

LUISS



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

**LA QUOTAZIONE IN BORSA DI SOCIETÀ CALCISTICHE E L'ESPERIENZA ITALIANA:
IL CASO S.S. LAZIO, A.S. ROMA E JUVENTUS F.C.**

RELATORE

Prof. Alfredo Pallini

CANDIDATA

Alessandra Carone

Matricola 226331

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

*A mia mamma e a mio papà,
senza i quali nulla di tutto ciò
sarebbe stato possibile.*

INDICE

Introduzione	5
Capitolo 1: L'IPO e il processo di quotazione in Borsa	
1. Premessa	6
2. Introduzione alle IPO	6
2.1. I diversi tipi di mercati italiani	9
2.1.1. MTA e AIM: requisiti per l'ammissione	10
2.2. Soggetti coinvolti nel processo di quotazione	14
2.3. Le fasi del processo di IPO	17
2.4. Benefici e costi dell'IPO	20
3. IPO <i>underpricing</i> e <i>long-run underperformance</i>	24
Capitolo 2: IPO nelle società sportive e il caso inglese del Manchester United	
1. Premessa	27
2. IPO nel mondo del calcio	27
2.1. Rischi e vantaggi propri dell'investimento in società sportive	28
2.2. Potenziali opportunità	29
3. La disciplina codicistica italiana	30
3.1. Sentenza Bosman	30
3.2. Novità legge n.586/1996 e la legge Draghi	33
4. I club quotati in Borsa	34
4.1. Diversificazione: la strategia vincente del Manchester United	36
4.2. <i>'On pitch'</i> performance	39
5. Conclusioni	40
Capitolo 3: Le <i>Third Party Ownership</i> e il regolamento FIFA RSTP	
1. Premessa	41
2. Introduzione TPO	41
2.1. Tipologie di TPO	42
3. Regolamentazione delle TPO	42
3.1. Prime limitazioni a livello europeo	44
3.2. Soluzioni alternative alle TPO: TPI e <i>badge transfer</i>	46
3.3. Divieto di TPO e l'articolo 18ter	48
3.3.1. Aggiornamento FIFA RSTP 2019	49

4. Violazioni e sanzioni degli articoli 18bis e 18ter	49
5. Conclusioni	52
Capitolo 4: L'esperienza delle squadre italiane: i casi S.S. Lazio, A.S. Roma e Juventus F.C.	
1. Premessa	53
2. Quadro storico e quotazione dei club italiani	
2.1. S.S. Lazio	53
2.2. A.S. Roma	55
2.3. Juventus F.C.	56
3. Gli eventi più significativi per i club e il relativo andamento dei titoli in Borsa	57
3.1. Calciopoli	57
3.1.1. Conseguenze di Calciopoli sui titoli di Juventus e Lazio	58
3.1.2. Bilancio Juventus	60
3.2. Effetto Ronaldo	64
3.3. La Lazio e il sogno scudetto	65
3.4. A.S. Roma: l'impresa in Champions e il recente cambio di proprietà	67
3.5. L'impatto del Coronavirus sui titoli in Borsa dei tre club italiani	69
Conclusioni	73
Bibliografia	75
Sitografia	76

INTRODUZIONE

La prima compravendita di titoli nella storia risale al 1500, quando in Belgio, precisamente a Bruges, una sorta di mercato era stato organizzato all'interno di un palazzo di proprietà della famiglia dei Van der Bourse il cui stemma era rappresentato da tre borse da cui forse deriva la denominazione attuale di 'Borsa'.

La prima vera Borsa Valori però, è considerata quella di Anversa, istituita nel 1531; qui mercanti e banchieri concludevano i propri affari con prezzi determinati da alcuni operatori che lavoravano in Borsa.

Da quel momento in poi cominciarono a svilupparsi centri borsistici nelle maggiori città, si iniziarono a negoziare le prime obbligazioni statali e quote di proprietà di società per azioni.

Fra le più importanti si ricordano la Borsa di Parigi nata nel 1724, il New York Stock Exchange (NYSE) la più grande e importante Borsa del mondo istituita nel 1792, la London Stock Exchange che aprì le contrattazioni nel 1801 e infine la Borsa di Milano fondata nel 1808.

Le Borse valori che con l'ingresso del trading elettronico sono sbarcate anche su piattaforme online, ospitano un gran numero di società quotate, operanti nei settori più disparati, dalla sanità all'automobilistica, dalla finanza allo sport; la sola Borsa di New York, secondo dati aggiornati al 2018, ospita oltre 2400 società per una capitalizzazione di mercato pari a 23.120 miliardi di dollari equivalente a circa il 40% del valore totale del mercato azionario italiano.

Prendendo in considerazione lo scenario italiano invece, la Borsa di Milano con sede a Piazza Affari, a fine dicembre 2019 ospitava 375 società la cui capitalizzazione ammontava a 651 miliardi di euro, equivalente al 36,8% del PIL.

Molte società si trovano a valutare l'ipotesi di una possibile quotazione, alcune con l'obiettivo di aumentare la visibilità dell'azienda anche a livello internazionale, altre per cercare di ampliare e diversificare le fonti finanziarie al fine di nuovi investimenti; qualunque sia il motivo, la strada che porta all'effettivo ingresso in Borsa è tutt'altro che semplice ed inizia dall'*Initial Public Offering* (IPO).

Questo complesso fenomeno sarà analizzato nel seguente elaborato e particolare attenzione verrà posta sulle società di calcio che decidono di intraprendere questo percorso; successivamente verranno prese ad esame le tre squadre italiane quotate a Piazza Affari per cercare di verificare l'efficacia della strategia adottata.

CAPITOLO 1:

L'IPO E IL PROCESSO DI QUOTAZIONE IN BORSA

1. PREMESSA

Questo primo capitolo espone il fenomeno delle IPO, ovvero il processo tramite cui una società vende le proprie azioni e si quota su una *stock exchange*.

Verranno presentati poi i diversi tipi di mercato su cui le società possono quotarsi, con i relativi requisiti di ammissione richiesti, e i vari soggetti che partecipano a questo complesso ma rilevante processo, analizzandone le relative funzioni.

Saranno inoltre delineate le diverse fasi che portano al compimento dell'*initial public offering* assieme alle molteplici ragioni che spingono una società al *going public* e ai costi che derivano dal processo stesso.

Infine, verranno descritte due anomalie derivanti da tale operazione, ovvero l'*underpricing* e la *long-run underperformance*, riportando i risultati empirici e le teorie proposte da studiosi per spiegare tali fenomeni.

2. INTRODUZIONE ALLE IPO

Con il termine IPO (acronimo inglese per *initial public offering*, ovvero Offerta Pubblica Iniziale) si identifica quel processo tramite cui una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli in Borsa, ovvero su un mercato regolamentato.¹ A seguito di tale quotazione, parte della proprietà della società viene ceduta, assieme a diritti circa decisioni aziendali e spartizione dei profitti a nuovi soci.

Tale operazione è di solito utilizzata dalle società che raggiungono una certa grandezza e importanza, riuscendo a raccogliere una maggiore liquidità e consentendo all'impresa di ottenere un migliore accesso al capitale a basso costo; tuttavia vi sono alcuni problemi connessi all'IPO, fra i più comuni: '*underpricing of stocks*' e '*long-run underperformance*' (Ritter, 1991), di cui se ne parlerà al paragrafo 2.5..

Le IPO avvengono sul *primary market* ovvero il mercato nel quale le imprese raccolgono risorse finanziarie attraverso l'emissione di nuovi titoli²; successivamente tali titoli vengono scambiati sul *secondary market*, vale a dire nel mercato regolamentato.

L'*initial public offering* quindi, rappresenta la fase finale dell'intero percorso che conduce alla quotazione delle azioni sui mercati azionari regolamentati.³

¹ Glossario Borsa Italiana <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>

² Saunders-Cronett, Economia degli Intermediari finanziari, pag. 205

³ Jason Draho, "The Ipo Decision" 2005

La quotazione in Borsa è un'operazione tutt'altro che semplice per una società in quanto comporta profondi cambiamenti all'interno della stessa. Tale operazione può portare a cambiamenti della struttura legale ed economica dell'impresa e ad un aggravarsi delle responsabilità del management che sarà responsabile non più di un gruppo ristretto di investitori, bensì di uno molto più ampio. Un altro cambiamento riguarda la gestione delle informazioni, poiché la quotazione richiede regole di tenuta dei conti molto rigide e obblighi di divulgazione di informazioni circa la salute finanziaria della società e i suoi risultati di periodo, con il fine ultimo di aiutare gli investitori a prendere decisioni consapevoli, diminuendo i problemi di asimmetria informativa⁴.

La società emittente inoltre, deve tener conto che con la quotazione la competizione aumenterà notevolmente, andando a confrontarsi su un mercato molto più vasto⁵.

La decisione di quotarsi può dipendere sia da esigenze della società stessa, che da esigenze dei suoi azionisti. Fra le esigenze della prima, soprattutto di natura strategica piuttosto che finanziaria, vi sono:

- utilizzo dell'operazione come strumento di raccolta di finanziamenti per progetti. Secondo Pagano et al. (1998) in Italia i processi di quotazione non hanno preceduto, bensì seguito, gli aumenti degli investimenti delle quotande;
- diversificare le fonti di finanziamento e, contemporaneamente, frazionare il possesso delle quote presso gli investitori per non andare ad intaccare la preesistente struttura di *governance* (Chemmanur e Fulghieri, 1999);
- secondo Maksimovic e Picher (2001) con la quotazione si può aumentare il prestigio societario e di conseguenza il potere contrattuale;
- secondo Schultz e Zaman (2001) l'operazione garantisce liquidità per future operazioni di M&A (merger & acquisition);
- ottenere una valutazione "del mercato" del grado di efficacia del management aziendale (Holstrom e Tirole, 1993).

La quotazione può anche rispondere ad esigenze degli azionisti originari che tramite questa operazione possono:

- ottenere ingenti *capital gains* tramite il giusto timing di collocamento (Lucas e McDonald, 1990);
- favorire il passaggio intergenerazionale;
- diversificare la propria ricchezza.

⁴ L'asimmetria informativa si verifica quando una delle parti coinvolte in una transazione ha informazioni insufficienti sull'altra parte per prendere decisioni corrette. La selezione avversa è un problema che precede la firma del contratto; mentre l'azzardo morale è un problema che segue la firma del contratto. "Istituzioni e mercati finanziari" nona edizione p.42

⁵ Chemmanur and Fulghieri, 1999 "A story of the going public decision"

L'initial public offering può essere:

- offerta pubblica di vendita (OPV) qualora vi è la vendita di vecchie azioni preesistenti dei soci a nuovi possibili investitori in cambio di denaro, ricevendo un profitto diretto e cambiando la composizione dell'assemblea dei soci con delle sostituzioni;
- offerta pubblica di sottoscrizione (OPS) quando riguarda l'offerta al pubblico di titoli di nuova emissione;
- offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS): un mix fra le due offerte precedenti in quanto si offrono sia azioni già emesse che azioni di nuova emissione; tuttavia questo tipo di offerta nella realtà è di difficile attuazione.

La differenza principale tra i primi due tipi di offerta risiede nell'incasso generato per la società: nel caso dell'OPS, con il collocamento vi è un conseguente aumento di capitale che genera flussi di cassa per la società da quotare in Borsa; nel caso dell'OPV invece, essendo di fatto un atto di vendita, l'incasso non è corrisposto alla società, ma è a disposizione solo dei proprietari dell'azienda. Nel caso si tratti di un'OPS, la società emittente dovrà realizzare un aumento di capitale senza diritto di opzione.

Di fondamentale importanza per la quotazione è inoltre la scelta del mercato regolamentato su cui realizzarla, ma dopo il Financial Services Action Plan firmato a Lisbona nel 1999, le società preferiscono quotarsi sui mercati nazionali, evitando così un'operazione più complessa e più onerosa a causa dei vincoli di una *securities law* e di una regolamentazione del mercato diversa rispetto a quella nazionale.

Ricerche condotte da Lazzari e Geranio (2003) hanno infatti dimostrato che su un campione di 524 IPOs completate fra il 1999 e il 2001 sui mercati di Italia, Francia, Germania e Olanda, circa il 92,7% ha optato per la quotazione sul mercato domestico.

Tuttavia soprattutto aziende di grandi dimensioni decidono di eseguire il così detto *dual o multiple listing*, quotandosi contemporaneamente su più mercati; questa scelta dipende anche da motivazioni di fondo sottostanti l'operazione: se infatti la quotazione è svolta per ragioni soprattutto finanziarie, è consigliato quotarsi sul mercato nazionale in quanto è presumibile che gli investitori locali siano più interessati a inserire il titolo nel loro portafoglio; d'altra parte, se le finalità sono di tipo strategico e la quotazione ha fra gli obiettivi primari quello della promozione e divulgazione del brand, è preferibile la quotazione sul mercato dove lo si intende promuovere.

L'offerta pubblica iniziale può essere rivolta a diversi soggetti, quali:

- il pubblico generico, o un sottoinsieme di esso;
- gli investitori istituzionale;
- soggetti identificati individualmente.

Queste diverse categorie di soggetti vengono identificate in gergo tecnico rispettivamente come: *retail*, *institutional* (affidate al consorzio di collocamento al pubblico e al consorzio di collocamento *institutional*, entrambi guidati da due *lead managers* e coordinati dal *global coordinator*) e *friends & family*.

2.1. I DIVERSI TIPI DI MERCATI ITALIANI

Dovendo trattare in seguito un caso studio italiano, è utile conoscere anche l'attuale struttura del mercato borsistico del nostro paese. Questo è gestito da Borsa Italiana S.p.A., società nata a seguito del d.lgs n.415 del 23 luglio 1996; a seguito di tale decreto vi è stata una privatizzazione del mercato borsistico italiano e la creazione nel febbraio 1997 di Borsa Italiana S.p.A., attiva effettivamente dal 2 gennaio 1998.

Obiettivo principale di Borsa Italiana è sviluppare i mercati e massimizzarne la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza; essa si occupa dell'ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari e operatori dalle negoziazioni. Inoltre, Borsa Italiana gestisce e controlla le negoziazioni e gli obblighi di operatori ed emittenti. Intermediari nazionali ed internazionali, collegati al mercato tramite un sistema di negoziazione completamente elettronico, garantiscono l'esecuzione degli scambi in tempo reale.⁶

Nel 2007, a seguito della fusione con la Borsa di Londra, la London Stock Exchange, Borsa Italiana è entrata a far parte del London Stock Exchange Group, ad oggi il mercato leader in Europa per scambi azionari e scambi ETF, *cover warrant*, *certificates* e strumenti del reddito fisso, il quale controlla interamente le azioni sia di Borsa Italiana S.p.A. che di London Stock Exchange plc..

Borsa Italiana S.p.A. gestisce i seguenti mercati:

- mercati obbligazionari e *fixed income* che comprendono:
 - il MOT (mercato telematico delle obbligazioni) nato nel 1994, unico mercato regolamentato italiano;
 - l'ExtraMOT, sistema multilaterale di negoziazione che permette a operatori e investitori di ampliare la gamma di strumenti obbligazionari in cui investire;
 - l'EuroTLX Bond-X, segmento del sistema multilaterale di negoziazione EuroTLX dedicato alla negoziazione di obbligazioni e altri titoli di debito fra cui strumenti partecipativi, obbligazioni strutturate, obbligazioni *cum warrant*, *covered bond* e titoli di Stato;
 - ExtraMOT Pro, segmento professionale del mercato ExtraMOT che offre alla PMI un primo accesso ai mercati dei capitali facile e veloce;
 - SeDex, mercato di Borsa Italiana nato nel 2004, offre la possibilità di negoziare i così detti *securitised derivatives*, ovvero *certificates* e *covered warrant*;

⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/chi-siamo.htm>

- EuroTLX Cert-X è il segmento del sistema multilaterale di negoziazione di Euro TLX dedicato alla negoziazione di *covered warrant* e *certificates*;
- mercato degli ETP di cui fa parte ETFplus, dedicato alla quotazione degli ETF, ETC, ETN, e fondi aperti e leader in Europa per scambi e controvalore;
- mercati derivati di cui fa parte l'IDEM (Italian Derivatives Market), uno dei mercati maggiori a livello europeo che scambia circa 150.000 contratti al giorno per un controvalore di 3,4 miliardi di euro. Questo mercato si divide a sua volta in due segmenti: l>IDEX (Italian Derivatives Energy Exchange), dedicato ai derivati sull'energia elettrica, e l'AGREX (Agricultural Derivatives Exchange) dedicato ai derivati sulle *commodities* agricole;
- mercato azionario, fra i più liquidi d'Europa e che attirano capitali da tutto il mondo. Questo si divide in:
 - MTA (Mercato Telematico Azionario);
 - AIM Italia, sistema multilaterale di negoziazione ai sensi della Direttiva MIFID, organizzato e gestito da Borsa Italiana, è dedicato alle PMI ad alta potenzialità di crescita;
 - MIV (Mercato degli Investment Vehicles), dedicato ai veicoli di investimento ai quali offre capitali, liquidità e visibilità.⁷

2.1.1. MTA E AIM: REQUISITI PER L'AMMISSIONE

All'interno del MTA, principale mercato di quotazione delle imprese tradizionali dove si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e warrant, si distinguono 3 segmenti:

- il segmento delle STAR (Segmento con Titoli ad Alti Requisiti) dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa fra 40 milioni e 1 miliardo di euro che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di liquidità, trasparenza informativa e *corporate governance* sintetizzati nella tabella 1.1.;
- il segmento Blue Chip riservato alle società con una capitalizzazione di mercato non inferiore a un miliardo di euro;
- il segmento Standard riservato alle altre società con stessa capitalizzazione delle STAR ma che non soddisfano i requisiti di eccellenza (Forestieri, 2007).

⁷ <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/chi-siamo.htm>

Requisiti per l'accesso al mercato	
	SEGMENTO STAR
Flottante	35% per le nuove emittenti
Specialist	Obbligatorio
Investor Relator	Obbligatorio
Bilanci	Pubblicazione anche in lingua inglese e sul sito; pubblicazione delle trimestrali, entro 45 giorni
Ricerca e road-shows	Almeno due ricerche pubblicate ogni anno; almeno due presentazioni agli analisti ogni anno
Corporate Governance	Adesione al codice di autodisciplina

Figura 1.1.⁸

A vigilare sul mercato e sul possesso dei requisiti richiesti per la quotazione, è la CONSOB (Commissione Nazionale per la Società e per la Borsa) ovvero un'autorità amministrativa indipendente che si occupa di tutelare gli investitori e di assicurare l'efficienza, la trasparenza e lo sviluppo del mercato mobiliare, come stabilito dall'art. 91 del TUF (Testo Unico della Finanza).

