascita delle trasmissioni televisive e radiofoniche. Tutto ciò ha sviluppato il mondo economico delle società, ha cercato l'espansione delle diverse componenti positive del Conto Economico. Per esempio, la rilevanza del calcio come spettacolo ha ampliato la rilevanza delle sponsorizzazioni. Tramite il calcio, diverse aziende hanno cercato di ampliare la propria awarness comunicando il proprio logo o la propria denominazione tramite il fenomeno calcistico e, in particolare, tramite le divise da gioco. A testimoniare il legame delle sponsorizzazioni con il calcio, alcune stime definiscono che circa il 50% delle società che vogliono comunicare la propria azienda attraverso lo sport scelgono il calcio. La componente più importante della maggior parte delle organizzazioni calcistiche in ambito di ricavi è costituita dai diritti televisivi. Questa componente si alimenta grazie al tifo e all'interesse delle trasmissioni sportive e vale, cumulativamente in Italia circa 1 miliardo di euro. Sebbene in Inghilterra questo valore sia enormemente superiore, costituisce, per le società italiane, una componente fondamentale. Il valore cumulato è ripartito in base alle prestazioni sportive. Tra le componenti positive di reddito, devono essere considerati i ricavi da gare. Una modalità sempre più ricercata per espandere questi ricavi è la costruzione di uno stadio di proprietà. Rispetto ad altri paesi, in Italia solo 5 società sono riuscite a dotarsi di uno stadio proprio, operando un investimento che le premierà nel tempo. Sebbene tanti progetti siano ancora in divenire, ciò testimonia l'intenzione e l'importanza che le società attribuiscono a questo investimento. Le plusvalenze sono testimoniate in aumento dal Report calcio della Figc. Sono tante, infatti, le società italiane che hanno bisogno di realizzare plusvalenze per avere dei migliori risultati gestionali e per rispettare i dettami dell'Uefa. Le plusvalenze sui diritti alle prestazioni dei calciatori hanno lo stesso funzionamento delle plusvalenze sulla cessione dei beni produttivi. Si realizza una plusvalenza quando il valore di cessione risulta superiore al valore del bene iscritto in bilancio al netto dell'ammortamento già operato. Quindi la necessità delle società è quella di valorizzare i loro investimenti in calciatori riuscendo ad alzare il valore di cessione. Ciò rientra tra le strategie di una società, infatti molti acquisti vengono realizzati nella prospettiva di future plusvalenze. Delle volte, le organizzazioni calcistiche cercano di rinviare nel tempo le cessioni dei calciatori per ottenere delle maggiori plusvalenze, ciò generato da un processo di ammortamento più avanzato. Tutti questi ragionamenti sono legati al fenomeno del calciomercato

che ha avuto un grande sviluppo. Legati alla gestione dei calciatori, sempre più importanti sono i costi delle società. Si pensi per esempio ai costi del personale e agli ammortamenti. Queste due componenti incidono fortemente sui Conti Economici abbattendo i risultati. I ricavi e i costi sostanzialmente sono in aumento. Si registra però anche un consolidamento dei patrimoni delle società e un aumento dei debiti. Tale aumento dei debiti è dovuto soprattutto agli investimenti fatti, infatti, una delle voci principali del passivo delle società, risulta legato ai debiti verso gli enti del settore specifico.

-L'analisi aziendale

L'analisi finanziaria descrive un metodo di indagine delle componenti e delle performance d'impresa. Siccome oggi, gli elementi da analizzare sono tanti, in considerazione di situazioni aziendali sempre più complesse, la locuzione "analisi aziendale" risulta più adeguata a ricomprendere i molteplici aspetti di un'azienda. Infatti, si devono tenere presenti diversi aspetti evolutivi dei mercati che sottolineano una complessità e una insufficienza delle segnaletiche tradizionali. Ciò conduce alla riflessione che l'analisi degli indicatori finanziari e reddituali deve essere calata in un discorso più ampio che si interroghi anche sul profilo di rischio strategico dell'impresa. L'analisi finanziaria per indici ha l'obiettivo di considerare la situazione finanziaria di un'impresa nell'ambito della sua solvibilità che è la capacità dell'impresa di onorare le sue obbligazioni nella scadenza e nell'ammontare. A tale riguardo, risulta essenziale il reperimento dei dati di bilancio, le riclassificazioni, la produzione degli indicatori e la loro interpretazione. La riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale ha l'obiettivo di mostrare le parti dell'attivo e del passivo in relazione alle epoche. Tutto ciò è essenziale per rendere i dati di bilancio idonei alla produzione degli indicatori di struttura e liquidità. Quando le attività creano liquidità nel breve termine sono riclassificate nell'attivo circolante e quando hanno un processo di consumazione economica più lento sono riclassificate nell'attivo fisso. Le attività correnti sono poi distinte in magazzino, liquidità differita e liquidità immediata. Nel magazzino sono ricomprese attività in cui non si ha una reale sicurezza sulla produzione di liquidità nell'anno; nella liquidità differita sono comprese quelle attività che produrranno liquidità entro dodici mesi e, quindi, in particolare i crediti a breve; nella liquidità immediata sono presenti quelle poste dell'attivo che sono prontamente utilizzabili, come ad esempio, le disponibilità liquide. Dal lato delle fonti, quando la loro esigibilità si presenterà entro dodici mesi sono riclassificabili nelle passività a breve e quando le passività saranno esigibili oltre l'esercizio devono essere riclassificate o nei mezzi propri o nelle passività consolidate. La differenza tra mezzi propri e passività consolidate è definita dall'origine della fonte: se è interna saranno mezzi propri, in caso contrario passività consolidate. Operata tale