I requisiti richiesti dal TUF e dal regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. alle società che intendono procedere alla quotazione (sintetizzati nelle figure 1.2 e 1.3.), riguardano sia gli emittenti che le azioni negoziabili sul mercato.

Agli emittenti è richiesto di esercitare direttamente, o attraverso proprie controllate, un'attività capace di generare ricavi; è inoltre richiesto alla società di depositare i bilanci, anche consolidati, relativi agli ultimi tre esercizi, sottoposti a revisione contabile, di cui gli ultimi due redatti in conformità ai principi contabili internazionali IAS/IFRS.

⁸ Guida alla quotazione, Borsa Italiana, Aifi, PriceWaterhouseCoopers <https://www.datocms-assets.com/45/1459518964-GuidaQuotazione.pdf?ixlib=rb-1.1.0> p.20

Nel caso di società emittenti di recente costituzione o che abbia subito recenti e sostanziali modifiche della struttura patrimoniale, è richiesta la predisposizione dello stato patrimoniale pro-forma riferito alla data di chiusura dell'esercizio precedente la domanda di ammissione; la predisposizione del conto economico pro-forma relativo ad almeno un esercizio annuale chiuso precedentemente alla data di presentazione della domanda di ammissione,; la predisposizione di ulteriori documenti pro-forma infra-annuali specificati negli art. 2.2.1. n.2. del regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A..

Agli emittenti è anche richiesta l'adozione del modello organizzativo circa la responsabilità degli enti previsto dal d.lgs. 231/2001.

È inoltre obbligatoria per le società quotate sul segmento STAR e consigliata per quelle quotate sul segmento Standard, l'adesione ai principi di *corporate governance* contenuti nel codice di autodisciplina di Borsa Italiana circa il ruolo del Consiglio di Amministrazione (CdA), il numero degli amministratori indipendenti, la remunerazione degli amministratori, i sistemi di controllo e di rischio interni e gli incentivi al top management.⁹

Per quanto riguarda le azioni negoziabili sul mercato invece, è richiesto che: le azioni siano liberamente trasferibili e negoziabili; il flottante minimo necessario sia pari ad almeno il 25% per le società quotate sul segmento Standard, uguale ad almeno il 35% per l'ammissione al segmento STAR e pari almeno al 20% per la permanenza in tale segmento¹⁰.

I requisiti di ammissione al mercato AIM Italia, invece, sono meno restrittivi: è richiesta solo la presenza di un flottante pari al almeno il 10% del capitale, la certificazione dell'ultimo bilancio, la presenza di un sito web della società emittente e di uno *specialist* con il compito di garantire la liquidità del titolo; non sono invece richiesti limiti minimi di capitalizzazione, né requisiti di *corporate governance*. L'emittente che vuole accedere a tale mercato è tenuto a nominare e, una volta ammesso, a mantenere in via continuativa un NOMAD, ovvero un soggetto responsabile nei confronti di Borsa Italiana della verifica dell'appropriatezza dell'emittente per l'ammissione all'AIM Italia. L'emittente ha inoltre l'obbligo di nominare in via continuativa un operatore specialista al fine di garantire l'operatività e la liquidità degli strumenti finanziari azionari ammessi all'AIM.

Lo stesso emittente deve presentare a Borsa Italiana, almeno 10 giorni di mercato aperto prima della prevista data di ammissione, la comunicazione di pre-ammissione contenente le informazioni specificate nel Regolamento Emittenti ivi incluse, *inter alia*, una sintetica descrizione dell'attività dell'emittente, informazioni relative agli azionisti dell'emittente e ai membri degli organi sociali, nonché informazioni relative alle caratteristiche degli strumenti finanziari per i quali si richiede l'ammissione e alla prevista data di ammissione all'AIM Italia; e almeno 3 giorni di mercato aperto prima della prevista data di ammissione, deve presentare a Borsa Italiana la domanda di ammissione, redatta secondo il modello previsto dal Regolamento Emittenti,

⁹ Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana, Equity Markets

¹⁰ Saunders-Cornett, Economia degli Intermediari Finanziari, p. 212

assieme al documento di ammissione, evidenza del pagamento dei corrispettivi per l'ammissione all'AIM Italia e la dichiarazione del NOMAD.

L'emittente AIM Italia è responsabile per le informazioni comunicate, dovendo assicurare che queste non siano fuorvianti, false o ingannevoli e che non omettano nulla che possa influenzare la rilevanza di tali informazioni, ed è tenuto, ai fini dell'adempimento degli obblighi di trasparenza nei confronti del mercato, a dare incarico a uno SDIR (Servizio per la Diffusione Informativa Regolamentata) affinché provveda a effettuare le comunicazioni al mercato previste dal Regolamento Emittenti, a Borsa Italiana e, in determinate ipotesi, a Consob¹¹.



I requisiti formali in fase di IPO

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia - MAC
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Istituzionale / Retail	Istituzionale / Retail	Istituzionale
Altri documenti	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Documento di ammissione
Market cap (€)	Min € 40 m	Min € 40 m - Max 1 bn	Nessun requisito formale
CDA (n.indipendenti)	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (N. nel Regolamento)	Nessun requisito formale
Comitato Controllo e Rischi	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Comitato Remunerazione	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Incentivi al top management	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (Remun. legata a performance)	Nessun requisito formale
Investor relator	Raccomandato	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale advisor	Sponsor / Global coordinator	Sponsor / Global coordinator	Nomad

Page 19



I requisiti formali post IPO

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Codice di Corporate Governance	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo
Specialist	Facoltativo (liquidity provider)	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider)
Informativa	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)		Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (Regolamento AIM)
OPA	TUF – 30% per obbligatoria, 60% per preventiva, 90%-95% per residuale		OPA Statutaria
Parti correlate	Procedure e obblighi informativi		Procedure semplificate e obblighi informativi
Dati trimestrali	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre	NO
Dati semestrali	Si – entro 60 giorni da chiusura semestre	Si – entro 60 giorni da chiusura semestre	Si – entro 3 mesi da chiusura semestre
Dati annuali	Si – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio	Si – se entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	Si – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

Page 20



Figura 1.3.¹²

¹¹ Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia, Equity markets p.9-11

¹² Benedetti Vittorio, Il processo di quotazione in Borsa Italiana, Borsa Italiana, Primary Markets <https://www.slideshare.net/theqube/borsa-italiana-43893801> p.19-20

Infine, è richiesto che i titoli siano interamente depositati e gestiti in forma dematerializzata presso Monte Titoli S.p.A..

Quest'ultimo è uno dei tanti soggetti specializzati coinvolti nell'operazione di quotazione, i quali si distinguono in istituzionali e non, e sono analizzati nel successivo paragrafo.

2.2. SOGGETTI COINVOLTI NEL PROCESSO DI QUOTAZIONE

Fra gli attori istituzionali che partecipano all'operazione di *initial public offering*, vi sono:

- Borsa Italiana S.p.A., la quale, come precedentemente accennato, è la società di gestione dei mercati regolamentati in Italia e si occupa di rilasciare il provvedimento di ammissione alla quotazione delle azioni della società quotanda;
- la CONSOB che disciplina le procedure di sollecitazione del pubblico risparmio, stabilisce le modalità di redazione e pubblicazione del Prospetto Informativo e può eseguire ispezioni al fine di attestare la veridicità dei dati risultanti dai bilanci delle società;
- Monte Titoli S.p.A., società costituita nel 1978 che offre servizi di post-trading e di gestione accentrata di strumenti finanziari.

Fra gli soggetti non istituzionali coinvolti nel processo, invece, figurano:

- lo *sponsor*: nominato dalla società, ma indipendente dalla stessa sia a livello sostanziale che formale, ha il compito di garantire il rispetto dei requisiti necessari per la quotazione, di organizzare dopo la quotazione, almeno due volte l'anno, *meetings* fra il management della società neo-quotata e gli investitori e di produrre, almeno due volte l'anno, un'analisi finanziaria della società. Questa figura può essere rappresentata dalle banche, dalle SIM, dalle banche di investimento e dagli intermediari bancari iscritti a uno specifico albo disciplinato dall'articolo 107 del TUB (Testo Unico Bancario);
- il *global coordinator* (ruolo spesso ricoperto dallo sponsor nel caso di impresa di piccole dimensioni¹³), ha il compito di coordinare tutte le fasi del processo, dalla quotazione all'offerta dei titoli; seleziona i membri del consorzio di collocamento; svolge un'attività di marketing presso gli investitori istituzionali e aiuta la società nell'organizzazione sia del *roadshow* che del *bookbuilding*, due delle fasi del processo di *initial public offering* spiegate al paragrafo 2.3.;

¹³ Guida alla quotazione, Borsa Italiana, Aifi, PriceWaterhouseCoopers <https://www.datocms-assets.com/45/1459518964-GuidaQuotazione.pdf?ixlib=rb-1.1.0>
p.24

- lo *specialist*, ruolo che può essere ricoperto dallo stesso sponsor, è una figura obbligatoria per le società occupanti il segmento STAR, ha il compito di garantire la liquidità del titolo a fine quotazione, favorendo così l'acquisto dei titoli da un lato e la formazione del prezzo in modo efficiente dall'altro;
- il *financial advisor*, figura non obbligatoria, ma consigliata per facilitare e guidare l'operazione, è un consulente finanziario specializzato cui spesso viene affidato, durante la fase di preparazione alla quotazione, il compito di elaborare il progetto di fattibilità dell'operazione.

L'*advisor* sarà coinvolto nelle scelte riguardanti le caratteristiche dei titoli da emettere, i rapporti con gli organismi del mercato, la realizzazione del prospetto informativo e la promozione dell'immagine aziendale attraverso gli organi di stampa, gli analisti, gli intermediari finanziari. L'*advisor* deve anche valutare quale sia, secondo i metodi correnti, il valore di riferimento dell'azienda, che rappresenta un primo orientamento per l'imprenditore per la fissazione del prezzo di vendita, e il valore di base per la negoziazione del prezzo di collocamento con lo sponsor;¹⁴

- la società di revisione si occupa di controllare e certificare i bilanci della società quotanda, collabora alla redazione del Prospetto Informativo;
- il responsabile del collocamento: è responsabile del collocamento delle azioni oggetto dell'offerta pubblica, gestisce il consorzio per l'offerta pubblica ed è responsabile nei confronti del mercato, unitamente all'emittente e agli eventuali azionisti venditori, della veridicità delle informazioni contenute nel Prospetto Informativo;
- i consulenti legali: sono incaricati rispettivamente dall'emittente o dallo *Sponsor/Global Coordinator* di assistere le parti coinvolte su tutti gli aspetti di natura legale, contrattualistica e normativa del processo di quotazione (*due diligence*, delibere societarie, adeguamenti statutari, redazione del Prospetto Informativo e dell'*Offering Circular*, adempimenti legali, contratti strumentali all'offerta);
- la società di comunicazione la quale svolge un ruolo cruciale nella fase di marketing dell'offerta e si occupa di curare sia le relazioni con i media che l'immagine dell'emittente;
- consulente per la predisposizione del sistema per il controllo di gestione: si occupa della predisposizione del sistema di controllo di gestione obbligatorio per la società quotanda;

¹⁴ Guida alla quotazione, Borsa Italiana, Aifi, PriceWaterhouseCoopers <https://www.datocms-assets.com/45/1459518964-GuidaQuotazione.pdf?ixlib=rb-1.1.0>
p.22-24

- consulente fiscale: è incaricato dall'emittente dell'assistenza su tutti gli aspetti di natura fiscale legati al processo di quotazione;
- eventuale consulente per la verifica dei dati extra-contabili: è responsabile della verifica dei dati extra-contabili da inserire nel Prospetto Informativo e nell'*Offering Circular* qualora tale verifica non sia effettuata dalla società di revisione;
- eventuale consulente per il *roadshow*: è incaricato di assistere l'emittente nell'organizzazione del *roadshow*¹⁵.

La figura 1.4 riassume alcuni dei soggetti e dei ruoli significativi

Il ruolo dei soggetti coinvolti nel processo

Sponsor	Consulente legale	Società di revisione	Società di pubbliche relazioni	Advisor finanziario
Due diligence	Due diligence legale	Certificazione bilancio	Relazioni con media	Assistenza nella scelta della banca d'affari
Organizzazione e direzione consorzio di collocamento	Prospetto informativo	Comfort sui dati presenti nel prospetto	Organizzazione road-show	Coordinamento operazione e rapporti con altri soggetti coinvolti
Eventuale funzione di specialist	Consulenza su corporate governance	Supporto per realizzazione piano industriale		Supporto per definire la struttura dell'offerta
Eventuale attività di vendita dei titoli	Eventuale offering circular	Supporto per la verifica del Sistema di controllo di gestione		Supporto per redazione prospetto

Figura 1.4. ¹⁶

¹⁵ Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia, Equity markets, p.4

¹⁶ Benedetti Vittorio, Il processo di quotazione in Borsa Italiana, Borsa Italiana, Primary Markets <https://www.slideshare.net/theqube/borsa-italiana-43893801>
p. 29

2.3.LE FASI DEL PROCESSO DI IPO

La strada che porta alla quotazione in Borsa dura indicativamente 6 mesi e si articola in varie fasi (riassunte nella figura 1.5) che sono:

1. La fase preliminare
2. La fase iniziale
3. La fase intermedia
4. La fase esecutiva

Durante la prima fase il management della società valuta la possibilità di quotare in Borsa la società, valutando la fattibilità dell'operazione in modo da accertare la possibile convenienza strategica, economica e finanziaria dell'operazione.

In questa prima fase viene scelto il mercato di quotazione e vengono nominati i soggetti che parteciperanno al processo, fra i più importanti lo sponsor e il Global coordinator. Quest'ultimo ha un'obbligazione di mezzo e non di risultato nei confronti della società che lo obbliga a svolgere il suo compito con diligenza, ma non è tenuto a collocare le azioni.

Si identifica inoltre una strategia di emissione, definendo obiettivi futuri e i rispettivi tempi in cui raggiungerli, stime di domanda e di offerta e piani di lavoro.

Infine, la società deve redigere un prospetto informativo per presentare ai possibili clienti la società stessa e stilare il QMAT, ovvero “un questionario che deve essere compilato dalle società quotande e presentato insieme alla documentazione ufficiale per l'inoltro della domanda di ammissione nel caso in cui il mercato scelto è l'MTA.

Il QMAT ha l'obiettivo di facilitare la comunicazione tra Borsa Italiana e sponsor e tra sponsor ed emittente. Per la sua profondità di analisi, copre tutto il *business system* dell'azienda, analizzandone i fattori riguardanti struttura-condotta-performance. Può essere utilizzato come test di autodiagnosi anche dalle imprese che desiderano quotarsi in un prossimo futuro”¹⁷

La seconda fase invece, si avvia con il processo di *due diligence* economico-finanziaria, patrimoniale e legale, attraverso cui il team di consulenti cerca di acquisire una visione di insieme dell'azienda, accertando la presenza dei requisiti richiesti per la quotazione; vengono così acquisite le informazioni necessarie per la stesura del Prospetto Informativo, la cui redazione e contenuto è disciplinato principalmente dalla Direttiva 2003/71/CE e dal Regolamento 809/2004/CE. Tale prospetto “è il documento ufficiale di sollecitazione del pubblico risparmio. È redatto dallo sponsor (secondo gli schemi richiesti da Consob), insieme al management della società e i consulenti legali, sulla base dei risultati delle analisi svolte durante il processo di *due diligence*

¹⁷ Quotarsi in Borsa, Borsa Italiana <https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf> p.24

e ha lo scopo di fornire tutte le informazioni riguardanti la società e la struttura dell'offerta globale. In tale documento sono riportati i dati relativi alla condizione economico-finanziaria della società e alla sua performance; viene inoltre descritta la sua posizione rispetto alla concorrenza, il proprio management, gli obiettivi e le strategie.

Altri fattori che vengono analizzati sono: la forza lavoro, i fornitori, i clienti, i creditori e tutti i contratti, in modo da assicurare gli investitori che i rapporti finanziari siano accurati ed adeguati. Inoltre, vi sono delle sezioni dedicate alle informazioni riguardanti la sollecitazione e gli strumenti finanziari oggetto di quest'ultima.

La versione definitiva del prospetto informativo viene depositata presso la Consob che dovrà rilasciare il nulla osta alla sua pubblicazione".¹⁸

In questa fase viene inoltre convocato il CdA e l'assemblea ordinaria e straordinaria che hanno il compito di deliberare circa materie quali: l'approvazione del processo di quotazione e del bilancio, il conferimento dell'incarico alla società di revisione e l'aumento del capitale (per cui è chiamata a deliberare l'assemblea straordinaria).

A concludere questa seconda fase vi è la presentazione, a Borsa Italiana, della domanda di ammissione alla quotazione, accompagnata da una bozza del Prospetto e, alla CONSOB, della domanda di pubblicazione di tale Prospetto.

La fase intermedia si svolge approssimativamente nel periodo di istruttoria condotta da Borsa Italiana e dalla CONSOB sulla documentazione prodotta e presentata dalla società ai fini della richiesta di ammissione a quotazione.

In questo periodo viene redatto, da parte di un team composto da consulenti legali e fiscali, società di revisione, sponsor, global coordinator e responsabile per il collocamento, *l'offering circular*, ovvero un prospetto informativo redatto secondo principi internazionali dei titoli all'estero.

Ha poi inizio l'attività di pre-marketing, ovvero quell'operazione finalizzata a raccogliere interesse all'acquisto delle azioni dell'emittente da parte dei potenziali investitori.

A conclusione di quest'altra fase, vi è il rilascio del provvedimento di ammissione alla quotazione in Borsa da parte di Borsa Italiana, accompagnato dal nulla osta alla pubblicazione del Prospetto Informativo da parte della CONSOB, cui segue la pubblicazione dello stesso documento e dell'*offering circular*.