riclassificazione sarà possibile calcolare gli indicatori di liquidità e di solidità. L'analisi di solidità studia la solvibilità dell'impresa nel lungo termine e si compone di due livelli di analisi. Al primo livello vengono calcolati indici che definiscono la relazione tra fonti e impieghi di lungo periodo. I principali indici sono gli indici di struttura che possono essere resi come quozienti o come differenze, integrandosi reciprocamente. Il quoziente di struttura primario rapporta i mezzi propri all'attivo fisso, valutando in quale misura i mezzi propri sono in grado di coprire le attività a lungo termine. Questo dovrebbe assumere il valore unitario per testimoniare una ottima solidità ma è considerato accettabile un valore di 0,3. Il quoziente secondario mostra in quale misura le passività permanenti sono in grado di coprire le attività fisse. Questo indice deve valere più di 1. In caso contrario, ad alcune attività fisse saranno contrapposte passività a breve, creando un rischio potenziale. Infatti, equivale a dire che alcune passività diventeranno esigibili prima che le attività saranno in grado di produrre liquidità. Il secondo livello di analisi di solidità mostra la composizione degli impieghi e delle fonti. Questi sono ottenuti rapportando ogni elemento dell'attivo al capitale investito ed ogni elemento del passivo al capitale raccolto. L'analisi di liquidità studia la capacità dell'impresa di far fronte alle passività a breve attraverso l'attivo circolante. Il quoziente di disponibilità è ottenuto dal rapporto di attivo circolante e passività a breve ed il suo valore ottimale è vicino all'unità. Siccome le attività del circolante potrebbero contenere delle attività difficilmente liquidabili, soprattutto tra quelle riclassificabili nel magazzino, sono anche calcolabili i quozienti di tesoreria. Il primo quoziente di tesoreria è calcolato attraverso il rapporto tra la liquidità totale e le passività a breve e il secondo è ottenuto escludendo dal numeratore la liquidità differita. Nel caso in cui il quoziente di disponibilità sia maggiore di 1 e il quoziente primario di tesoreria sia inferiore a 1 ci si deve interrogare sul magazzino, considerando quanto l'accertamento della liquidità sia legato alla trasformazione del magazzino. Lo studio della liquidità può essere approfondito sulla base del ciclo del circolante. Questa porzione di analisi si interroga sui tempi medi in cui le merci, crediti ed i debiti rimangono giacenti. Un interessante tema di analisi è lo studio del punto di pareggio o break-even analysis. Tale analisi è basata sul confronto tra costi e ricavi e, attraverso la considerazione dei volumi, fornisce elementi di rischio dell'azienda. Il punto di pareggio definisce i volumi minimi di prodotto in modo da rendere la produzione economica. Il tutto parte dalla condizione di uguaglianza tra ricavi e costi. Questa analisi può essere posta in termini di quantità e di ricavi e può indirizzare l'analisi solo alle componenti operative o ampliarle a tutte le componenti contabili. L'analisi di redditività indaga la capacità dell'impresa di produrre reddito. È necessaria una riclassificazione gestionale del Conto Economico che metta in evidenza i risultati delle gestioni. Sono, quindi, distinte le aree operativa, extra-operativa, straordinaria, finanziaria e della tassazione. Oltre alle aree devono essere considerati i risultati intermedi. La riclassificazione può essere

approfondita attraverso la struttura del risultato operativo che può mettere in evidenza costi fissi e variabili oppure costi interni ed esterni. Per essere in grado di produrre gli indici di redditività è necessaria una riclassificazione gestionale dello Stato Patrimoniale. Ciò perché gli indici di redditività sono costruiti mediante il rapporto di un flusso di reddito e uno stock di capitale e il capitale a cui il risultato viene rapportato deve essere coerente con il flusso di reddito. Le attività devono essere distinte tra impieghi operativi ed extra-operativi e le passività tra mezzi propri, debiti finanziari e debiti di funzionamento. La distinzione dei debiti deve essere fatta in base agli oneri finanziari: quando questi sono impliciti le passività sono di funzionamento e quando sono espliciti sono di finanziamento. A questo punto sono disponibili tutti gli elementi per il calcolo degli indici di redditività. Il ROI indica la redditività del capitale investito operativo e può essere considerato un ROI lordo e un ROI netto. Il ROI lordo è ottenuto tramite il rapporto tra il reddito operativo e il capitale investito operativo. Può essere scomposto in ROS e Pciol. Il ROS è una misura di efficienza perché mostra la capacità di contenimento dei costi, infatti definisce in quale misura i ricavi operativi diventano risultato operativo. Il Pciol indica la produttività del capitale, cioè quanto il capitale operativo è in grado di produrre ricavi. In tal senso si mostra come una misura di efficacia. Il ROI netto differisce dal corrispondente lordo per i debiti di funzionamento, infatti, il denominatore del ROI netto è ottenuto sottraendo i debiti di funzionamento. Il collegamento tra ROI lordo e ROI netto è definito dalla leva commerciale. È ottenuta come rapporto tra il capitale investito operativo lordo e il capitale investito operativo netto e definisce l'impatto delle passività di funzionamento sulla redditività operativa. Il RONA normalizzato indica la redditività del capitale investito totale netto. Quindi il rapporto che lo definisce è costruito dividendo l'EBIT normalizzato per il capitale investito totale, in pratica sia al numeratore che al denominatore vengono aggiunti gli elementi della gestione extra-operativa. Il ROI netto e il RONA normalizzato sono collegati dalla leva accessoria. La leva accessoria indica l'impatto sulla redditività delle componenti extra-operative ed è ottenuta dal rapporto tra RONA normalizzato e ROI netto. Il RONA può essere anche inteso come la media ponderata della redditività operativa e della redditività extra-operativa, con pesi le porzioni di capitale correlate. Il RONA può includere i risultati straordinari nella sua forma integrale. È ottenuto rapportando l'EBIT integrale al capitale investito totale netto. La leva straordinaria può essere considerata il punto di incontro tra il RONA normalizzato e il RONA integrale e definisce l'impatto della gestione straordinaria sulla redditività. Ottenuta come rapporto tra EBIT integrale ed EBIT normalizzato, quando ha un valore inferiore a 1 mostra una perdita straordinaria, nel caso contrario un utile straordinario. Il ROE mostra la redditività del capitale proprio. Il ROE lordo rapporta l'utile lordo ai mezzi propri e definisce la capacità del patrimonio societario di produrre utili. Ciò evidenzia, quindi anche la potenzialità di remunerazione dei soci o la capacità di autofinanziamento.

La connessione tra RONA integrale è ROE lordo è offerta dalla leva finanziaria che può essere resa come rapporto tra ROE lordo e RONA integrale. Quando il suo valore è superiore a 1 la leva è positiva, quando inferiore è negativa. Una leva finanziaria positiva suggerisce che la società produce una redditività complessiva maggiore del tasso a cui si finanzia. Esiste quindi uno spread positivo tra redditività e tasso di finanziamento che definisce un impatto positivo dell'indebitamento dell'impresa. In caso contrario, la società perde redditività tramite il finanziamento perché produce meno redditività del tasso a cui si finanzia. Il ROE netto è ottenuto dal rapporto tra utile netto e mezzi propri escludendo il valore delle imposte. La connessione tra il ROE netto e il ROE lordo è offerta dalla leva della tassazione. Essa è ottenuta dal rapporto tra utile netto e utile lordo e misura l'impatto della tassazione. Il ROE è un indice molto sintetico e consuntivo che, però, può diventare estremamente analitico tramite la sua scomposizione. In questi termini, il ROE scomposto riesce a mostrare le componenti che definiscono il risultato finale, infatti, tramite le leve, può essere presentato così:

ROE netto = ROI lordo * leva commerciale * leva accessoria * leva straordinaria * leva finanziaria * leva della tassazione.

-I casi di analisi

L'obiettivo dell'analisi empirica è di tradurre gli elementi trattati in precedenza in alcuni casi pratici. Si dovranno fornire elementi sulla società e partire dai dati di bilancio per poter contestualizzare gli elementi di analisi. Per la produzione degli indicatori è essenziale operare le riclassificazioni finanziarie e gestionali del bilancio. Riclassificando i bilanci, si è in possesso degli elementi necessari alla costruzione degli indici che dovranno poi essere interpretati.