Nell'ultima fase, quella esecutiva, viene perfezionata e portata a termine l'operazione di quotazione: vengono sottoscritti i contratti di collocamento e di garanzia per l'offerta pubblica; si organizzano incontri, conferenze stampa e il cosiddetto *roadshow*: utile a presentare la propria offerta, ha l'obiettivo di aumentare l'interesse per *l'investment case* della società. Un *roadshow* necessita di molte energie in termini soprattutto di tempo che il management deve essere disposto ad impiegare; se ben organizzato dà l'opportunità di incontrare gli

¹⁸ Quotarsi in Borsa, Borsa Italiana <https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf> p.20

investitori istituzionali anche in incontri *one-on-one* e di esprimere le proprie capacità, dimostrando il proprio impegno a mantenere un contatto regolare con la comunità finanziaria e influenzando quindi positivamente il prezzo di offerta, a beneficio della raccolta di capitale. Segue la comunicazione dei potenziali investitori al *bookrunner*, intermediario che si occupa del processo di *bookbuilding* in un'operazione di collocamento, dell'ammontare dei titoli che intendono acquistare e il prezzo che intendono pagare. Attraverso tale attività vengono stimate curve di domanda e di offerta, contribuendo alla determinazione del prezzo di collocamento¹⁹.

Vi è poi la fissazione del prezzo, che può essere determinato con 3 diversi metodi: *bookbuilding*, asta e offerta a prezzo fisso.

Il primo, il più utilizzato, è quel “processo di redazione della scheda di domanda degli investitori istituzionali che hanno presentato un ordine relativamente ad un'operazione di offerta di titoli e che porta alla fissazione del prezzo dei titoli”²⁰. Questa fase è gestita dai global coordinatori che raccoglie in un book istituzionale tutti gli ordini di acquisto e sottoscrizione degli investitori istituzionali ordinati in funzione del prezzo, della priorità temporale o della dimensione. Ciascun ordine è espresso in numero di azioni o in controvalore, segnalando il prezzo limite dell'ordinante.

Con il secondo metodo invece, il prezzo oscilla a seconda della richiesta; infine con l'offerta a prezzo fisso, il metodo meno utilizzato, si fissa un prezzo per azione, pagato poi dall'investitore intenzionato all'acquisto.

Raccolte le richieste degli investitori, viene poi definita una “forchetta di prezzo” ovvero il range proposto al mercato, determinato tenendo conto delle condizioni del mercato o attraverso il metodo reddituale, che prevede uno studio sui possibili flussi di cassa futuri della società emittente; o attraverso il metodo dei multipli di mercato che consiste in una valutazione di tipo comparativo con società analoghe; o attraverso il metodo patrimoniale usato quando la valutazione della società è complicata.

Il passaggio dalla forchetta di prezzo al prezzo di una IPO, ovvero il prezzo del primo giorno di quotazione, avviene tramite l'esame del book building; in base alla domanda degli investitori viene fissato il prezzo finale, di solito alla fine del collocamento. Il prezzo massimo dell'IPO viene pubblicato prima dell'apertura dell'offerta in base al feedback scaturito dall'attività di book building rispetto al range proposto.

Tramite questa fase è possibile costruire la curva di domanda che lega a ciascun livello di prezzo, la quantità richiesta.

L'ultima fase si conclude con il collocamento vero e proprio a seguito del quale ha inizio la negoziazione e l'attività di stabilizzazione del prezzo del titolo, di solito della durata di trenta giorni, periodo in cui il consorzio di collocamento può sostenere l'andamento del titolo.

¹⁹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bookrunner.html>

²⁰ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bookbuilding.html>

Durante l'intero processo appena descritto, Borsa Italiana e la CONSOB hanno ruoli distinti e fondamentali: la prima gestisce la procedura di ammissione, effettua l'attività istruttoria in sede di listing sulla base della documentazione e delle dichiarazioni dello Sponsor e monitora la *price sensitive information* in collaborazione con la CONSOB; la seconda gestisce la procedura di approvazione del Prospetto Informativo, vigila sulla trasparenza societaria ed interviene nei fenomeni di *insider trading* e di *price manipulation*.

Le fasi del processo di quotazione

		Mese 1	Mese 2	Mese 3	Mese 4	Mese 5	Mese 6
FASE PRELIMINARE	Valutazioni preliminari	TEMPO INDETERMINATO					
	Sceita dei vari consulenti						
	Studio di fattibilità						
	Firma del mandato						
FASE INIZIALE	<i>Kick-off meeting</i>	■					
	Due Diligence economico-finanziaria, legale e fiscale	■	■	■	■	■	
	Preparazione del <i>memorandum</i> sul sistema di controllo di gestione	■	■	■	■	■	
	Preparazione e aggiornamento Prospetto Informativo	■	■	■	■	■	
	Preparazione documento a supporto della valutazione	■	■	■	■	■	
	Delibera del CDA di convocazione dell'assemblea		■	■	■	■	
	Delibera assemblea aumento capitale e approvazione progetto di quotazione			■	■	■	
	Rilascio dei certificati, delle <i>comfort letters</i> e delle <i>legal opinions</i>			■	■	■	
FASE INTERMEDIA	<i>Filing</i> in CONSOB e Borsa Italiana			■	■	■	
	Istruttoria CONSOB e Borsa Italiana			■	■	■	
	Approvazione del CDA e dell'assemblea degli ultimi dati finanziari			■	■	■	
	Predisposizione <i>Offering Circular</i>			■	■	■	
	<i>Analyst Presentation</i>			■	■	■	
	Predisposizione e pubblicazione delle ricerche - inizio del <i>black out period</i>					■	
	Inizio <i>pre-marketing</i>					■	
	Rilascio provvedimento di ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana					■	
FASE ESECUTIVA	Rilascio nulla osta a pubblicazione Prospetto Informativo da parte di CONSOB					■	
	Pubblicazione Prospetto Informativo e <i>Preliminary Offering Circular</i>					■	
	<i>Marketing</i> (incontro con analisti, distribuzione ricerca, <i>roadshow</i>)				■	■	■
	<i>Bookbuilding</i> (raccolta ordini istituzionali)				■	■	■
	Firma accordo collocamento e garanzia italiano				■	■	■
	Offerta Pubblica di Vendita e/o Sottoscrizione				■	■	■
	Fissazione del prezzo di offerta				■	■	■
	Firma <i>Institutional Underwriting Agreement</i> e <i>Final Offering Circular</i>				■	■	■
Inizio negoziazioni						■	
Stabilizzazione						■	

Figura 1.5.²¹

2.4.BENEFICI E COSTI DELL'IPO

Approfondita la parte tecnica, bisogna elencare benefici di natura finanziaria, operativa, organizzativa e fiscale, in virtù dei quali una società decide di quotarsi in Borsa.

Fra i benefici finanziari di una IPO, ovvero i vantaggi circa il finanziamento di attività dell'azienda, vi sono:

- raccolta di liquidità a basso costo, in quanto raccogliere liquidità sui mercati è meno costoso rispetto al chiederlo in prestito a banche;

²¹ Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana, Equity Markets p.5

- ristrutturazione finanziaria del capitale e del debito: viene ridotto il livello di indebitamento a seguito dell'aumento di capitale dovuto all'IPO, e con una maggiore quota capitale si possono chiedere prestiti a tassi di interesse più vantaggiosi;
- azioni societarie come *stock currency*: con la quotazione la società acquisisce una nuova moneta di scambio ovvero le proprie azioni che possono essere utilizzate per operazioni straordinarie anche non disponendo di una elevata disponibilità di cassa.

Fra i vantaggi operativi, ovvero quelli che riguardano prettamente il business dell'impresa, vi sono:

- ingresso in capitale di nuovi soci privati che portano con sé know-how e contribuiscono alla gestione operativa dell'impresa;
- visibilità in un nuovo mercato che permette la diffusione del marchio della società e l'acquisizione di soci nel nuovo mercato;
- prestigio e certificazione della qualità dato dalla quotazione, in quanto le società quotate devono rispettare una serie di regole imposte dal gestore del mercato, Borsa Italiana SPA in Italia. Nonostante gli elevati costi operativi, le società avendo una elevata credibilità hanno accesso a canali di credito con un costo di indebitamento inferiore e sono viste da potenziali clienti e fornitori come società solide e sicure;
- uso di stock option come incentivo ovvero strumenti finanziari che permettono il pagamento di una parte della remunerazione del dipendente in Call²² sulle azioni della società.

Per quanto riguarda i benefici fiscali infine, in Italia “le aziende che si quotano attraverso un aumento di capitale beneficiano di un'agevolazione fiscale (per i tre periodi d'imposta successivi alla quotazione) attraverso un'aliquota Irpeg ridotta su parte del reddito imponibile, nell'ambito del sistema di tassazione noto come *Dual Income Tax* ("DIT"), introdotto con la riforma 1997 (D. Lgs. n. 466). Tale agevolazione dà luogo a vantaggi fiscali spesso superiori ai costi di quotazione che sono comunque fiscalmente deducibili”²³.

Elencati i benefici che derivano dalla quotazione in Borsa, bisogna considerare i costi che derivano dal *going public*, i quali si dividono in diretti e indiretti.

Fra i primi, ovvero quelli che la società sostiene nelle fasi antecedenti alla quotazione, rientrano:

- il pagamento di servizi di consulenza da parte di diversi professionisti in ambito legale, strategico, contabile e promozionale;
- la quotazione stessa.

²² “L'opzione call conferisce al possessore la facoltà di acquistare una determinata attività sottostante, a un prezzo predeterminato (strike price) A (se di tipo europeo) oppure entro (se di tipo americano) la scadenza del contratto. È un contratto che dà all'acquirente il diritto, ma non l'obbligo di acquistare un asset specifico a un prezzo specifico, a una data di scadenza specifica. Il valore di un'opzione call aumenta se il prezzo di mercato dell'asset sale” glossario ig.com “definizione di opzione call”

²³ <https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf> p.23

Per quanto concerne le consulenze, queste sono svolte da soggetti specifici; in ambito strategico e contabile sono elaborate da società di consulenza che certificano i bilanci della società e forniscono consigli strategici; quelle legali sono trattate da studi legali che procedono alla redazione di uno statuto societario attrattivo per i nuovi soci; infine quelle promozionali sono sviluppate da banche di investimento le quali garantiscono la sottoscrizione del nuovo capitale, venduto poi ai nuovi soci, e organizzano incontri con possibili investitori.

A seguito di queste operazioni preliminari, si passa alla fase di quotazione nella quale i costi sostenuti sono quelli di sottoscrizione e di collocamento.

Subito prima dell'offerta, infatti, vengono emesse nuove azioni dalla società le quali nella maggior parte dei casi sono acquistate da una banca di investimento che in qualità di *'Lead underwriter'* sottoscrive l'intera operazione, percependo una commissione, così detta *success fee*, tra il 3% e il 7% della raccolta finale. Questa commissione si suddivide in una tariffa fissa che copre tutte le spese di istruttoria e una variabile, che dipende da fattori quali ad esempio l'andamento del titolo nel mercato regolamentato, la capitalizzazione di Borsa e la dimensione delle transazioni.

La società deve inoltre pagare una commissione a Borsa Italiana per l'ammissione al mercato e per il collocamento dei titoli, che si stimano per una società di medie dimensioni intorno al "5% del controvalore complessivo dell'offerta e comprendono:

- commissione di sottoscrizione e collocamento dovuta allo sponsor/coordinatore globale e membri del consorzio di collocamento;
- altri costi per consulenti legali, di comunicazione e revisori, spese di marketing e road-show, stampa e diffusione prospetto, contributi Consob, ecc. Questi costi variano in base alla dimensione del collocamento e al numero di consulenti coinvolti nell'operazione;
- corrispettivo di prima quotazione dovuto a Borsa Italiana, pari a € 75 per ogni € 500.000 di capitalizzazione, calcolata sul prezzo di offerta e con riferimento al capitale sociale attestato successivamente all'offerta (con un minimo di € 10.000 e un massimo di € 500.000).

Per la successiva permanenza sul mercato Borsa richiede inoltre un corrispettivo semestrale pari a € 11 per ogni € 500.000 di capitalizzazione, calcolata sulla media del semestre precedente (con un minimo di € 6.500 semestrali e un massimo di € 250.000 semestrali).

I corrispettivi dovuti a Borsa Italiana per la prima quotazione sul Nuovo Mercato sono così determinati:

- Capitalizzazione inferiore a € 100 milioni: € 30.000;
- Capitalizzazione compresa tra € 100 e € 300 milioni: € 50.000;
- Capitalizzazione compresa tra € 300 e € 500 milioni: € 75.000;
- Capitalizzazione superiore a € 500 milioni: € 100.000 .

I corrispettivi annuali di quotazione da applicare, a partire dall'anno 2001, agli emittenti presenti sul Nuovo Mercato al 31 dicembre 2000, sono così determinati:

- Capitalizzazione fino a € 100 milioni: € 7.500;
- Capitalizzazione compresa tra € 100 e € 300 milioni: € 10.000;
- Capitalizzazione compresa tra € 300 e € 500 milioni: € 15.000;
- Capitalizzazione compresa tra 500 e € 1.000 milioni: € 30.000;
- Capitalizzazione superiore a € 1.000 milioni: € 50.000.

Per le società che chiedono l'ammissione in seguito ad operazioni di scissione o fusione o già quotate su altro mercato regolamentato vengono applicate condizioni specifiche²⁴.

Un altro costo diretto è rappresentato dalla *termination fee*, ovvero una sorta di polizza assicurativa il cui obiettivo è quello di coprire almeno i costi fissi più significativi nel caso in cui l'IPO non dovesse avere luogo. Si aggiungono alle spese sostenute dalla società i costi indiretti, ovvero quelli da sostenere in seguito alla quotazione, figurano principalmente:

- il mantenimento di relazioni stabili e trasparenti con gli investitori in quanto è richiesta la pubblicazione di documenti da divulgare al pubblico fra cui bilanci, comunicazioni ufficiali e la cui produzione richiede costi legali al personale organizzativo e di mantenimento;
- perdita di vantaggio competitivo rispetto agli avversari che avranno a disposizione dati e informazioni circa la società che potrebbero portare a perdere il vantaggio iniziale;
- disincentivi a obiettivi di lungo periodo poiché con l'obbligo di pubblicazione di bilanci e documenti semestrali o trimestrali, il reparto manageriale rischia di focalizzarsi su obiettivi di breve termine per mantenere una certa visibilità sul mercato aumentando il rischio di moral hazard²⁵; tutto ciò a scapito di investimenti volti a migliorare l'azienda nel lungo periodo.

²⁴ Quotarsi in Borsa, La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana
<https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf> p.25

²⁵ Condizione in cui un soggetto, esentato dalle eventuali conseguenze economiche negative di un rischio, si comporta in modo diverso da come farebbe se invece dovesse subirle. Treccani

3. IPO UNDERPRICING E LONG-RUN UNDERPERFORMANCE

L'*underpricing* è un fenomeno tipico delle operazioni di OPV (offerta pubblica di vendita) e IPO che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione²⁶.

Molti economisti hanno cercato di risolvere il cosiddetto puzzle dell'*underpricing* delle IPO, primi fra tutti Ibboston (1975) e Ritter (1984) i quali hanno documentato sistematicamente tale fenomeno fra gli anni '60 e '80 negli USA trovando rispettivamente un *underpricing* medio dell'11,4% per gli IPO condotti negli anni '60 e del 18,8% per le circa 5000 offerte condotti fra il 1960 e il 1982 negli Stati Uniti.²⁷

Studi simili sono stati condotti anche in Italia, da Alberto dell'Acqua, Leonardo L. Etro, Emanuele Teti e Michele Murri, i quali studiando un campione di 129 IPO nel mercato italiano tra gli anni 2001 e 2012, hanno affermato che più dei due terzi del campione offrivano un prezzo inferiore del valore stimato del titolo, con una differenza che si aggira intorno al 6.75%; è chiaro quindi che tale fenomeno rende il mercato inefficiente e crea la possibilità di arbitraggio, termine con cui si indica un'operazione la quale consente di ottenere un profitto senza che il soggetto che la pone in essere corra alcun rischio²⁸.

In tale situazione quindi, i soggetti che comprano le azioni di prima emissione (sottoposte ad *underpricing*) hanno la possibilità di rivenderle nel mercato regolamentato ad un prezzo maggiore (Ritter, 2001), operazione definita con il termine *stabbing* o *flipping*.

La seguente figura mostra il valore medio dell'*underpricing* su un campione di 45 paesi.

²⁶ Glossario Borsa Italiana

²⁷ <http://www.consob.it/documents/11973/204072/qdf44.pdf/85a0c1a9-32fd-4cad-b078-2bac3da69192>

²⁸ Glossario Borsa Italiana

Country	Source	Sample Size	Time Period	Avg. Initial Return
Argentina	Eijgenhuijsen & van der Valk	20	1991-1994	4.4%
Australia	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1,562	1976-2011	21.8%
Austria	Aussenegg; Ritter	102	1971-2010	6.3%
Belgium	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart DuMortier; Ritter	114	1984-2006	13.5%
Brazil	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito; Ushisima	275	1979-2011	33.1%
Bulgaria	Nikolov	9	2004-2007	36.5%
Canada	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	696	1971-2010	6.7%
Chile	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana; Ritter	65	1982-2006	8.4%
China	Chen, Choi, & Jiang; Jia & Zhang	2,102	1990-2010	137.4%
Cyprus	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides	66	1999-2011	20.8%
Denmark	Jakobsen & Sorensen; Ritter	164	1984-2011	7.4%
Egypt	Omran	53	1990-2000	8.4%
Finland	Keloharju	162	1971-2006	17.2%
France	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter; Vismara	697	1983-2010	10.5%
Germany	Ljungqvist; Rocholl; Ritter; Vismara	736	1978-2011	24.2%
Greece	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos & Nounis	373	1976-2011	50.8%
Hong Kong	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Ritter	1,259	1980-2010	15.4%
India	Marisetty and Subrahmanyam; Ritter	2,964	1990-2011	88.5%
Indonesia	Suherman	386	1990-2011	25.7%
Iran	Bagherzadeh	279	1991-2004	22.4%
Ireland	Ritter	31	1999-2006	23.7%
Israel	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser; Ritter	348	1990-2006	13.8%
Italy	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara	273	1985-2009	16.4%
Japan	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	3,100	1970-2010	40.4%
Jordan	Marmar	53	1999-2008	149.0%
Korea	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng; Cho; Joh; Ritter	1,593	1980-2010	61.6%
Malaysia	Isa; Isa & Yong; Yong; Ma	413	1980-2009	62.6%
Mexico	Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & van der Valk	88	1987-1994	15.9%
Netherlands	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter	181	1982-2006	10.2%
New Zealand	Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter	214	1979-2006	20.3%
Nigeria	Ikoku; Achua	114	1989-2006	12.7%
Norway	Emilsen, Pedersen & Sættem; Liden; Ritter	153	1984-2006	9.6%
Philippines	Sullivan & Unite; Ritter	123	1987-2006	21.2%
Poland	Jelic & Briston; Ritter	224	1991-2006	22.9%
Portugal	Almeida & Duque; Ritter	28	1992-2006	11.6%
Russia	Ritter	40	1999-2006	4.2%
Saudi Arabia	Al-Anazi, Forster, & Liu	76	2003-2010	264.5%
Singapore	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Ritter	591	1973-2011	26.1%
South Africa	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Ritter	285	1980-2007	18.0%
Spain	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera	128	1986-2006	10.9%
Sri Lanka	Samarakoon	105	1987-2008	33.5%
Sweden	Rydqvist; Schuster; Simonov; de Ridder	406	1980-2011	26.1%
Switzerland	Kunz, Drobetz, Kammermann & Walchli; Ritter	159	1983-2008	28.0%
Taiwan	Chen	1,312	1980-2006	37.2%
Thailand	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya and Pengniti	459	1987-2007	36.6%
Turkey	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu	355	1990-2011	10.3%
United Kingdom	Dimson; Levis	4,877	1959-2011	16.1%
United States	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	12,246	1960-2011	16.8%

Figura 1.6²⁹

Il livello di *underpricing* può essere calcolato attraverso il *first-day returns*, che identifica la variazione percentuale fra il prezzo di chiusura del primo giorno di contrattazione e il prezzo di offerta.