L'Udinese calcio è una società per azioni controllata dalla Gesapar S.A. e avente circa 120 anni di storia. Dal 1976 lo stadio Friuli è la casa dell'Udinese, nel 2013 la famiglia Pozzo ha acquistato la superficie dal comune e ha ricostruito lo stadio, riaperto nel 2016 e rinominato Dacia Arena. È, quindi, una delle poche società ad avere uno stadio di proprietà. Dacia, insieme a Vortice e Bluenergy, è tra i principali sponsor della società. Il bilancio che verrà analizzato è relativo all'esercizio 2018. La stagione 2017/2018 ha evidenziato prestazioni sportive meno brillanti e la squadra ha concluso il campionato al quattordicesimo posto conquistando con relativa tranquillità la permanenza nella massima serie attraverso 40 punti conquistati in campo. Il bilancio presenta un risultato economico negativo di circa 15 milioni di euro, generato da maggiori costi e una flessione del valore della produzione. L'incremento dei costi è dovuto alla scelta di utilizzare ammortamenti decrescenti che hanno un impatto negativo sul Conto Economico dei primi anni ma un impatto positivo negli anni successivi. Il minore valore della produzione non deriva da flessioni nei ricavi da gare o nelle sponsorizzazioni ma dalla realizzazione di minori plusvalenze. Infatti, la società ha

realizzato circa 8 milioni di plusvalenze a fronte di una media degli ultimi anni molto più elevata. Gli amministratori sottolineano che alcune cessioni sono state rinviate agli esercizi successivi per massimizzare le plusvalenze. Ciò sarà possibile in quanto il valore residuo iscritto in bilancio degli esercizi successivi sarà ulteriormente ammortizzato e la differenza con il prezzo di cessione potrà essere potenzialmente maggiore. Infine, si evidenzia che la gestione in corso, alla data di approvazione del bilancio, mostra un valore cospicuo di plusvalenze realizzate. La riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale ha permesso la definizione dei principali indici di solvibilità. L'analisi di solidità mostra un quoziente di struttura primario molto limitato, vicino al 4%. Ciò viene, in parte, spiegato dalla riduzione dei mezzi propri per la perdita portata a nuovo. Anche il quoziente secondario di struttura si presenta insufficiente e definisce che le passività permanenti coprono le attività fisse per circa il 70%. Questo determina un potenziale rischio derivato dalla copertura di alcune attività fisse con passività correnti. Gli indici di composizione dell'attivo mostrano una rigidità degli impieghi vicina al 60% e testimoniano che le attività correnti sono costituite soprattutto da crediti a breve. L'autonomia finanziaria è molto limitata dato il valore di soli 3 milioni dei mezzi propri. Di conseguenza è alta la dipendenza finanziaria. L'analisi di liquidità mostra il quoziente di disponibilità e di tesoreria molto simili per la poca consistenza del magazzino. Il loro valore è vicino al 70%, invece, il quoziente di tesoreria secondario definisce un valore delle disponibilità liquide molto ridotto. Il punto di pareggio operativo in termini di ricavi è definito al valore di circa 88 milioni di euro ma, a fronte di circa 70 milioni di ricavi dell'esercizio, evidenzia una perdita operativa. L'analisi di redditività necessita della riclassificazione gestionale del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale. La redditività operativa lorda è negativa di circa il 15%, determinata da un ROS che non definisce una buona efficienza. La leva commerciale peggiora la redditività operativa. La gestione extra-operativa è positiva ma ha un peso ridotto, per questo riesce a migliorare la redditività totale in maniera contenuta. L'area straordinaria si presenta nulla e il RONA integrale non differisce dal RONA normalizzato, di conseguenza la leva straordinaria ha valore unitario e non ha impatto sulla redditività. Il ROE loro è negativo di circa il 500% e ciò è dovuto al valore limitato dei mezzi propri. La leva della tassazione riesce a contribuire ad un ROE netto negativo più contenuto, date le imposte positive riconosciute alla società. La finale scomposizione del ROE mostra come il risultato negativo sia derivato in buona parte dall'area operativa che non è riuscita a definire un adeguato valore della produzione e livello dei costi. Tale eccedenza nei costi deriva anche dalla tecnica di ammortamento, invece le minori plusvalenze dell'esercizio hanno ridotto il valore della produzione di circa 40 milioni.