La formula analitica è fornita da H.M.K. Mok & Y.V. Huir (1998):

$$PR_i = \frac{P_{i1}}{P_{i0}}$$

Per spiegare tale fenomeno sono state sviluppate varie teorie, tra cui:

²⁹ initial Public Offerings: International Insights”, Pacific-Basin Finance Journal del 1994; vol. 2; pp.165-199 (seconda pubblicazione 200)

- La “maledizione del vincitore” formulata da Rock nel 1986 secondo cui vi è asimmetria informativa fra gli investitori istituzionali, più informati, e quelli *retail*, meno informati. Gli investitori informati parteciperanno all’offerta solo se ritengono che il titolo è *underpriced*; gli investitori meno informati invece, soggetti alla ‘*winner’s curse*’, non riusciranno ad ottenere i titoli richiesti nel caso di un’offerta *underpriced*, d’altra parte otterranno tutti i titoli richiesti, nel caso di *overpriced*, ovvero la situazione opposta in cui il prezzo di offerta è sopravvalutato;
- *Market feedback hypothesis* secondo cui l’*underpricing* sarebbe causato per portare gli investitori a rivelare informazioni utili durante la fase di *bookbuilding*, ovvero quando il prezzo viene aggiustato sulla base della domanda degli investitori. Più favorevoli saranno le informazioni rivelate, maggiore sarà l’*underpricing*; quest’ultimo funge quindi come una remunerazione per gli investitori stessi che hanno rivelato informazioni utili;
- L’effetto *bandwagon* secondo cui un investitore è influenzato dal giudizio di altri investitori. Se ad esempio un investitore vedesse che nessuno o pochi dei precedenti ha portato a termine l’acquisto, potrebbe a sua volta decidere di non acquistare. L’emittente quindi potrebbe essere indotto a sottovalutare il titolo per incentivare l’acquisto, generando un effetto *bandwagon* positivo ed inducendo gli investitori ad acquistare;
- *Signalling hypothesis*, tesi secondo cui le IPO soggette ad *underpricing* lascerebbero un buon ricordo della società negli investitori, riuscendo così ad ottenere un prezzo maggiore nelle emissioni successive;
- Scelta voluta dalle società con lo scopo di ottenere un eccesso di domanda e un gran numero di piccoli azionisti, aumentando così la liquidità del titolo e impedendo di contrastare il management.

Per quanto riguarda il secondo fenomeno, invece, Ritter (1991) afferma che la performance del titolo tende a ‘sottoperformare’, ovvero ad avere un rendimento inferiore, tre anni in anticipo rispetto ai concorrenti che operano nello stesso settore.

I modelli sviluppati per spiegare questa seconda anomalia invece si basano sulla sostanziale correttezza dei prezzi di emissioni i quali sarebbero poi rivisti al rialzo dal mercato a causa di una iniziale euforia degli investitori generando nel breve periodo *underpricing*. Nel medio-lungo periodo invece, cessato tale entusiasmo, i titoli sarebbero spinti al ribasso verso i loro valori fondamentali, portando così alla seconda anomalia, la ‘*long-run underperformance*’.

CAPITOLO 2:

IPO NELLE SOCIETÀ SPORTIVE E IL CASO INGLESE DEL MANCHESTER UNITED

1. PREMESSA

Il fenomeno precedentemente descritto, tuttavia, non è molto comune nell'ambito di società calcistiche (Baur & McKeating, 2011); questo soprattutto a causa dell'elevata volatilità che caratterizza i titoli delle squadre di calcio il cui valore spesso oscilla a seconda delle performance sul campo, aspetto che verrà analizzato nell'ultimo paragrafo.

Dopo il primo capitolo nel quale verrà introdotto il fenomeno all'interno del settore calcistico, verranno descritti i rischi e i vantaggi propri delle società che decidono di intraprendere l'operazione del *'going public'* e le ragioni che spingono le stesse a quotarsi in Borsa.

Ci si soffermerà in seguito sulla disciplina codicistica italiana grazie alla quale nel 1998 per la prima volta un club tricolore è entrata sul mercato azionario; successivamente verrà preso in considerazione il Manchester United, club inglese che ha sfruttato meglio di tutti la quotazione in Borsa, incrementando sempre di più il valore dei suoi titoli e la propria capitalizzazione grazie ad una efficace strategia di diversificazione.

2. IPO NEL MONDO DEL CALCIO

Il calcio è lo sport più diffuso e praticato al mondo secondo una ricerca fatta dalla FIFA³⁰, e conta oltre un milione e mezzo di squadre con circa duecentoquaranta milioni di persone che praticano tale sport. “Negli ultimi anni oltre alla grandissima importanza del calcio come fenomeno sportivo, si è assistito ad una crescente importanza dello stesso come fenomeno economico. Lo sviluppo del cosiddetto «mondo del calcio», dove l'essere competitivi è strettamente legato alla capacità di effettuare investimenti importanti, ha comportato per le società calcistiche una domanda di finanziamento sempre maggiore e conseguentemente l'ingresso nei listini di borsa è stato visto, da alcune società calcistiche italiane ed europee, come una fonte di finanziamento vantaggiosa.”³¹

Secondo un'analisi portata avanti da Kesenne nel 2008, ci sono due motivi che spingono i proprietari delle società di calcio ad intraprendere il processo del *'going to public'*; secondo lo studioso i proprietari possono essere *'profit-maximisers'* il cui obiettivo principale è quello di massimizzare i ricavi dei proprietari, oppure *'win-maximisers'* il cui obiettivo è quello di massimizzare i risultati per un dato livello di profitti o perdite. Questa differenza implica un differente utilizzo dei fondi raccolti tramite *l'initial public offering*: i primi

³⁰ Federation Internationale de Football Association. Fondata nel 1904 si occupa dell'organizzazione di tutte le manifestazioni intercontinentali degli sport del calcio, del calcio a 5 e del beach soccer. Definizione Treccani

³¹ Rivista di diritto ed economia dello sport, vol. VI 2010 Ciarrapico, Cosci, Pinzuti

saranno propensi a usare i fondi per investimenti in assets produttivi come ad esempio giocatori o stadi di proprietà, i secondi invece li useranno soprattutto per ristrutturare dal punto di vista finanziario il club stesso, riducendo ad esempio il livello dei debiti.

Bisogna inoltre tenere in considerazione che la decisione di investire nelle società di calcio non è paragonabile a quella di investire in una qualsiasi altra società quotata in Borsa; questo perché la performance dei titoli delle società calcistiche dipende da fattori che non influenzano invece altri settori e che rendono i titoli molto volatili e troppo dipendenti il più delle volte dalle performance sul campo dei club.

Investire in società calcistiche quindi, comporta specifici rischi e vantaggi che saranno descritti qui di seguito.

2.1. RISCHI E VANTAGGI PROPRI DELL'INVESTIMENTO IN SOCIETÀ SPORTIVE

Le società di calcio presentano rischi e vantaggi propri di questo settore e che vengono presi in considerazione dai futuri investitori.

Fra i primi vi sono:

- Instabilità del titolo derivante dal legame con i risultati sportivi, che verrà analizzata in seguito;
- una troppa influenza dei giocatori sul bilancio della società, motivo per cui sempre più squadre decidono di investire in infrastrutture, attraverso quindi investimenti a lungo termine e a basso rischio, controbilanciando il rischio;
- la non diversificazione delle fonti di ricavo extra-settore, in quanto una eventuale diminuzione del giro di affari che ruota intorno al mondo del calcio porterebbe ad un ridimensionamento di tutte le fonti di ricavi delle società.

Fra i vantaggi invece, si elencano i seguenti:

- La società può fornire servizi senza riferimento diretto allo sport, utilizzando il proprio marchio anche in altri settori;
- diversificazione delle fonti di ricavi, aggiungendo alla vendita di biglietti e abbonamenti anche altre voci quali i diritti TV, il merchandising e le sponsorizzazioni;
- grande accessibilità alle informazioni da parte del pubblico.

Oltre ai vantaggi economici sopraelencati derivanti dall'acquisto di titoli di questo tipo, se ne aggiunge uno di tipo personale dovuto all'attaccamento alla squadra, vantaggio proprio di società sportive.

2.2. POTENZIALI OPPORTUNITA'

Come detto nel primo capitolo, l'IPO è visto dalle società come un'opportunità di generare facilmente e velocemente un elevato ammontare di capitale da investire nella società stessa o per investimenti futuri a breve o lungo termine.

Nel caso specifico delle società di calcio, il capitale raccolto può essere utilizzato:

- per la costruzione o ristrutturazione degli stadi;
- per l'acquisizione di nuovi giocatori, in modo da non perdere competitività sul campo;
- per ridurre il livello di indebitamento della società.

A beneficiare finanziariamente della costruzione di un nuovo stadio, ad esempio, è stato l'Arsenal, club della English Premier League, massimo campionato inglese. Dal 2006 il club è proprietario dell'Emirates Stadium il cui costo per la costruzione era fissato a £470 milioni; tuttavia essendo lo stadio il secondo più capiente in Inghilterra, gli introiti del club sono più che raddoppiati da quando l'Arsenal non disputa più le partite nel suo vecchio stadio, l'Highbury.

Di questi risultati non ha beneficiato invece il Chelsea, rivale locale dell'Arsenal e che a differenza dei proprietari dell'Emirates Stadium, non è quotata in Borsa; il club ha quindi deciso di proporre un progetto di espansione del proprio stadio, lo Stamford Bridge, il quale conta 18,474 posti in meno dell'Emirates.

Il costo per la ristrutturazione tuttavia, ammontava a £600 milioni, prezzo che anche per il proprietario del club Roman Abramovich, imprenditore e politico miliardario russo, era difficile da raccogliere senza fonti esterne quali ad esempio la quotazione in Borsa. A distanza di 14 anni dalla costruzione dello stadio di proprietà dell'Arsenal, nulla è stato ancora fatto circa l'ampliamento dello Stamford Bridge, lo stadio più antico del Regno Unito; il 31 marzo 2020 sono infatti scadute le concessioni per tale ampliamento, progetto fermo da oltre tre anni a causa di sfavorevoli condizioni economiche, portando il club a cambiare strategia.

A sfruttare la quotazione in Borsa per ridurre il livello di indebitamento è stato il Manchester United, squadra inglese che lottava per attrarre i top player, in gran parte perché non era in grado di eguagliare i pacchetti finanziari offerti dai loro rivali.

Questo ha portato il club a quotarsi sulla New York Stock Exchange nel 2012, indicando nella dichiarazione di registrazione che il club avrebbe usato tutto il ricavato netto da tale offerta, per ridurre il livello di indebitamento e sottolineando che la società non avrebbe pagato dividendi in contanti nel prossimo futuro.

La strategia del *going public* è perciò risultata utile, riducendo i livelli il debito societario e rendendo i pagamenti degli interessi più gestibili, senza incorrere in alcun obbligo di fornire dividendi agli investitori.³²

³² Cassian Goode "The opportunities and issues for sports teams considering an IPO", 2014

3. LA DISCIPLINA CODICISTICA ITALIANA

I titoli delle società calcistiche non sono da sempre visti di buon occhio a causa degli elevati rischi e volatilità che li caratterizza; il Financial Times a proposito di tali titoli in un editoriale dell'11 ottobre 1997 scriveva: “il calcio è un affare ad alto rischio: un goal può segnare la differenza tra promozione e retrocessione, modificando radicalmente le prospettive di una squadra”; ancora il presidente della Covisoc³³, Victor Uckmar, nel 1997 era convinto che tali titoli avrebbero avuto un corso eccessivamente variabile in borsa a causa dello stretto legame con i risultati sul campo, affermando poco prima dell'entrata delle italiane a Piazza Affari che sarebbero stati “titoli sconsigliati agli orfani e alle vedove”.

Un ammonimento inascoltato dalla Consob guidata da Tommaso Padoa Schioppa, che nel 1997 su pressione dei presidenti più accaniti sul tema della quotazione (da Cecchi Gori a Cragnotti) modifica le regole che impedivano l'accesso al mercato azionario ai club calcistici prescrivendo l'obbligo di depositare gli ultimi tre bilanci (di cui l'ultimo certificato da una società di revisione), abrogando però il codicillo che imponeva che questi tre bilanci fossero tutti in utile.

Il fenomeno della quotazione delle società sportive nasce nello specifico a seguito dell'abolizione del divieto di perseguimento dello scopo di lucro disposto dalla legge n.586/1996 che andava a modificare la legge n.91/1981. Quest'ultima disponeva che gli statuti delle società sportive del settore professionistico dovessero escludere ogni finalità lucrativa, reinvestendo gli utili “per il perseguimento esclusivo dell'attività sportiva”³⁴ e che in sede di liquidazione, nella fase di ripartizione dell'attivo, ai soci dovesse spettare solo il rimborso del valore nominale delle azioni o delle quote, dovendo devolvere il residuo attivo al CONI³⁵.

La legge n.91 del 1981 inoltre, all'art. 10 prevedeva che potessero stipulare contratti con atleti professionisti solo le società sportive costituite nella forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata; successivamente il CONI, attraverso la FIGC imporrà ai soggetti titolari di squadre militanti nelle massime divisioni di adottare la forma giuridica di società per azioni.

Un punto di svolta lo si ha nel 1996 con le modifiche introdotte con il d. lgs. n. 485/1996 convertito poi nella legge n. 586/1996; legge che si sviluppa a seguito della cosiddetta “sentenza Bosman” del 15 dicembre 1995.

3.1. SENTENZA BOSMAN

Jean Marc Bosman, da cui prende il nome la sentenza, era un giocatore del Royal Football Club Liegi, società belga; nel 1990 il calciatore, in scadenza di contratto, desiderava trasferirsi all'USL Dunkerque, squadra di seconda divisione del campionato francese.

³³ Commissione di Vigilanza sulle Società di Calcio Professionistiche, organo interno alla FIGC.

³⁴ Art.10 comma 2, l. n. 91/81

³⁵ Art.13 comma 2, l. n.91/81

Nonostante il contratto con il Liegi fosse scaduto, Bosman rimaneva di proprietà del suo ultimo club di appartenenza; la società belga e quella francese però, non trovarono l'accordo economico, considerato non sufficiente dal Liegi, facendo saltare così l'affare e portando il calciatore fuori rosa e con un ingaggio ridotto. È a seguito di questi eventi che il calciatore decide quindi di fare causa alla UEFA, alla Federazione Belga e all'RFC Liegi rivolgendosi alla corte di Giustizia dell'Unione Europea in Lussemburgo, presentando un caso di 'restrizione al commercio' e alla 'libera circolazione dei lavoratori'.

La causa durò cinque anni a seguito dei quali la Corte di Giustizia stabilì che il sistema di compravendita dei calciatori e la relativa gestione dei contratti costituivano una restrizione alla libera circolazione dei lavoratori prevista dall'articolo 29 del Trattato di Roma.

Da quel momento in poi fu consentito a tutti i calciatori dell'Unione Europea di trasferirsi gratuitamente da un club ad un altro alla scadenza del contratto a costo zero; venne inoltre stabilito il diritto a firmare un precontratto con un'altra società, sempre a parametro zero, a sei mesi dalla scadenza del contratto con il precedente club.

Effetti della sentenza furono inoltre l'apertura dei trasferimenti dei calciatori europei in tutto il continente che fino a quel momento erano limitati a discrezione del regolamento interno delle Federazioni: dalle restrizioni sugli stranieri acquistabili dai club europei, vennero quindi esclusi i calciatori comunitari.

Fino ad allora il limite era posto ai non nazionali, ovvero ai calciatori non nati nel paese di appartenenza del club in cui militavano, limite che nelle coppe europee era di massimo tre giocatori per una singola partita.

Questo limite ha portato allo scoppio nel 2001 dello scandalo noto come "Passaportopoli" circa la neutralizzazione illecita di alcuni giocatori extracomunitari tramite falsa documentazione. Fra le squadre italiane condannate, esclusivamente pecuniariamente, si ricordano: Udinese, Lazio, Roma, Sampdoria, Vicenza e Inter; mentre fra i giocatori squalificati si ricordano l'interista Alvaro Recoba, squalificato per un anno e il laziale Juan Sebastian Veron assolto in primo grado.

Solo nel 2005 a seguito dell'approvazione all'unanimità di 52 federazioni aderenti alla UEFA, si è aumentato il numero di calciatori allenati nel proprio paese.³⁶

Altro effetto della sentenza Bosman fu l'ondata straniera in Italia che ha però di contro portato le società a sfruttare sempre meno i settori giovanili; un esempio è rappresentato dalla Juventus di cui verrà detto in riferimento alla stagione 2015/2016: "E' la Juve meno italiana e più straniera dalla sentenza Bosman in poi: 12 italiani su 29".³⁷

³⁶ Giovanni Armanini, 15 dicembre 2015 calciofinanza.it

³⁷ Giovanni Capuano, 5 settembre 2015

ITALIANI E STRANIERI NELLA JUVENTUS NEGLI ULTIMI VENTI ANNI

STAGIONE	ITALIANI	STRANIERI	% ITALIANI
1995/96	17	4	81,0%
1996/97	19	6	76,0%
1997/98	17	7	70,8%
1998/99	15	12	55,6%
1999/00	12	9	57,1%
2000/01	13	10	56,5%
2001/02	13	9	59,1%
2002/03	17	9	65,4%
2003/04	15	10	60,0%
2004/05	12	13	48,0%
2005/06	12	10	54,5%
2006/07	20	8	71,4%
2007/08	17	10	63,0%
2008/09	15	13	53,6%
2009/10	19	11	63,3%
2010/11	24	8	75,0%
2011/12	18	7	72,0%
2012/13	17	11	60,7%
2013/14	16	10	61,5%
2014/15	17	11	60,7%
2015/16	6	12	33,3%

La serie A 2015/2016

SQUADRA	ITALIANI	STRANIERI	% ITALIANI
Atalanta	18	12	60,00%
Bologna	21	14	60,00%
Carpi	14	14	50,00%
Chievo	17	10	62,96%
Empoli	15	13	53,57%
Fiorentina	6	22	21,43%
Frosinone	18	7	72,00%
Genoa	13	21	38,24%
Inter	6	26	18,75%
Juventus	12	17	41,38%
Lazio	8	22	26,67%
Milan	15	13	53,57%
Napoli	6	23	20,69%
Palermo	14	16	46,67%
Roma	6	26	18,75%
Sampdoria	16	16	50,00%
Sassuolo	24	2	92,31%
Torino	13	13	50,00%
Udinese	5	23	17,86%
Verona	16	13	55,17%

NOTA: Nella tabella della Juventus sono stati considerati i giocatori scesi in campo
Nella tabella della Serie A sono stati considerati i giocatori presenti nelle rose



Massimiliano ALLEGRI (48 anni)



Tabella 2.1³⁸

Nella stagione 1989-90, prima della sentenza Bosman, la serie A contava solo 53 stranieri che rappresentavano il 14% circa della totalità dei giocatori; nella stagione 2009-10, invece, questa percentuale è salita al 41% portando il numero dei calciatori stranieri a 228.

La sentenza appena descritta ha gettato le basi che hanno portato alla stesura del “decreto spalmaperdite” del 20 settembre 1996 n. 485 convertito poi nella legge n. 586/1996.

3.2. NOVITÀ LEGGE N.586/1996 E LA LEGGE DRAGHI

La legge n. 586 del 1996 dispone che:

- il premio di addestramento e di formazione tecnica deve essere corrisposto solo alla società sportiva presso cui l'atleta ha svolto la sua ultima attività dilettantistica e che tale indennità deve essere reinvestita per il perseguimento di obiettivi sportivi;

³⁸ Fonte: Corriere dello Sport “E’ la Juve più straniera di sempre” 5 settembre 2015

- vi è la possibilità di ammortizzare in tre anni il valore delle indennità di preparazione maturate al 30 giugno del 1996;
- “l’atto costitutivo deve prevedere che la società possa svolgere esclusivamente attività sportive ed attività connesse o strumentali”, permettendo quindi di svolgere, oltre alle tipiche attività di partecipazione ai campionati sportivi, altre attività come ad esempio la commercializzazione dei prodotti a marchio, il cosiddetto merchandising, oppure iniziative imprenditoriali come la gestione degli impianti sportivi;
- “l’atto costitutivo deve prevedere che una quota parte degli utili, non inferiore al dieci per cento, sia destinata a scuole giovanili di addestramento e formazione tecnico-sportiva” consentendo quindi la distribuzione degli utili.

Nel 1998 infine, la riforma Draghi ha consentito definitivamente l’ingresso delle società sportive in Borsa, cancellando l’obbligo dei tre bilanci consecutivi in utile come requisito per l’accesso alla quotazione e le cui novità più significative riguardano l’informativa societaria, il ruolo del collegio sindacale e delle società di revisione.

È stato infatti previsto di rafforzare gli obblighi informativi sugli assetti proprietari e sull’andamento del gruppo tutelando così il risparmiatore; la Consob regola le modalità di informazione del pubblico utilizzando soprattutto la stampa quotidiana e in alcuni casi imponendo la diffusione di documenti societari.

Il Testo Unico della Finanza inoltre ha assegnato particolare rilievo ai controlli interni alla società e a quelli svolti dalla società di revisione responsabile in via esclusiva del controllo contabile; lo stesso TUF riqualifica il compito del collegio sindacale a cui affida la vigilanza sull’amministrazione della società.

Nel dicembre del 2002 invece, a seguito di un peggioramento nella gestione delle società quotate, la Consob presenta una raccomandazione ³⁹ in quanto proprio di questo settore è una frequente circolazione di indiscrezioni che espone il mercato a possibili asimmetrie informative.

La Consob raccomanda così alle società di utilizzare la massima prudenza nella diffusione di notizie inerenti al club poichè il preannuncio delle stesse, non ancora verificato, favorisce la disparità informativa e quindi il corretto funzionamento del mercato.

Tale raccomandazione fornisce uno schema circa le indicazioni sulle variabili finanziarie e patrimoniali che le società calcistiche devono riportare nei documenti di informazione contabile periodica che sono riassunti nella seguente tabella.

³⁹ Raccomandazione Consob n.2080535 del 9/12/2002

SOCIETA' DI CALCIO QUOTATE DATI PATRIMONIALI-FINANZIARI DI SINTESI	DATI DI PERIODO	DATI COMPARATIVI (nota 1)
A POSIZIONE (INDEBITAMENTO) FINANZIARIA NETTA - componenti positive e negative a breve - componenti positive e negative a m/l termine TOTALE		
B RAPPORTO INDEBITAMENTO/PATRIMONIO		
C VARIAZIONE DELLE DISPONIBILITA' LIQUIDE - variazione del periodo		

Tabella 2.1⁴⁰

4. I CLUB QUOTATI IN BORSA

I club che hanno contribuito alla diffusione del fenomeno in tutta Europa portando nel 2002 36 squadre europee alla quotazione, sono stati soprattutto quelli inglesi.

Il Tottenham è stata la prima società ad entrare nel mercato azionario nell'Ottobre 1983 e vi è rimasta sola fino alla stagione 1987/1988 per poi uscire di scena qualche anno fa. A seguire l'esempio del club è stata un'altra società inglese, il Midwall nel 1989 cui seguirono man mano altre squadre diffondendo ed ampliando il fenomeno.

Nonostante l'iniziale entusiasmo, col passare degli anni il numero dei club quotati è iniziato a scendere, una serie di società infatti optarono per il '*delisting*'⁴¹; da 30 nel 2009 arrivarono a 25 nel 2015 fino alle attuali 22 presenti nell'indice Stoxx Europe Football⁴² così suddivise:

- 3 italiane: Juventus, Lazio, Roma
- 5 squadre danesi: Aalborg BK, AGF, Brøndby, Copenhagen F.C. e Silkeborg
- 1 olandese: Ajax
- 1 svedese: Aik
- 3 portoghesi: Benfica, Porto, Sporting CP
- 4 turche: Besiktas, Fenerbahce, Galatasaray e Trabzonspor

⁴⁰ Raccomandazione Consob 9/12/2002 <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c2080535.pdf/e60ec0cc-56bf-4e9e-8c93-7e021b2363f8>

⁴¹ Revoca della società dalle negoziazioni di Borsa, Glossario Borsa Italiana

⁴² Primo indice di calcio europeo, creato il 22 aprile 2002 a New York

- 1 tedesca: Borussia Dortmund
- 1 inglese: Celtic
- 1 francese: Lione
- 1 polacca: Ruch Chorzow
- 1 macedone: Teteks FK

A queste 22 squadre europee se ne aggiungono altre 2, britanniche per la precisione, il Manchester United e l'Arsenal. La prima, entrata nel 1991 alla London Stock Exchange, in poco meno di 10 anni ha visto decuplicare la propria capitalizzazione; nonostante ciò nel 2005 uscì di scena per poi quotarsi nuovamente nel 2012, questa volta presso la NYSE di New York a \$14 per azione per una capitalizzazione di \$3,8 miliardi. Le azioni del secondo club invece, che conta \$2,2 miliardi di capitalizzazione di mercato, non sono disponibili su nessuna borsa quotata al pubblico; è Arsenal Holdings⁴³, l'azienda che gestisce le quote della società, a essere listata su NEX Exchange, un mercato specializzato.

Il prezzo per azione è di £30.000 per azione il che rende molto difficile fare trading su questo tipo di azioni. A differenza del Manchester United però, l'Arsenal non distribuisce il pagamento del dividendo ai suoi azionisti.⁴⁴

La quotazione in Italia ha ritardato di qualche anno rispetto agli altri paesi europei e non sono mancate perplessità a riguardo come quella espressa da Antonio Rosati, dirigente della Consob, il quale a proposito della quotazione affermò: “non può entrare in Borsa una società il cui prezzo è sensibile a fattori come l'infortunio di un calciatore o un gol, il titolo avrebbe oscillazioni troppo forti. Diverso sarebbe il discorso di una holding con business articolato nella quale il calcio rappresenti solo un settore.” Con quest'ultima frase il dirigente faceva riferimento ai club inglesi, primo fra tutti il Manchester United, capaci di trarre vantaggio dalla quotazione grazie a un'attenta e profittevole attività di diversificazione (descritta nel prossimo paragrafo) in quanto “i ricavi aumentano quando c'è una dimensione del brand che va al di là dei risultati sul campo”⁴⁵; esempio inglese che però non è stato seguito dai club italiani.

La prima squadra italiana entrare in Borsa è stata la Lazio guidata dal suo presidente Sergio Cragnotti nel 1998, con un prezzo di 11.500 lire (€ 5,9) ad azione e raccolse circa €60 milioni suddivisi fra il club stesso e la società controllante Cirio.

A seguire la scia è stata poi la Roma due anni dopo, incassando €71,5 milioni utilizzati in gran parte per ripagare i debiti, infine nel 2001 è stata la volta della Juventus che entra a Piazza Affari con un prezzo per azione di €3,55 portando ad un guadagno di circa €63 milioni per il club stesso, € 80 milioni alla società controllante guidata dalla famiglia Agnelli e € 5,5 milioni all'A.D. Antonio Giraud.

⁴³ Arsenal Holding possiede le azioni di Arsenal Football Club e di altre 11 società affiliate che gestiscono lo stadio, le vendite al dettaglio e lo sviluppo immobiliare

⁴⁴ Anzel Killian <https://www.ig.com/it/strategie-di-trading/come-fare-trading-sulle-azioni-delle-societa-di-calcio-quotate-i-191227>

⁴⁵ Dino Ruta, head dello Sport Knowledge Center di Sda Bocconi

Nonostante un buon inizio di tutte e tre le italiane, negli anni seguenti il valore azionario dei club ha avuto un crollo facendo perdere alla società alcuni milioni di euro; le principali cause sarebbero da imputare ad una iniziale sovrastima dei titoli e dei risultati sportivi; inoltre con particolare riferimento alla Juventus e in misura minore alla Lazio, a incidere sul decremento azionario è stato lo scandalo che le ha coinvolte nel 2006, definito “Calciopoli”, episodio che sarà analizzato nel capitolo 4.

4.1. DIVERSIFICAZIONE: LA STRATEGIA VINCENTE DEL MANCHESTER UNITED

Tramite una prudente diversificazione delle attività e delle fonti di ricavo, una società calcistica può puntare ad una maggiore stabilità dei ricavi e dei titoli che dipendono così sempre meno dalle performance sul campo.

La diversificazione può derivare da un’attenta ed efficiente gestione di nuovi talenti, dallo sfruttamento del marchio beneficiando della popolarità del club, dal possesso di uno stadio di proprietà, dal merchandising definita come quell’attività di “promozione delle vendite dei prodotti di una impresa, attività comprensiva delle ricerche di mercato dello sviluppo di nuovi prodotti, del coordinamento della produzione e dell’immissione dei prodotti sul mercato, nonché della reclamizzazione e vendita”⁴⁶; questo modello gestionale è stato applicato dal Manchester United basando la strategia soprattutto sul merchandising, sulle sponsorizzazioni, sui diritti televisivi e sulla gestione autonoma dello stadio, l’Old Trafford.

Il club dall’entrata in Borsa avvenuta nel 1991 fino alla sua uscita nel 2006, ha decuplicato il suo valore di mercato, mentre dalla successiva quotazione del 2012 ha visto crescere il valore del titolo del 35,81% passando da £15,50 a £21,05 pur non avendo ottenuto risultati significativi sul campo; hanno ottenuto risultati migliori a livello di incremento del valore del titolo solo il club danese Fc Copenaghen il cui titolo è cresciuto del 276,55%, il Besiktas con un incremento del 111,53%, e il Celtic con un incremento del 112,41%. Il club dei “Red Devils” prima di tutto provvede alla commercializzazione dei prodotti disponendo di una rete di punti vendita e utilizzando piattaforme online; considerata una grande fonte di capitalizzazione è il proprio marchio, la società infatti si concentra molto sulla vendita del materiale di squadra.

Altra fonte di ricavo è rappresentata dai diritti televisivi; l’Inghilterra è considerata la patria dei diritti tv e la Premier League è il campionato che trae maggior vantaggio dalle collaborazioni fra le leghe e le televisioni, guadagnando dalla sola vendita dei diritti all’estero più di quanto le altre leghe europee guadagnano dalla cessione dei diritti sia nazionali che internazionali. Questo vantaggio deriva soprattutto dalle regole di redistribuzione egualitaria sui ricavi televisivi che vigono in Inghilterra, diminuendo la differenza di potere economico fra i club, differenza più bassa a livello europeo il che rende il campionato inglese più equilibrato.

⁴⁶ S. Gatti, Il merchandising e la disciplina giuridica, 1989, pag.121

Pur essendo una buona fonte di ricavo, i diritti tv devono rappresentare una porzione non troppo sostanziale dei ricavi di una società, la quale deve cercare di diversificare proficuamente le proprie attività in modo da non trovarsi mai in difficoltà. Anche sotto questo punto di vista il Manchester United risulta uno dei migliori club, è l'unico sugli otto club inglese presenti nella top venti di Deloitte, a ricavare meno del 40% del proprio fatturato dai diritti televisivi, arrivando addirittura ad una percentuale pari al 30%. La Juventus, ad esempio, guadagna quasi metà del proprio fatturato dai diritti televisivi, che hanno fruttato €208,5 milioni su €459,7 milioni nel 2019, cifra che si è sensibilmente ridotta nell'anno corrente a causa della pandemia.

Questa differenza circa l'affidamento sui diritti televisivi da parte del Manchester United e degli altri maggiori club europei, è mostrata nella seguente tabella; nonostante i dati rappresentati si riferiscano al 2014, la situazione non è cambiata radicalmente in questi anni.

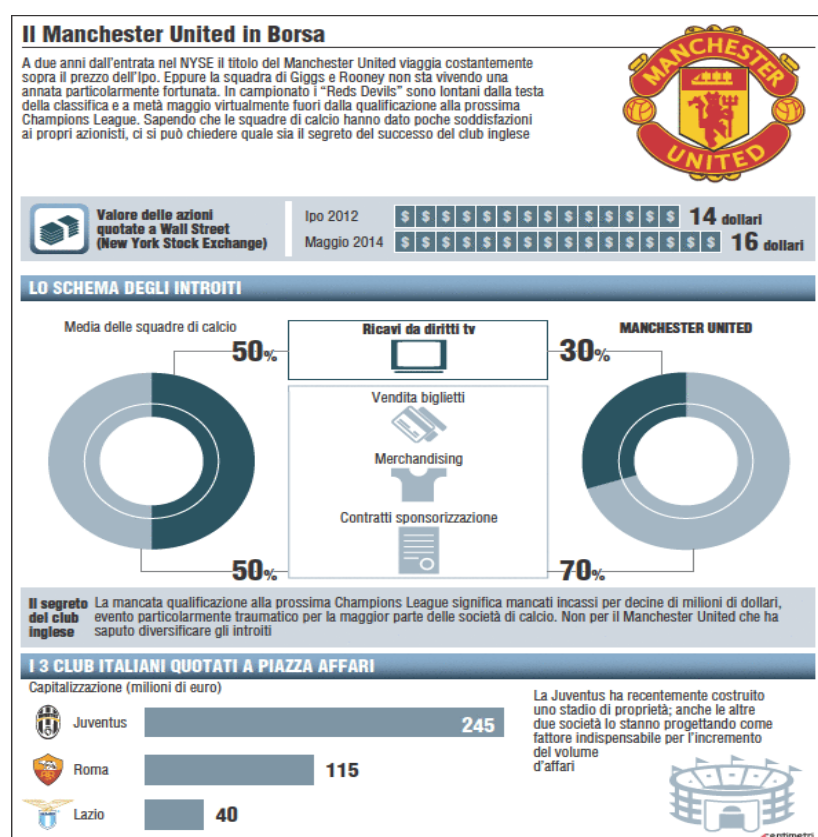


Tabella 2.2.⁴⁷

Importante nella strategia dei Red Devils sono anche gli sponsor: la parte commerciale infatti rappresenta per il club il 54% dell'intero fatturato. Gran parte dei ricavi derivano dall'accordo stipulato con l'Adidas nel 2014 che garantisce 128 milioni l'anno e da Chevrolet che porta nelle casse del club 55,8 milioni; altri ricavi

⁴⁷ Borsaitaliana.it, "Manchester United in Borsa, il segreto del successo" 23 maggio 2014

derivano da numerose partnership (63) a livello globale con i più svariati settori come ad esempio quello delle vernici (partnership giapponese con Kansai), o dei materassi (partnership con Milly, con sede a Shanghai).

Un'altra parte degli introiti deriva dalla gestione dello stadio di proprietà, l'Old Trafford: costruito nel 1910 e ristrutturato nel 2006, lo stadio con capienza di circa 76.000 posti a sedere si pone ai vertici dell'efficienza economica circa la gestione dello stadio, preceduta solo dagli stadi delle due spagnole, il Barcellona e il Real Madrid.