Il Torino è una società per azioni controllata da Comunication Spa. È nata nel 1906 e nel 1928 ottenne il suo primo scudetto. Complessivamente vanta sette scudetti e cinque Coppe Italia. Il Torino

disputa le partite casalinghe nello stadio Olimpico Grande Torino, i principali sponsor della società sono Suzuki, Beretta e Joma. La documentazione analizzata si compone del bilancio e delle relazioni del 2018. La stagione 2018 del Torino si conclude al nono posto. Il bilancio presenta una perdita di circa 12 milioni di euro che va ricercata nelle minori plusvalenze realizzate. Infatti, le plusvalenze sulla gestione calciatori ammontano a circa 15 milioni di euro a fronte del dato dell'anno precedente che evidenzia circa 71 milioni di euro. Oltre che dalle minori plusvalenze il risultato negativo deriva anche da un aumento dei costi del personale che ha raggiunto il valore di 62 milioni di euro. Gli investimenti realizzati hanno determinato una crescita delle attività fisse e delle quote di ammortamento. La posizione creditoria/debitoria verso gli enti del settore specifico è peggiorata di circa 50 milioni. Il patrimonio presenta una discreta composizione dovuta alla ritenzione di utili passati. Dalla riclassificazione finanziaria e con il calcolo degli indici di solidità si definisce un quoziente di struttura primario vicino al 50% che può essere considerato sufficiente. Il quoziente secondario non raggiunge il valore unitario ma il rischio è contenuto dato il suo valore di 0,85. Gli indicatori di liquidità, di conseguenza, mostrano un quoziente di disponibilità dell'80% e un quoziente secondario di tesoreria vicino al 9%. Sicuramente la struttura trapelata dal bilancio non risulta ottimale ma si mantiene al di sopra delle medie. Il punto di pareggio operativo si sarebbe realizzato al valore di circa 109 milioni di euro. Essendo, però il valore dei ricavi operativi vicino a 94 milioni di euro si evidenzia una perdita operativa di cica 15 milioni. Sulla base della riclassificazione gestionale del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale, sono stati calcolati gli indici di redditività. Il capitale operativo lordo ha una redditività negativa del 10%. Ciò deriva da un ROS pari a -0,16 e da un Pciol pari a 0,66. Il ROS indica il rapporto tra risultato operativo e ricavi operativi e, dato il valore negativo, mostra una inefficienza nel contenimento dei costi. Il ROI netto si attesta intorno al valore di -0,36 e ciò evidenzia un impatto negativo della leva commerciale. La gestione extra-operativa è positiva e riesce a migliorare la redditività ma il suo peso ridotto porta alla definizione di un RONA normalizzato negativo del 30%. La leva accessoria ha quindi un impatto positivo sulla redditività. Il RONA integrale non si discosta dal RONA normalizzato per l'inesistenza di un'area straordinaria e, di conseguenza, la leva straordinaria è neutra. La redditività lorda dei mezzi propri definisce un valore di -0,31 e ciò mostra una leva finanziaria quasi neutra e con un impatto molto limitato. L'area della tassazione è positiva e aggiunge redditività, la leva corrispondente riesce a ridurre il risultato negativo del ROE netto che viene definito nel valore di -0,26. La scomposizione del ROE mostra l'origine del risultato negativo derivante soprattutto da una gestione operativa deficitaria. Infatti, la gestione operativa ha mostrato un valore della produzione ridotto e un aumento dei costi. Questi elementi sono derivati dalle minori plusvalenze e dai maggiori ammortamenti e costi del personale.