La seguente tabella mostra la classifica dei ricavi (in milioni) da stadio di alcuni top club europei.

CLUB	2017-2018	2018-2019	Var. %
Barcellona	145	159	9,9%
Real Madrid	143	145	1,0%
Manchester United	120	121	0,9%
PSG	101	116	15,2%
Arsenal	112	109	-2,2%
Liverpool	92	95	3,2%
Tottenham	85	93	8,6%
Bayern Monaco	104	92	-11,0%
Chelsea	83	76	-9,4%
Juventus	51	66	28,1%
Manchester City	64	62	-2,3%
Borussia Dortmund	57	60	4,4%
Atletico Madrid	57	59	3,2%
Schalke 04	47	54	14,0%
Inter	35	51	44,2%
Olympique Lione	37	42	13,0%
Milan	37	34	-7,3%
Roma	35	32	-10,2%
West Ham	28	31	11,2%
Everton	19	17	-12,2%
Napoli	19	16	-16,3%

Fonte: Elaborazione Calcio e Finanza su dati Deloitte
Dati in milioni di euro

Tabella 2.3⁴⁸

Nel 2019 il direttore sportivo del Manchester United, Colette Roche, in un'intervista aveva affermato: "Continuiamo a investire in miglioramenti in più di Old Trafford per migliorare l'esperienza per i nostri fan, compresi i miglioramenti della sicurezza e miglioramenti significativi per i nostri fan disabili"; investimenti che ammontano a circa 22 milioni di euro e che prevedono tra le novità 278 posizioni su sedia a rotella, 278 posti di servizio dedicati in tutto lo stadio, circa 1500 "rail seating" ovvero posti che consentono la visione

⁴⁸ Dati presi da calciofinanza.it

della partita in piedi in zone dello stadio dove già ora diversi tifosi seguono le partite in questo modo, andando così a migliorare la sicurezza degli spettatori stessi ⁴⁹, nonché il miglioramento delle aree dedicate alla vendita di cibo e delle suite vip.

4.2. 'ON PITCH' PERFORMANCE

Come precedentemente annunciato, i titoli delle società sportive sono molto spesso influenzati dalle loro performance sul campo; a dimostrazione di ciò un caso italiano: la Juventus FC a seguito dal conseguimento del quinto scudetto consecutivo, ha visto un miglioramento della propria performance sul mercato azionario del 15,8%.

A risentirne negativamente invece della performance sul campo è una squadra inglese, il Manchester United che nella stagione 2016/2017 pur avendo ottenuto importanti risultati dal punto di vista del fatturato, a seguito della mancata qualificazione per la UEFA Champions League, ha registrato un decremento del 20% del prezzo delle azioni. Tuttavia, vi sono esempi di club che non presentano una correlazione fra la performance dei titoli sul mercato e quella sul campo; protagonista è il Benfica; la società nonostante un aumento del 24% del reddito operativo raggiunto grazie alla vittoria del campionato nella stagione 2015/2016 e una buona prestazione a livello internazionale, ha registrato un decremento del prezzo delle azioni pari al 5,8%. Vi sono invece casi in cui l'andamento del prezzo delle azioni societarie non dipende dai risultati sportivi, bensì da altri eventi; questa volta le protagoniste sono tre società turche, una francese e una tedesca. Per quanto riguarda i club turchi, ovvero il Besiktas JK, il Galatasaray SK e il Trabzonspor, questi hanno registrato la massima crescita delle loro azioni a seguito di nuovi accordi di sponsorship e partnership e l'investimento in nuove infrastrutture; il prezzo delle azioni dell'Olympique Lione invece, squadra francese della Ligue 1 (massimo campionato francese), ha risentito positivamente di alcuni eventi non riconducibili a risultati sul campo, come la parziale cessione della società a un Fondo di Investimento cinese, l'IDG, e l'inaugurazione del nuovo stadio, il primo di proprietà nella Liga francese, che hanno comportato un aumento del prezzo azionario del 7%; infine il Borussia Dortmund, club tedesco, vedrà incrementare il prezzo delle proprie azioni del 31,1% a seguito di un nuovo accordo di trasmissione firmato dalla 'German Bundesliga', massima serie professionistica del campionato tedesco, dalla stagione 2017/2018.

Alcuni dei casi appena presentati sono riassunti nella seguente tabella 2.1.

⁴⁹ Dati di calcioefinanza.it 11 febbraio 2020

Performances of football clubs on the stock market in 2016

Club		Currency	Price close (as of 30 December 2015)	Price close (as of 30 December 2016)	Annual change (%)
Trabzonspor		TRY	1.27*	2.84	123,6%
Beşiktaş JK		TRY	2.16*	4.00	85,2%
Galatasaray SK		TRY	17.67*	32.30	82,8%
Olympique Lyonnais		EUR	2.03*	2.94	44,8%
Borussia Dortmund		EUR	4.01	5.26	31,1%
Juventus FC		EUR	0.26	0.30	15,8%
SS Lazio		EUR	0.52	0.58	11,8%
Arsenal FC		GBP	15,670.00*	16,510.00	5,4%
Fenerbahçe SK		TRY	37.20*	39.00	4,8%
AFC Ajax		EUR	8.50*	8.75	2,9%
FC Porto		EUR	0.70*	0.69**	-1,4%
Celtic FC		GBP	0.74*	0.71	-3,4%
SL Benfica		EUR	1.04*	0.98	-5,8%
AS Roma		EUR	0.49	0.41	-15,1%
Manchester United FC		USD	17.81*	14.25	-20,0%
Sporting CP		EUR	1.10	0.62	-43,6%

Notes:

*As of 31 December 2015

**As of 29 December 2016

Source: KPMG Football Benchmark research; Thomson Reuters

Tabella 2.1.⁵⁰

5. CONCLUSIONI

Il calcio è sempre più uno sport di tendenza e in questo settore, che raccoglie sempre più pubblico, gira una grande quantità di denaro. Complessivamente però a livello di performance finanziaria, i club calcistici non possono essere considerati fra i migliori investimenti.

A dimostrazione di quanto detto, l'indice calcistico europeo, Stoxx Europe Football Index, che raccoglie 22 delle 24 squadre europee che hanno preso parte alla quotazione, ha guadagnato meno dell'8% dal gennaio 2009 ad oggi, con una media annua di circa 0,7%; l'indice che raccoglie invece le più importanti società quotate in Europa, Stoxx Europe 600, ha guadagnato nello stesso periodo oltre il 90%, in media più del 9% annuo.⁵¹ Differenza dovuta principalmente all'aumento dei costi di gestione fra cui rientrano gli immensi stipendi dei calciatori che non contribuiscono ad aumentare la visibilità fra gli investitori dal punto di vista della profittabilità.

⁵⁰ KPMG football benchmark research, 2016 https://www.footballbenchmark.com/library/stock_exchange_football_clubs

⁵¹ Dati aggiornati al 2019 <https://medium.com/@PdC18/quali-squadre-europee-sono-quotate-in-borsa-92c87b2b216e>

CAPITOLO 3: LE THIRD PARTY OWNERSHIP E IL REGOLAMENTO FIFA RSTP

1. PREMESSA

Spiegato il meccanismo attraverso cui le società si quotano in Borsa, è utile spiegare “il processo di finanziarizzazione del calcio, di cui le nuove formule delle TPO e delle TPI sono una tappa fondamentale ma non definitiva.”⁵²

Il seguente capitolo vuole spiegare il funzionamento delle pratiche di TPO e le norme dettate dalla FIFA per contrastarle.

Verranno riportati esempi pratici, utili a comprendere questo tipo di operazioni e a spiegare il perché sono state vietate; saranno poi descritte altre pratiche simili alle precedenti, nate per contrastare il divieto imposto: le TPI e i Bridge Transfer.

2. INTRODUZIONE TPO

Con il termine TPO, acronimo inglese di *Third-Party Ownership*, si indicano quelle “pratiche commerciali con cui terze parti esterne all' ordinamento sportivo realizzano investimenti acquistando in tutto o in parte i diritti economici di calciatori professionisti, con l'obiettivo di ricavare profitti dalle future eventuali cessioni degli stessi.”⁵³

Con ‘terza parte’ si intende qualsiasi soggetto diverso dalla società venditore e da quella acquirente dei diritti del calciatore, di solito tali soggetti si identificano in Fondi o società di investimento, figure che non fanno parte dell'ordinamento sportivo della FIFA.

Importante è sottolineare che questi terzi soggetti possono acquisire solo i diritti economici del calciatore, ovvero quelli che rappresentano la parte economica riguardante il giocatore che deriva dal rapporto contrattuale esistente fra il calciatore e la società, mentre non vengono mai acquisiti quelli federativi, vale a dire quelli che rappresentano la situazione patrimoniale derivante dalle vicende che riguardano il trasferimento del giocatore da un club ad un altro e che appartengono solo alle società stesse.

Tale distinzione è confermata dalla pronuncia del TAS 2004/A/781 Tacuary Fbc/Club Atlético Cerro & Jorge Cytterspiller & FIFA, la quale quindi non imponeva limiti all'attribuzione dei diritti economico di un giocatore ad un soggetto terzo, rendendo le TPO lecite del punto di vista giuridico; pronuncia che verrà descritta più in dettaglio al paragrafo 3.1..

⁵² M. Bellinazzo, Il sole24Ore 30 giugno 2015 “Per i calcio in Borsa la selezione è darwiniana: premia solo le migliori”

⁵³ Lucio Mazzei IlSole24Ore 14 maggio 2019 “Gli accordi di TPO e TPI nel calcio ed il nuovo regolamento FIFA RSTP”

Queste operazioni venivano usate in particolare da società con disponibilità economiche ridotte come una specie di finanziamento., non a caso sono nate e si sono sviluppate soprattutto in America Latina in paesi come Brasile, Argentina e Colombia.

In Sud America la maggior parte dei settori giovanili è finanziata in questo modo, avendo la maggior parte delle società poche disponibilità economiche; “un fondo acquista il 10-20% di un centinaio di ragazzi” spiega Pierfilippo Capello⁵⁴ “il vantaggio è che il ragazzo viene seguito fin dall’inizio della sua carriera, e sia il club che il fondo hanno tutti gli stessi interessi a coltivare le doti del calciatore, prodigandosi per trasferirlo in una squadra più in vista, oppure in una minore ma dove ha più possibilità di giocare. Lo svantaggio principale è che il giocatore si trova a subire pressione da parte di più soggetti, i quali sono più interessati a guadagnare dalla cessione del suo cartellino che a tutelarne la carriera sportiva.”

È questo il principale motivo per cui la FIFA ha deciso di vietare tali operazioni tramite provvedimenti che verranno poi analizzati.

2.1. TIPOLOGIE DI TPO

Vi sono due modelli di TPO: le *financing* TPO e le *investment* TPO differenza che sta a delineare il diverso motivo per cui una società decide di ricorrere a queste operazioni.

Con le prime il club mira ad ottenere liquidità nel breve periodo; sono infatti utilizzate da società le cui condizioni finanziarie non sono ottimali per ottenere un finanziamento immediato in cambio della concessione di una percentuale dei diritti economici su uno o più giocatori, quota che si aggira di solito fra il 20 e 40%.

Per quanto riguarda invece il secondo tipo, il soggetto terzo svolge un ruolo chiave nell’acquisizione da parte del club di uno o più giocatori, contribuendo al pagamento dei calciatori e acquistando di fatto i diritti economici sugli stessi. In questo caso l’esborso è molto alto, soprattutto nel caso di club professionistici, perciò la quota ceduta al terzo si aggira intorno al 50%.

3. REGOLAMENTAZIONE DELLE TPO

In Sudamerica, paese in cui sono nate, le operazioni di TPO non avevano limitazioni, anzi furono in una certa misura anche incentivate.

Nel 1998, infatti, venne introdotta da parte di Edson Arantes do Nascimento (meglio noto come Pelè), ministro dello sport brasiliano, la ‘Lei Pelè’⁵⁵ la quale prevedeva il divieto per i club di calcio professionistico di tesserare i minori di 16 anni.

⁵⁴ Pierfilippo Capello avvocato di diritto sportivo ed ex consulente del fondo di investimento lussemburghese Fair Play Capital.

⁵⁵ Lei Pelè, Legge 9615/98 introdotta dal Senato Brasiliano nel 1998

Vietando il tesseramento, la legge offriva la possibilità ai fondi di investimento e ad agenti esterni al club, di investire mediante contratto sui giovani minori di 16 anni non avendo la concorrenza del club stesso, con l'obiettivo di speculare in futuro su una eventuale ascesa e successivi trasferimenti nel calcio che conta.

In Europa invece, la situazione era diversa, sin da subito vi erano state due correnti di pensiero, l'una che appoggiava queste pratiche affermando quanto fossero importanti per i club, soprattutto quelli minori, per competere con i club più ricchi; di questa opinione era il presidente della Liga spagnola Javier Tebas, a favore della sua teoria nell'anno 2014 l'Atletico Madrid fu la prima squadra al di fuori di Barcellona e Real Madrid a vincere il campionato dopo 10 anni grazie all'aiuto di investitori esterni che hanno contribuito al miglioramento della rosa del club.

Di parere opposto era invece la Uefa: l'allora presidente Michel Platini aveva chiesto ai ministri dello Sport dell'Unione Europea, riuniti alla Farnesina, di procedere con norme contro la gestione dei calciatori da parte di terze parti. In quella stessa occasione il presidente affermò: "Non c'è spazio per il fenomeno della *'third party ownership'* nello sport europeo. La proprietà di terze parti dei giocatori comporta che un giocatore venga letteralmente 'suddiviso' per interessi economici che vengono poi condivisi tra uno o più fondi di investimento. I giocatori in questione perdono la loro libertà contrattuale, mentre i proprietari del cartellino abusano del potere d'acquisto a spese dei calciatori che vengono privati del libero arbitrio. Cosa pensate che accadrà se lo stesso proprietario avrà diversi giocatori in squadre diverse della stessa competizione? La risposta è semplice: l'incubo delle partite truccate potrebbe diventare più di un semplice pensiero nelle teste malate di questi agenti. I valori fondamentali di integrità e trasparenza, che dovrebbero essere parte integrante nello sport, vengono così disprezzati e violati. Tutto questo è contro la dignità umana. È una pratica terribile: prima esisteva solo in America del Sud, adesso si sta espandendo attraverso l'Europa. Serve un quadro normativo su misura: se falliamo nel contrasto di questo fenomeno, non sarà solo una sconfitta per la Uefa o per il movimento sportivo, ma per tutta Europa"⁵⁶.

Nel 2013, infatti, uno studio condotto da KPMG Football Benchmark rivelò che in Brasile oltre l'80% dei calciatori professionisti che militano nella prima divisione sono di proprietà di investitori terzi; in Europa il valore delle quote dei TPO in giocatori appartenenti a squadre europee si attestava a €1,1 miliardi, il 5,7% di quanto è stimato essere il valore complessivo dell'intero mercato nel Vecchio continente.⁵⁷

Il fenomeno era diffuso specialmente in Europa orientale dove, su un totale di 10 campionati, gli investitori finanziari possedevano il 40% circa del valore di mercato dei giocatori che militano in quelle leghe.

Per quanto riguarda l'Europa occidentale invece, i dati risultano essere inferiori; al momento dello studio le pratiche di TPO erano vietate in paesi come l'Inghilterra e la Francia, mentre in quei paesi dove erano ancora consentite, il valore delle quote dei TPO si attestava a circa il 36% in Portogallo, l'8% in Spagna e intorno al 3% nei Paesi Bassi.

⁵⁶ Marco Bellinazzo, *IlSole24Ore* 21 ottobre 2014 "Platini e la Uefa chiedono norme Ue per vietare il fenomeno delle TPO (third party ownership)

⁵⁷ Alberto Lattuada, 2014 <https://www.calciofinanza.it/2014/12/20/third-party-ownership-gli-investitori-nel-calcio-hanno-giorni-contati/>

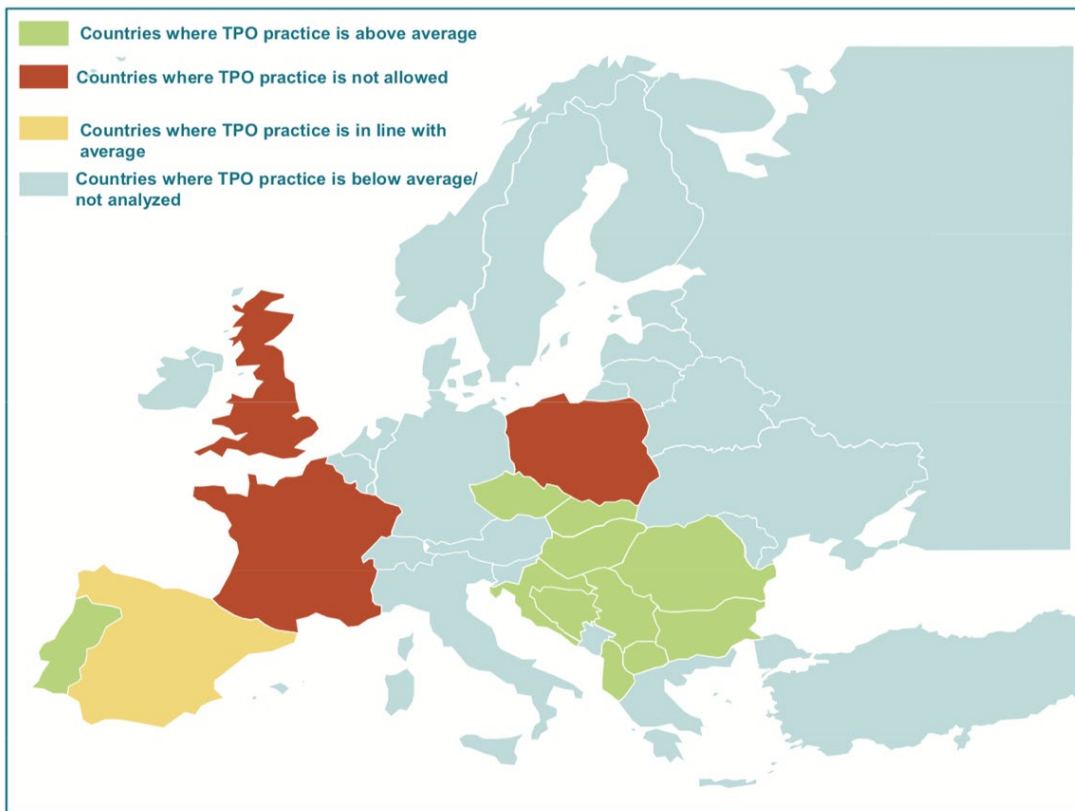


Tabella 3.1. ⁵⁸

3.1.PRIME LIMITAZIONI A LIVELLO EUROPEO

Sulla questione legittimità circa la presenza di soggetti terzi nelle trattative si era già espresso il TAS nel 2004, come anticipato nel primo paragrafo, affermando che “ai sensi delle norme FIFA un giocatore può tesserarsi per giocare in un solo club, non due o più contemporaneamente. Come tale, il trasferimento parziale dei diritti federativi contravviene l’essenza delle norme FIFA ed è quindi impossibile. Sotto altro profilo però, nulla impedisce a due club di decidere di fare affari per quanto riguarda i diritti economici di un giocatore, a condizione che il giocatore presti il suo consenso e mantenga un rapporto di lavoro con uno dei club coinvolti. Da tali pronunce di quasi un decennio fa si è desunto il principio secondo il quale i diritti economici di un giocatore possono essere oggetto di comproprietà e quindi anche parzialmente trasferiti. Invero, il TAS non si è espressamente soffermato sul fatto che terzi soggetti possano detenere quote di partecipazione sui diritti

⁵⁸ Fonte: KPMG Football Benchmark TPO Report, Agosto 2013 KPMG-TPO-Report.pdf

economici dei giocatori, ma ha svolto comunque un ragionamento semplice e lineare: se i diritti economici sono oggetto di contratto, essi possono essere oggetto di cessione, anche parziale, tra diversi soggetti.”⁵⁹

Fino al 22 dicembre 2014 la FIFA aveva lasciato la decisione circa la regolamentazione delle operazioni di TPO alle singole Federazioni Sportive Nazionali, creando un certo disordine normativo.