La Sampdoria è una società per azioni controllata per il 99,96% dalla Sport Spettacolo Holding srl. Nasce nel 1946, conquista il primo storico trofeo nel 1985: la Coppa Italia. Questo trofeo viene conquistato anche nel 1988 e 1989, la Coppa delle coppe è conquistata nel 90 e, nel 1991, la Sampdoria si laurea campione d'Italia. Sono gli anni più brillanti che culminano nella finale di Coppa dei Campioni del 1992. La Sampdoria utilizza lo stadio Ferraris di Genova di proprietà comunale, attraverso la partecipazione al 50% della Luigi Ferraris srl. I principali sponsor sono Joma e Invent. Il bilancio che si analizzerà è chiuso al 31 dicembre 2018 che presenta un utile di circa 12 milioni di euro. La stagione si concluse per la Sampdoria con un decimo posto e 54 punti conquistati. La relazione sulla gestione sottolinea un andamento positivo anche nella stagione successiva. L'utile deriva da un importante incremento del valore della produzione, da 114 a 142 milioni. Ciò grazie ad un consolidamento delle prestazioni sportive che hanno portato i ricavi televisivi a 47 milioni e le plusvalenze a 55,5 milioni. Inoltre, è rilevante l'incremento dei bonus su precedenti cessioni, che valgono 16 milioni. Questo non ha portato ad una riduzione del valore della rosa e comunque sono stati fatti nuovi investimenti di prospettiva. All'aumento dei ricavi si accompagna un aumento dei costi soprattutto nei costi per servizi, per il personale e nelle quote di ammortamento. Sulla base della riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale è possibile definire i principali indici di solvibilità. La solidità dell'azienda si mostra caratterizzata da quozienti di struttura insufficienti. Infatti, il quoziente primario di struttura è 0,3 e il quoziente secondario 0,6. Ciò mostra una copertura limitata delle attività fisse attraverso le passività permanenti e ne definisce una potenziale situazione di rischio perché alcune attività fisse sono, di fatto, finanziate con passività correnti. Gli indici di composizione evidenziano una rigidità degli impieghi e un'incidenza limitata della liquidità immediata. Inoltre, l'autonomia finanziaria vale circa il 20% e la dipendenza finanziaria circa l'80%, composta soprattutto da passività a breve. Gli indici di liquidità definiscono una copertura dell'attivo circolante limitata sulle passività a breve. Infatti, il quoziente di disponibilità vale 0,55 e deriva dalla consistenza della liquidità differita. Relativamente all'analisi del punto di pareggio, il pareggio operativo si sarebbe realizzato al valore di ricavi operativi di circa 120 milioni ma, dato che i ricavi operativi ammontano a circa 142 milioni, si determina un risultato operativo vicino ai 21. Dalla riclassificazione gestionale è possibile definire gli indicatori di redditività. Il ROI lordo è vicino al 10% e indentifica una redditività positiva del capitale investito lordo. Le misure di efficienza ed efficacia, ricomprese nel ROS e nel Pciol, mostrano la scomposizione del ROI lordo e valgono, rispettivamente, il 15 e il 64%. La redditività del capitale investito operativo netto è accresciuta dalla leva commerciale e vale circa il 33%. La leva positiva mostra un impatto positivo delle passività di funzionamento sulla redditività. La gestione extra-operativa ha una redditività minore della gestione operativa e porta alla definizione di un RONA

vicino al 30%. La leva accessoria è quindi negativa ma ha peso ridotto. Il Conto Economico non presenta risultati straordinari e la leva corrispondente è neutra. La leva finanziaria è positiva, ciò significa che la società trae benefici dall'indebitamento in quanto si finanzia ad un tasso minore della sua redditività del capitale totale netto. Attraverso tale leva, si giunge alla definizione di un ROE lordo vicino al 42%. L'ultima area gestionale da verificare è l'area della tassazione. Essa è negativa e riduce la redditività. Infine, il ROE netto presenta un valore di 0,27. Dalla scomposizione del ROE si evidenzia che il risultato positivo è derivato innanzitutto dalla redditività operativa. Ciò è stato possibile per l'ampliamento dei ricavi dovuto ai diritti televisivi e alla grande realizzazione di plusvalenze. Impatto positivo ha la gestione finanziaria e la leva commerciale. Risulta neutra la leva straordinaria e riducono la redditività le aree extra-operative e della tassazione.

Il Sassuolo Calcio è una società a responsabilità limitata con socio unico, infatti la Mapei Spa esercita la direzione e il coordinamento sulla società calcistica. Il Sassuolo come realtà sportiva nasce nel 1920, e la sua storia si forma tra le categorie minori e il professionismo. La vera svolta avviene nel 2002 con la sponsorizzazione da parte della Mapei di Giorgio Squinzi, che nel 2003 acquisisce la società. Il progetto porta il Sassuolo nella massima serie nel 2013. La società emiliana è una delle pochissime società italiane ad avere uno stadio di proprietà, infatti nel 2013 la casa del Sassuolo diventa il Mapei Stadium. Il bilancio che verrà analizzato è il documento contabile del 2018, la stagione sportiva vede la conquista dell'undicesimo posto e la stagione successiva non si mostra diversa per ambizioni sportive. Il bilancio presenta un utile d'esercizio di circa 8 milioni di euro. Le componenti di ricavo non sono diverse dagli anni precedenti tranne che per le plusvalenze che conoscono un esercizio positivo. Infatti, il loro valore è aumentato a 30 milioni rispetto i 17 della stagione precedente. Il valore dei costi ha conosciuto un incremento nelle voci di costi per servizi, ammortamenti e costi per il personale. La società ha la necessità di realizzare plusvalenze e di investire in calciatori di prospettiva per valorizzarli e poterne trarre dalle cessioni. In questo senso si registrano investimenti nei diritti alle prestazioni dei calciatori per circa 37 milioni. Tali investimenti hanno espanso i debiti e le cessioni hanno creato nuovi crediti. Partendo dalla riclassificazione finanziaria, è possibile calcolare i principali indici di solvibilità che indagano la capacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni nel lungo e nel breve periodo. Il primo quoziente di struttura evidenzia una capacità limitata dei mezzi propri di finanziare le attività fisse, il suo valore è vicino al 20%. Anche il quoziente di struttura secondario è insufficiente e definisce una copertura limitata dell'attivo fisso con le passività permanenti. Ciò equivale a dire che alcune attività fisse sono coperte con passività a breve, celando una condizione di rischio. Gli indicatori di composizione mostrano una importante rigidità degli impieghi e una elasticità degli impieghi ridotta

e costruita quasi totalmente sulla liquidità differita. L'autonomia finanziaria è esigua, vale il 15% e si registra un eccesso delle passività a breve. Il quoziente di liquidità è vicino al 40% e i quozienti di tesoreria sono insufficienti. In breve, la società non si distingue per una ottimale composizione delle attività: le passività permanenti non riescono a finanziare l'attivo fisso e l'attivo circolante non è sufficiente a coprire le passività a breve. Il punto di pareggio operativo è raggiunto al valore di 94 milioni di ricavi ma, dato che i ricavi operativi valgono 108 milioni, l'utile operativo ammonta a circa 14 milioni di euro. Attraverso la riclassificazione gestionale è possibile produrre gli indici di redditività. La redditività operativa lorda si definisce intorno all'8%. Questo valore è scomposto in ROS e Pciol. Il ROS mostra che circa il 13% dei ricavi operativi riesce a non essere abbattuto dai costi. Il Pciol ha un valore vicino a 0,6 e quindi il capitale operativo lordo riesce a produrre ricavi per circa il 60%. Il ROI netto presenta un valore di 0,21 per effetto della leva commerciale positiva. I debiti di funzionamento hanno, quindi, un impatto positivo sulla redditività. La gestione accessoria presenta una redditività molto simile alla gestione operativa e, di conseguenza, il RONA è molto simile al ROI netto e la leva accessoria è molto simile a 1. Il Conto Economico non presenta un risultato straordinario e la leva corrispondente è neutra. Un effetto importante e positivo della leva finanziaria definisce un ROE lordo vicino al 49%. Quindi, esclusa la componente delle imposte, i mezzi propri riescono a produrre reddito per circa il 50%. La leva finanziaria positiva mostra una convenienza dell'indebitamento, dato che il capitale ha una redditività maggiore del tasso di finanziamento. La leva della tassazione riduce il ROE, valendo 0,6. Dato il prelievo fiscale, il ROE netto ha un valore di 0,3. La scomposizione definisce come componenti positive le aree operativa e finanziaria, sostanzialmente neutre le aree accessoria e straordinaria e negativa l'area della tassazione. L'origine del risultato positivo deriva in maniera sostanziale dalla redditività operativa legata, a sua volta, alla produzione di plusvalenze e ad una capacità di mantenere i costi ad un valore inferiore dei ricavi.

Il Bologna come società calcistica ha origini antiche, fu fondato nel 1909 e, agli albori del campionato a girone unico ottenne numerosi successi. Nei decenni successivi le prestazioni furono altalenanti e subì alcune retrocessioni. La società attuale è guidata dall'investitore canadese Saputo che si è distinto per il rinnovamento della società e delle strutture. Dal 1927 lo stadio del Bologna è il Dall'Ara, costruito in epoca fascista con la denominazione di stadio Littoriale. Lo sponsor principale è Faac, ma per la stagione successiva è stato siglato un accordo con Lui-Jo e lo sponsor tecnico è Macron. Si analizzerà il bilancio consolidato del 2018. La società per azioni è tenuta alla redazione del bilancio consolidato per l'attività di direzione e coordinamento, data la partecipazione al 100% della BFC Real Estate Srl. Inoltre, le azioni del Bologna FC Spa sono detenute, per la quasi