Anno di svolta per la regolamentazione di queste pratiche è stato il 2006, a seguito del passaggio dei calciatori Carlos Tevez e Javier Mascherano approdati dal club brasiliano del Corinthians al West Ham che ha portato la Federazione nel 2008 a vietare le operazioni di TPO.

I due argentini sono infatti arrivati nel club inglese attraverso un meccanismo di Third Party Ownership: una parte dei diritti economici dei due top player appartenevano al fondo di investimenti Media Sports Investments dell'imprenditore iraniano Joobarachian.

Il fondo gestì l'intera operazione occupando un ruolo di intermediazione fra il club di partenza e quello di arrivo dei calciatori; poche settimane dopo l'accordo però, si scoprì che il fondo deteneva interamente i cartellini dei due argentini.

“All'epoca nulla vietava questo tipo di proprietà, ma la Football Association ritenne che i contratti sottoscritti per il trasferimento dei due campioni sudamericani avevano attribuito al fondo stesso il diritto di decidere quando ed a che condizioni sarebbero avvenuti tutti i futuri trasferimenti di entrambi. E ciò fu ritenuto sufficiente per configurare un caso in cui dei terzi avrebbero potuto influenzare indebitamente il trasferimento di alcuni giocatori, cosa vietata già allora (in particolare era vietato ai calciatori stipulare qualsiasi contratto che permettesse alle parti o a terzi di "poter interferire sui suoi rapporti di lavoro e di trasferimento, sulle scelte politiche e sull'attività della sua squadra")”⁶⁰.

Le irregolarità rilevate spinsero la Football Association a sanzionare il West Ham con una multa di 5,5 milioni di sterline e la FIFA decise per la prima volta di intervenire nella regolamentazione di questo fenomeno promulgando l'art 18bis circa l'influenza della terza parte nel FIFA RSTP (Regolamento sullo Status e Trasferimenti dei calciatori). Questo recita:

- “Nessuna società potrà stipulare un contratto che permetta a qualsiasi altra parte del contratto, o a terzi, di poter interferire sui rapporti di lavoro e di trasferimento, le sue scelte politiche, o l'attività della sua squadra.
- La FIFA può imporre misure disciplinari alle società che non osservano le obbligazioni scritte in questo articolo.”⁶¹

⁵⁹ Avv. Mario Vigna fiscosport.it 28 novembre 2013 “Le Third Party Ownership nel calcio europeo”

⁶⁰ Lucio Mazzei IlSole24Ore, 14 Maggio 2019 “Gli accordi di TPO e TPI nel calcio ed il nuovo regolamento FIFA RSTP”

⁶¹ Regolamento fifa sullo status e i trasferimenti internazionali dei calciatori 2008 Rivista di diritto ed economia dello sport, vol IV fasc.1, 2008

Con il seguente provvedimento si voleva frenare l'interferenza di soggetti esterni nelle trattative e nella sottoscrizione di contratti di trasferimento; nonostante ciò l'articolo non definiva né il significato di influenza di tali soggetti, né il limite fra lecito e illecito, laddove non vi siano infatti 'illegittime influenze' tali accordi risultavano validi, non andando a vietare in maniera categorica le TPO, bensì le Third Party Influence.

3.2.SOLUZIONI ALTERNATIVE ALLE TPO: TPI E BADGE TRANSFER

Per aggirare i primi divieti imposti dalla FIFA, si cominciò a sviluppare una nuova pratica, considerata un'evoluzione delle TPO, che prende il nome di TPI, acronimo di Third Party Investment.

Le TPI “permettono agli stessi fondi di investire nel capitale sociale di club professionistici. La pratica più diffusa è quella di finanziare l'acquisto di un calciatore prestando soldi al club interessato, senza acquistare direttamente il cartellino come succedeva all'inizio in Brasile e Argentina con Traffic, Sonda o singoli intermediari-agenti. Così il gruppo privato diventa socio del club rispetto a quella singola operazione. Il rovescio della medaglia è rappresentato da clausole che obbligano a vendere il calciatore entro un termine prefissato, pena la perdita del contributo economico. È quello il guadagno atteso dal fondo: la differenza tra i due trasferimenti e fa sì che investire sul cartellino di un calciatore sia un po' come giocare in Borsa, acquistando azioni (in questo caso diritti economici sul giocatore) sperando di poterle rivendere ad un prezzo più alto.”⁶²

Tra i soggetti più conosciuti che hanno usato questa pratica, si ricorda il Doyen Sport Group; fondo di investimento con sede a Malta, il Doyen Sports ha gestito diritti di immagine di top player fra cui Neymar, attuale calciatore brasiliano che milita nel Paris-Saint German, e Alvaro Morata, spagnolo di attuale proprietà dell'Atletico Madrid, club spagnolo.

L'attività del fondo comincia in Spagna nel 2011 e pian piano si estende in altri paesi fra cui il Portogallo e il Brasile diventando in meno di 3 anni “l'attore principale dell'economia calcistica parallela globale” secondo Pippo Russo⁶³.

L'analista continua affermando che i fondi come Doyen Sport, che inizialmente aiutano società in difficoltà finanziarie a permettersi giocatori che senza un adeguato finanziamento non riuscirebbero ad ottenere, possono trasformarsi in istituzioni finanziarie private che prestano “ai club denaro ad altissimo tasso d'interesse e con scopi che possono andare dall'acquisto di calciatori sul mercato al rifinanziamento del debito.” Russo conclude affermando: “Con Doyen Sport Investment l'economia calcistica parallela giunge al compimento di una ‘mutazione genetica’ che segna l'esproprio dell'autonomia politica dei club calcistici, e di conseguenza anche la loro autonomia finanziaria”⁶⁴.

⁶² Lucio Mazzei 14 maggio 2015 “Gli accordi di TPO e TPI nel calcio ed il nuovo regolamento della FIFA RSTP”

⁶³ Pippo Russo, analista del sito calciomercato.com

⁶⁴ “Tutti i segreti di Doyen Sports” 22 maggio 2015 Corriere dello sport.it

Il CEO del fondo di investimento, Nelio Lucas ha difeso il ruolo che tale società svolge all'interno delle società calcistiche, affermando che ha aiutato molti club a competere a livelli altissimi. Lucas poi descrive l'operato del fondo che si identifica in due diverse pratiche. La prima consiste nel prestito tradizionale alle società di calcio, sostituendo in un certo senso il ruolo delle banche. Il secondo metodo consiste nella pratica sopracitata, quelle delle TPI; Lucas afferma infatti che "Doyen Sports fornisce prestiti ai club per dare loro la possibilità di acquistare i migliori talenti calcistici sul mercato ed avere così modo da costruire team di successo in grado di competere con alcuni dei più ricchi club al mondo".⁶⁵

Il CEO del gruppo sottolinea così la liceità di tali accordi, smentendo ogni tipo di controllo diretto da parte del fondo, ruolo che spetta esclusivamente al club proprietario dei diritti del calciatore.

Il fondo in questione è stato più volte protagonista delle sanzioni della FIFA a causa dei rapporti di soggetti terzi nelle trattative e alcuni dei casi più significativi verranno analizzati al paragrafo 4.

Altra soluzione alternativa utilizzata per aggirare il divieto introdotto dalla FIFA è quella del "*Bridge Transfer*" che si realizza quando un club viene usato come ponte intermedio nel trasferimento dal club di origine a quello di destinazione.

Ha principalmente 3 caratteristiche:

- viene realizzato per nessuna apparente finalità sportiva;
- vede sempre la presenza di 3 club coinvolti: **il club di origine** (dove il calciatore era inizialmente tesserato), **il "bridge club"**, che sarà con ogni probabilità un team di livello inferiore rispetto a quello cui possa ambire il giocatore e, infine, **il club di destinazione**, quello interessato sin dall'inizio alle prestazioni dello sportivo;
- il calciatore rimane tesserato per un lasso di tempo molto breve con il club-ponte e nella maggior parte dei casi non gioca neanche un match ufficiale con lo stesso.

Questa operazione è utilizzata, oltre che per eludere i divieti di TPO, anche per ridurre i costi di indennità di formazione e per ridurre l'imposizione fiscale.

Per quanto riguarda la prima ragione, ha fatto giurisprudenza il caso che nel 2009 ha coinvolto il club italiano FC Internazionale di Milano e il club ungherese MTK Budapest.

La società italiana, interessata all'acquisizione di un giovane calciatore del club ungherese, vide lo stesso giocatore militare in un club del campionato maltese; 10 giorni dopo però il giovane venne trasferito all'Inter dimostrando il ruolo di bridge club della società maltese. Questo passaggio era volto a diminuire i costi dell'indennità di formazione: infatti se il calciatore fosse passato direttamente al club italiano, questo avrebbe dovuto pagare 160 mila euro corrispondenti alle tre stagioni in cui l'MTK Budapest aveva formato il calciatore.

⁶⁵ Vedi nota precedente

A seguito del ricorso al TAS della società ungherese, il Tribunale Arbitrale sanzionò il club milanese tramite il pagamento dell'indennità di formazione.

Per quanto riguarda invece la seconda ragione, queste operazioni “servono a ridurre la tassazione o a nascondere quello che è il vero beneficiario dell'esborso economico. Spesso, infatti, gli stessi vengono realizzati in paradisi fiscali o con club di Paesi dove comunque si ha una tassazione inferiore, come Uruguay, Svizzera o Cile. In tal caso, il prezzo del primo trasferimento sarà più basso proprio perché sottoposto ad una tassazione molto più alta mentre il secondo (quello dal bridge club al club di destinazione) sarà concluso per una cifra più alta, perché tassato molto meno.

Un altro uso molto frequente è quello finalizzato a mascherare un pagamento per il trasferimento di un calciatore: i giocatori che vengono acquistati a parametro zero, infatti, tendono a ricevere stipendi molto più alti rispetto a colori i quali vengono ceduti da un club all' altro e per questo motivo un calciatore ed un bridge club spesso decidono di suddividersi la cifra pagata dal club di destinazione al momento dell'acquisto del cartellino per pagare una quota meno elevata di tasse.”⁶⁶

3.3. DIVIETO DI TPO E L'ARTICOLO 18TER

A cause quindi di lacune e di una non chiara regolamentazione circa il limite entro cui era consentita la presenza di terze parti in trattative con club e giocatori, l'abuso da parte di questi soggetti esterni continuava, soprattutto in America Latina, Spagna, Portogallo ed Europa dell'Est; per questo motivo il Comitato Esecutivo della FIFA, seguendo il divieto imposto inizialmente dalla federazione inglese e quella francese, si riunì il 21 dicembre 2014 a Marrakech, bandendo definitivamente le operazioni di TPO tramite la circolare n.1464. Questa “prevedeva il divieto di accordi di Third Party Ownership per tutelare la sicurezza dei calciatori minorenni, regolamentare un fenomeno sino ad allora poco trasparente, scoraggiare l'ingresso nel mondo del calcio di soggetti senza requisiti di onorabilità, spesso interessati a riciclare denaro attraverso le TPO.

Il divieto di ricorrere agli accordi di TPO venne sancito dalla FIFA il 1° maggio 2015 con l'entrata in vigore dell' art. 18 ter del Regolamento sullo Status e sui Trasferimenti FIFA che recitava nel testo originale: "*No club or player shall enter into an agreement with a third party whereby a third party is being entitled to participate, either in full or in part, in compensation payable in relation to the future transfer of a player from one club to another, or is being assigned any rights in relation to a future transfer or transfer compensation.*"”⁶⁷

L'articolo vietava ai club e ai giocatori di stipulare qualsiasi tipo di accordo che preveda l'assegnazione di diritti o partecipazioni al compenso con soggetti terzi; circa gli accordi firmati prima del 1° maggio 2015, questi continuavano a risultare validi per un massimo di un anno.

⁶⁶ Lucio Mazzei studiocaltaldi.it 12 aprile 2019 “I bridge transfers nel calcio professionistico”

⁶⁷ Lucio Mazzei IlSole24Ore 14 maggio 2019 “Gli accordi di TPO e TPI nel calcio ed il nuovo regolamento della FIFA RSTP”

Inseriti inoltre obblighi di trasparenza disciplinati dal comma 5 dell'articolo che imponeva la registrazione di tutti gli accordi, entro la fine di aprile 2015, attraverso la piattaforma Transfer Matching System (TMS) specificando i dettagli dei contratti e la presenza di eventuali terze parti coinvolte nella trattativa.

A seguito dell'ufficiale divieto da parte della FIFA si è espresso Michel Platini, da sempre contrario a questa pratica: “Sono anni che sto mettendo in guardia da questa pratica che sta diventando sempre più diffusa ed è un pericolo per il nostro sport. Minaccia l'integrità delle nostre competizioni, porta danni all'immagine del calcio, rappresenta una minaccia a lungo termine per le finanze dei club e solleva anche questioni sulla dignità umana.

Per quanto riguarda il Sudamerica invece, dal gennaio 2015 il Brasile vieta la proprietà di terze parti sui calciatori, in Argentina invece il presidente dell'agenzia delle entrate Afip, Ricardo Echegaray, firma la risoluzione 3740 “dichiarando inammissibile il possesso dei diritti economici di giocatori professionisti da parte di “uomini d'affari del calcio””⁶⁸.

L'Afip già nel 2013 aveva cercato di limitare le pratiche di TPO, quando istituì una tassazione sui ricavi dal trasferimento dei calciatori e dall'assegnazione dei diritti economici e creò un registro nel quale indicare i calciatori su cui terze parti vantavano diritti economici.

La risoluzione 3740 segue la direttiva della FIFA e come quest'ultima è entrata in vigore dal 1° maggio 2015 per i nuovi contratti, con un anno di proroga per i contratti siglati entro il 30 aprile 2015.

3.3.1. AGGIORNAMENTO FIFA RSTP 2019

A partire dal 1° giugno 2019 è entrato in vigore il nuovo Regolamento FIFA RSTP; novità dello stesso è un nuovo comma all'articolo 18ter tramite cui si permette ai giocatori di pattuire e poi incassare una parte della cifra che la società riceve dalla propria cessione poiché, secondo la commissione disciplinare FIFA i calciatori non possono essere considerate terze parti, e gli stessi possono quindi stipulare un contratto con la società con una clausola che prevede incassi legati alla propria cessione.

4. VIOLAZIONI E SANZIONI DEGLI ARTICOLI 18 BIS E 18 TER

Uno dei primi club a violare l'articolo 18bis fu il Tempere United nel 2011, club finlandese sanzionato tramite l'esclusione da tutte le competizioni sportive per aver concluso un accordo con un 'soggetto terzo', ovvero una società esterna di Singapore, che prevedeva un potere decisionale sugli affari economici e sportivi del club da parte della società stessa.

⁶⁸ Marco Bellinazzo “Goal economy: come la finanza globale ha trasformato il mondo del calcio” (Baldini & Castoldi 2015)

Nel 2016, all'indomani dell'introduzione dell'articolo 18ter, ad essere sanzionati sono stati il club brasiliano Santos Futebol Clube, il Siviglia, club spagnolo, la squadra belga Club K St Truidense VV e l'olandese Fc Twente; tutti i club furono multati pecuniariamente rispettivamente per 75 mila, 55 mila, 60 mila e 185 mila franchi svizzeri. Al club olandese venne inoltre revocata la licenza professionistica, assegnandogliene però un'altra per disputare la stagione in Jupiler League, lega secondaria, a causa delle indagini condotte circa l'irregolarità nel rapporto con il fondo Doyen Sport.

Altro caso di violazione del regolamento FIFA sullo status e sui trasferimenti dei calciatori (RSTP), vede protagonista l'FC Seraing, club militante nella seconda divisione belga. La Commissione disciplinare della FIFA aveva sanzionato la società nel settembre 2015 per violazione degli articoli sopramenzionati che vietano le pratiche di TPO, in quanto il club cedeva "parte dei diritti economici di diversi giocatori a una terza parte, siglando contratti che permettevano alla stessa parte di influenzare le decisioni e l'indipendenza del club in tema di trasferimenti"⁶⁹.

Decisione della FIFA confermata un anno dopo dal tribunale di appello di Bruxelles che ha rigettato l'istanza presentata dal club belga e il relativo fondo di investimento Doyen, confermando che la normativa FIFA non costituiva una violazione della normativa comunitaria circa la libera circolazione dei lavoratori e dei capitali. Le operazioni di TPO sono inoltre state oggetto di discussione del Parlamento europeo che l'11 novembre 2015 ha presentato una 'dichiarazione scritta, presentata a norma dell'articolo 136 del regolamento, sul divieto della proprietà di terze parti sui cartellini dei giocatori nello sport europeo'.