totalità da BFC 1909 Lux Spv Sa. La stagione 2017/2018 si è chiusa per il Bologna con un quindicesimo posto e 39 punti realizzati, le prestazioni sportive sono state adatte solo a raggiungere, con difficoltà, il mantenimento della serie. Il bilancio mostra una perdita di circa 5 milioni di euro dovuta essenzialmente alla gestione del Bologna FC Spa. Tale risultato deriva da un miglioramento rispetto all'esercizio precedente in cui la perdita era stata di circa 16 milioni. Il punto centrale di questo miglioramento è rinvenibile nella gestione netta dei calciatori che vale circa 26 milioni di euro rispetto ai circa 12,5 della stagione precedente. Risulta abbastanza ridotta la variazione delle altre voci. Come accade nella grande maggioranza dei casi, i diritti televisivi sono una fonte imprescindibile di ricavo e, anche per la società, ne rappresentano una quota importante, con il valore di circa 36 milioni di euro. Una parte fondamentale dei costi deriva dal personale, tali costi si aggirano intorno ai 50 milioni di euro con un incremento rispetto all'anno precedente in cui valevano circa 46 milioni. Le immobilizzazioni materiali hanno conosciuto un incremento dovuto agli investimenti realizzati. Questi elementi hanno determinato la comparsa di nuovi debiti verso gli enti del settore specifico, così come le cessioni hanno originato nuovi crediti. Il patrimonio vale circa 30 milioni grazie all'apporto di capitale di 17 milioni di euro. Sulla base della riclassificazione finanziaria è possibile interrogarsi sulla solvibilità dell'impresa. Quanto alla solidità, il quoziente primario di struttura ha un valore di 0,34 che può essere considerato sufficiente. Per il 34% le attività fisse sono finanziate dai mezzi propri. Il quoziente secondario di struttura evidenzierebbe una buona solidità se il suo valore fosse vicino o superiore a 1. Questa condizione non è realizzata e le passività permanenti coprono circa il 70% delle attività fisse. Sono circa 26 i milioni che rimangono scoperti e che, di fatto, sono finanziati da passività a breve. Ciò equivale a dire che alcune passività si presenteranno prima che le attività riescano a produrre liquidità. A tali elementi di analisi segue una rigidità degli impieghi del valore di 0,75. La restante composizione dell'attivo si lega alla liquidità differita. L'autonomia finanziaria vale circa il 26% e l'indebitamento è soprattutto a breve termine. L'analisi di liquidità mostra un quoziente di disponibilità vicino al 50%. Ciò significa che le attività correnti coprono circa metà delle passività a breve senza alcuna dipendenza dal magazzino. Il quoziente di tesoreria secondario si presenta molto limitato, definendo una disponibilità liquida molto esigua. Si presenta quindi, come è frequente, uno squilibrio tra le componenti fisse e correnti dello Stato Patrimoniale. Quanto al pareggio operativo, i costi operativi sono, per l'esercizio, circa 96 milioni, essendo invece, i ricavi operativi circa 93 milioni, è determinata una perdita operativa di circa 3 milioni. Operata una riclassificazione gestionale del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale, è stato possibile ricavare gli indici di redditività. Il capitale operativo lordo mostra una redditività negativa di circa il 2,5%, ciò può essere scomposto nelle componenti del ROS e del Pciol. Il ROS, interpretabile come misura di efficienza, definisce che i ricavi operativi della società

sono insufficienti a coprire i costi. Infatti, il suo valore è negativo e vale -0,03. Il Pciol mostra una produttività del capitale investito lordo di circa l'80%. Il ROI netto vale -0,06 e ciò è dovuto all'impatto della leva commerciale, negativo sulla redditività. Il risultato sulla redditività operativa è determinato da costi elevati soprattutto nelle voci di ammortamenti e costi per il personale. Il RONA vale circa -0,055, la gestione extra-operativa ha un impatto positivo riducendo la negatività della redditività totale. Il suo peso è molto ridotto sul RONA, che si presenta, infatti, simile al ROI netto. La leva straordinaria è neutra e non si presentano differenze tra il RONA normalizzato ed il RONA integrale. La leva finanziaria aggrava la redditività e conduce ad un ROE lordo negativo del 10%. La leva della tassazione ha un impatto negativo e peggiora la redditività netta dei mezzi propri che giunge al valore di -0,16. La scomposizione del ROE mostra, in particolare, una redditività operativa negativa che assume un ruolo centrale nella definizione del risultato finale. In fine, è soprattutto il ROS a spiegare il ROI negativo, infatti la società riesce a produrre ricavi per l'80% del capitale lordo ma è la mancata efficienza nei costi a rendere negativa la redditività operativa. Le plusvalenze, per esempio, sono state realizzate in maniera rilevante ma si registrano costi per il personale probabilmente troppo elevati in considerazione della competitività della rosa.

Alcuni tratti comuni alle società analizzate sono legati agli scarsi quozienti di struttura e liquidità dovuti agli squilibri tra le parti fisse e correnti di attivo e passivo. La composizione dei ricavi delle società ha mostrato la rilevanza dei diritti televisivi e delle plusvalenze. Si è notato che solo le società in grado di realizzare plusvalenze consistenti hanno potuto definire un risultato positivo. La composizione dei costi si presenta caratterizzata dai costi del personale e dagli ammortamenti che valgono circa il 70% dei costi.

Il presente lavoro ha potuto mostrare i dati più rilevanti per la conoscenza del settore, ha definito i principali temi da affrontare per un'analisi finanziaria ed è riuscito a mettere in evidenza alcune verifiche empiriche.