Tale dichiarazione spiega i motivi del divieto di tali pratiche ovvero:

1. "Il rispetto della dignità umana (articolo 2 del trattato sull'Unione europea) è uno dei valori dell'Unione europea, la quale si prefigge quindi di tutelare l'integrità degli sportivi professionisti e di combattere la tratta di esseri umani.
2. In Europa si registra una tendenza crescente alla proprietà di terze parti sui cartellini dei giocatori negli sport di squadra in virtù della quale gli atleti, molti dei quali sono giovanissimi, "appartengono" in parte o in tutto a investitori privati e non possono più stabilire il proprio futuro professionale.
3. La proprietà di terze parti sui cartellini desta importanti preoccupazioni relative all'integrità delle competizioni, poiché la mancanza di trasparenza negli accordi sulla proprietà di terze parti crea ulteriori rischi di manipolazione dei risultati, riciclaggio di denaro sporco e altre attività criminali, oltre a considerazioni più generali di natura etica sul concetto di "proprietà" e "scambio" dei "diritti economici" di un altro essere umano"⁷⁰.

⁶⁹ Lucio Mazzei IlSole24Ore 14 maggio 2019 "Gli accordi di TPO e TPI nel calcio ed il nuovo regolamento della FIFA RSTP"

⁷⁰ dichiarazione scritta, presentata a norma dell'articolo 136 del regolamento, sul divieto della proprietà di terze parti sui cartellini dei giocatori nello sport europeo' 11 novembre 2015

Sanzioni per violazioni dell’RSTP sono arrivate anche per un club italiano, la Juventus, a seguito della cessione risalente al gennaio 2019 del difensore francese, naturalizzato marocchino, Medhi Benatia alla società qatariota Al Duhail.

La sanzione risale allo stesso anno della cessione, ma è stata scoperta solo un anno dopo da calciomercato.com dopo aver consultato i file delle decisioni emesse dal Fifa Disciplinary Committee, pubblicamente disponibili sul sito della stessa FIFA ⁷¹.

L’accordo di trasferimento fra i due club conteneva una clausola ritenuta non conforme al Regolamento sullo Status e Trasferimenti dei calciatori; nel contratto fra la Juventus e l’Al Duhail si legge: “Al Duhail dichiara e garantisce alla Juventus che:

- (d) fino al 30 giugno 2021 il giocatore non sarà tesserato da uno dei top club italiani che militano in Serie A (es. Ssc Napoli, AC Milan, FC Internazionale, AS Roma, SS Lazio) e dai francesi del Paris Saint-Germain;
- in caso di violazione della dichiarazione e della garanzia di cui al precedente punto (d), l’Al Duhail verserà alla Juventus un importo netto di **euro 5.000.000** immediatamente dopo il tesseramento del calciatore da parte di uno dei club menzionati al punto (d)»⁷².

Tale clausola viola l’articolo 18bis par. 1 e l’articolo 4 par.3 dell’allegato 3 dell’RSTP secondo la FIFA che ha deciso di multare entrambi i club, la Juventus per 40 mila franchi svizzeri e l’Al Duhail per 20 mila franchi svizzeri.

Uno degli episodi più eclatanti di violazione del Regolamento previsto dalla FIFA in materia di trasferimenti vede protagonista il Porto: la squadra portoghese militante nel massimo campionato nazionale, ha violato l’RSTP sottoscrivendo un contratto con Doyen Sport che consentiva al fondo di influenzare i trasferimenti futuri.

La sanzione della FIFA arriva il 19 febbraio 2019 la quale non specificava il nome del calciatore coinvolto, bensì solo la multa inflitta al club equivalente a 50 mila franchi svizzeri, circa 44 mila euro; è stata la stampa portoghese però a rivelare poco dopo il nome del calciatore in questione, ovvero il franco-algerino Yacine Brahimi.

Quest’ultimo è arrivato nel club portoghese nell’estate 2014 per 6,5 milioni di euro; due giorni dopo l’acquisizione il Porto vende l’80% del cartellino a Doyen Sports Investments, il già citato fondo di investimento, per 5 milioni di euro, perdendo 200 mila euro poiché l’80% del valore di acquisto risulta essere 5,2 milioni di euro.

Un anno dopo però, a giugno 2015 il club ricompra il 30% della quota del franco-algerino per un ammontare di 3,8 milioni di euro, valorizzando il proprio calciatore in un anno di circa 6,7 milioni di euro⁷³.

⁷¹ “Benatia e quella clausola contro la cessione alle big italiane...e Psg: multa alla Juve” 13 agosto 2020, gazzetta.it

⁷² Marco Sacchi 12 agosto 2020 “La FIFA multa la Juventus sulla cessione di Benatia” calciofinanza.it

⁷³ Il valore di Brahimi nel 2014 risultava essere 6 milioni a seguito della cessione dell’80% del cartellino e nel 2015 è passato a 12,7 milioni di euro.

5. CONCLUSIONI

Tutti i casi appena presentati hanno in comune il prezzo della multa inflitta dalla FIFA che si aggira intorno al massimo 100-150 mila euro, cifre molto basse rispetto a quelle che i club e i fondi incassano violando le norme circa il divieto delle operazioni di TPO e l'influenza di terze parti. Nell'ultimo caso descritto, quello del club portoghese, la sanzione arrivata nel 2019 ammontava a 44 mila euro, equivalente a meno dell'1% dell'incasso pari a 5 milioni di euro che il club ha incassato a seguito della cessione di una quota del calciatore al fondo di Nelio Lucas.

Nonostante quindi esista un regolamento volto a vietare tali accordi di influenza di terze parti nei trasferimenti fra i club, questi non sono tali da reprimere del tutto il fenomeno.

CAPITOLO 4:

L'ESPERIENZA DELLE SQUADRE ITALIANE: I CASI S.S. LAZIO, A.S. ROMA E JUVENTUS F.C.

1. PREMESSA

Obiettivo di quest'ultimo capitolo è l'analisi dell'andamento dei titoli dei tre club italiani quotati in Borsa. Dopo l'ingresso della S.S. Lazio nel 1998, ad entrare a Piazza Affari sono state la A.S. Roma nel 2000 e la Juventus F.C. nel 2001.

Il capitolo si apre con una breve introduzione di ciascuna società, in seguito verranno presi in considerazione diversi avvenimenti che dallo sbarco dei club in Borsa fino ad oggi, hanno contribuito positivamente o negativamente alla performance dei rispettivi titoli.

2. QUADRO STORICO E QUOTAZIONE DEI CLUB ITALIANI

2.1. S.S. LAZIO

Fondata il 9 gennaio di 120 anni fa da un gruppo di nove ragazzi guidato dal tenente bersagliere Luigi Bigiarelli, la S.S. Lazio vanta 16 trofei. Il primo risale al 1958 a seguito della vittoria della Coppa Italia quando alla guida del club vi era Fluvio Bernardini e alla presidenza Leonardo Siliato.

Gli anni che seguono non saranno caratterizzati da vittorie, anzi da episodi spiacevoli quali la morte dell'allenatore Maestrelli che ha portato i biancocelesti alla vittoria del primo scudetto nella stagione '73-'74 e la retrocessione a causa dello scandalo per calcioscommesse, noto come 'Totonero' che ha coinvolto alcuni club italiani di Serie A e Serie B nella stagione '79-'80.

Anno di svolta per il club è il 1992, anno coincidente con il cambio di presidenza da Gianmarco Calleri a Sergio Cragnotti; sarà quest'ultimo infatti ad ampliare il palmares della società portando 1 scudetto, 1 Coppa Italia, 2 Supercoppe italiane, 1 Coppa delle Coppe UEFA⁷⁴ e 1 Supercoppa UEFA.

È lo stesso Cragnotti il 6 maggio del 1998, sfruttando la nuova normativa Draghi⁷⁵ che permetteva ai club di quotarsi in Borsa anche senza vantare gli ultimi tre bilanci in utile, a fare della S.S. Lazio la prima società di

⁷⁴ Dalla stagione 1999-2000 il torneo è stato sostituito dalla Coppa UEFA.

⁷⁵ Di cui si è parlato al capitolo 2, paragrafo 3.2.

calcio italiana quotata in Borsa. L'era Cragnotti dura fino al 2003, cui segue per un solo anno la presidenza di Ugo Longo sostituito nel 2004 da Claudio Lotito, attuale presidente, che porterà nelle tasche della società diversi trofei, l'ultimo vinto lo scorso 2019.

È il 20 aprile del 1998 quando il presidente dei biancocelesti annuncia l'operazione di quotazione in Borsa, affermando: "Lo annuncio con grande soddisfazione, questo è il risultato più importante dei miei 6 anni di gestione della Lazio"⁷⁶.

Il 29 dello stesso mese si chiude il collocamento delle azioni della società biancoceleste con un prezzo di 5.900 lire (equivalenti a 3,05 euro) per azione, concordato il 25 aprile dal CdA, finalizzato alla quotazione in Borsa con un'offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione (OPVS) destinata al pubblico indistinto in Italia e un collocamento privato destinato agli investitori istituzionali italiani ed esteri.

Cragnotti e il management avevano annunciato: "L'offerta al pubblico inizierà lunedì 27 aprile e si chiuderà martedì 28 aprile. Dal 6 maggio via alle contrattazioni. Sarà collocato sul mercato almeno il 41.3 % delle azioni. L'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione riguarderà almeno 5 milioni di azioni (pari ad almeno il 25 % dell'intera offerta), di cui fino a un massimo di 800 mila azioni riservato agli azionisti titolari di una partecipazione nel capitale sociale della Lazio inferiore all'1%. Agli investitori istituzionali destinate un massimo di 15 milioni di azioni (pari a un massimo del 75 % dell'intera offerta). Il lotto minimo di acquisto: 1000 azioni. Saranno collocate da 17 banche e società d'intermediazione".⁷⁷

Al termine dell'OPVS sono pervenute secondo l'IMI (Istituto Mobiliare Italiano), sponsor dell'emittente e coordinatore globale dell'offerta, adesioni per un ammontare di 54.626.000 azioni da parte di 43.845 aderenti, quantità molto superiore rispetto ai 5 milioni di azioni previste per l'offerta pubblica; per quanto riguarda invece gli investitori istituzionali per cui il collocamento inizialmente riguardava 15.000.000 di azioni la domanda degli stessi è risultata essere di 82.046.725 azioni, di cui più della metà (46.614.358) da parte di investitori esteri.

Il club presentatosi a Piazza Affari raccoglie 120 miliardi di lire che entrano per metà nelle casse della società e per l'altra parte nella società controllante Cirio, finanziata e di cui era proprietario lo stesso presidente Cragnotti che controllava al momento della quotazione l'89% del pacchetto azionario della SS Lazio.

Il massimo del valore per azione è stato raggiunto un anno dopo l'entrata in Borsa, arrivando a 6,39 euro per azione il 26 marzo e il 7 maggio 1999; da quell'anno ad oggi tale cifra è scesa radicalmente aggirandosi intorno a 1,294 euro per azione, mentre il var da inizio anno si attesta a -14,64%⁷⁸.

⁷⁶ http://archiviostorico.gazzetta.it/1998/aprile/21/Lazio_maggio_nella_storia_ga_0_9804214224.shtml

⁷⁷ Capone Antonello, Galavotti Giancarlo "Lazio, 6 maggio nella storia" 21 aprile 1998 La gazzetta dello sport

⁷⁸ Dati aggiornati all'11 settembre 2020 milanofinanza.it

2.2.A.S. ROMA

“Nell’estate del 1927, con grande soddisfazione degli sportivi romani dell’epoca, attraverso la fusione fra le tre società sportive Alba-Audace, Fortitudo-ProRoma e Foot Ball Club di Roma (meglio noto come Roman) nacque l’Associazione Sportiva Roma”⁷⁹ sotto la presidenza di Italo Foschi.

A 9 anni dalla nascita, la A.S. Roma raggiunge la finale di Coppa Italia; nella stagione ‘41-‘42 arriva il primo Scudetto per il club, allenato all’epoca da Alfred Schaffer cui seguono però anni bui.

Gli anni 60 sono caratterizzati da buone performance dei giallorossi: nel 1961 arriva il primo successo internazionale del club che si aggiudica la Coppa delle Fiere sotto la guida dell’allenatore Canaglia; qualche anno dopo invece, precisamente nel 1964 e nel 1969 si aggiungono ai trofei due Coppe Italia.

Nonostante i successi di quegli anni, la Roma è colpita da una crisi finanziaria da cui uscirà grazie alla nuova presidenza che vede a capo della società Evangelisti, cui succederà nel ‘79 Dino Viola. Durante la presidenza Evangelisti arriveranno 3 Coppe Italia e il secondo scudetto vinto nel 1983; 10 anni dopo prende il posto di Viola lo storico presidente, romano e romanista, Franco Sensi che seguendo la scia dell’altro club della capitale, farà della Roma la seconda società italiana ad essere quotata in Borsa.

L’era Sensi continua fino al 2011 nonostante la morte del presidente avvenuta nel 2008, con il passaggio di proprietà nelle mani della figlia Rossella; a sostituire tale presidenza sono due americani: Thomas DiBenedetto prima e James Pallotta poi, quest’ultimo presidente della società fino all’estate dell’anno corrente quando dopo varie trattative ha ceduto la società ad un altro imprenditore statunitense: Dan Friedkin CEO di Gulf States Toyota Distributors.

Sotto la presidenza di Franco Sensi, l’A.S. Roma il 23 maggio del 2000 diventa la seconda squadra a sbarcare a Piazza Affari.

“Il collocamento di 13 milioni di azioni, che corrispondono al 29% del capitale sociale del club detenuto quasi totalmente dal presidente Franco Sensi, ha dato risultati confortanti: richieste 45 milioni di azioni, 3,5 volte il quantitativo offerto”⁸⁰; mentre il prezzo per ogni azione fu fissato a 5,5 euro. Il club incassa così 71,5 milioni di euro, 16,5 utilizzati per ripianare i debiti, i restanti 55 destinati alla società.

La giornata d’esordio in Borsa porta subito ad un +3,25% del valore del titolo che si attesta a 5,96 euro a seguito della vittoria contro la rivale sia in campo che in Borsa, la Lazio, che si ferma ad un +0,98%.

Il massimo del valore per azione è stato raggiunto nel maggio 2001, anno del secondo scudetto del club capitolino, e si assestava a 6,68 euro per azione; il titolo ha poi cominciato a perdere valore e il 31 dicembre del 2002 registra un -78% dalla data della prima quotazione.

Il prezzo di oggi è di circa 0,309 euro per azione mentre il var da inizio anno risulta essere -54.56%⁸¹.

⁷⁹ <https://www.asroma.com/it/club/storia>

⁸⁰ Riccardo Richter 3 febbraio 2016 “Calcio e borsa: le considerazioni su Lazio, Roma e Juventus” langolodelpress.wordpress.com

⁸¹ Dati aggiornati all’11 settembre 2020 milanofinanza.it

2.3. JUVENTUS F.C.

“La Juventus Football Club vede la luce nell’autunno del 1987 per iniziativa di un gruppo di studenti torinesi del Liceo Classico Massimo d’Azeglio, appassionati al gioco inglese del football, in grande espansione anche in Italia.”⁸²

Il debutto in campionato avviene però nel 1900, mentre gli storici colori bianconeri della divisa del club vengono introdotti nel 1903. Il primo titolo arriva nella stagione 1904-1905 con la vittoria del campionato di Serie A, sotto la presidenza dello svizzero Alfred Dick il quale poi a seguito di accese discussioni di spogliatoio lascia la Juventus e si unisce alla Torinese per dare vita al Torino.

Anno molto importante per il club è il 1923 quando la società viene acquisita da Edoardo Agnelli, primo storico membro della famiglia tuttora proprietaria; nonostante vari cambi di presidenza infatti, dal 2010 è in carica Andrea Agnelli, quarto esponente a guidare il club dopo il citato Edoardo, suo figlio Gianni e suo nipote Umberto.

Sotto l’attuale presidenza, il club acquisisce sempre più notorietà grazie alla vittoria di 17 trofei e comprando nel 2018 uno dei migliori giocatori al mondo: Cristiano Ronaldo. Le ottime prestazioni dei bianconeri assieme a una buona campagna acquisti e all’inaugurazione nel 2011 del primo stadio di proprietà in Italia conosciuto come “Juventus Stadium” nel 2011, hanno contribuito a mantenere più o meno stabile il titolo in Borsa del club, il quale ha cercato di seguire l’esempio delle già quotate società inglesi.

La Juventus FC è stata la terza ed ultima, fino ad oggi, squadra italiana ad entrare in Borsa nel dicembre del 2001. Le azioni del club furono collocate ad un prezzo al pubblico di 3,70 euro per azione ed al pubblico italiano fu riservato il 35% delle stesse.

“Il nostro modello” spiega l’allora AD⁸³ Antonio Giraudo, “si ispira a squadre come il Chelsea e il Manchester United, ma noi saremo più innovativi. Il nostro progetto riguarda una diversificazione che permetterà di creare valore non solo sull’evento sportivo. Le nostre due iniziative si distinguono dalle altre società, spesso volatili e troppo legate ai risultati sportivi”⁸⁴. Con la quotazione il club incassa 148,5 milioni di euro divisi così: 63 milioni al club, 80 alla controllante della famiglia Agnelli, IFI, e 5,5, ad Antonio Giraudo, creatore e sostenitore del progetto.

Nonostante l’iniziale entusiasmo e le confortanti parole dell’amministratore delegato bianconero, da quel dicembre 2001 le azioni del club hanno subito un continuo calo raggiungendo anche un prezzo di 0,15 euro ad azione, fino al valore attuale che si aggira intorno a 0,9116 euro per azione, mentre il var da inizio anno risulta pari a -26,897%⁸⁵.

⁸² Fantini Daniele 11 novembre 2019” 1 novembre 1897 nasce la Juventus: dal rosanero alla prima vittoria” eurosport.it

⁸³ Amministratore delegato

⁸⁴ <https://www.vitadaimprenditore.it/juventus-quotata-in-borsa/>

⁸⁵ Dati aggiornati all’11 settembre 2020 milanofinanza.it

3. GLI EVENTI PIÙ SIGNIFICATIVI PER I CLUB E IL RELATIVO ANDAMENTO DEI TITOLI IN BORSA

Le società di calcio quotate in Borsa, come già detto, sono sempre state caratterizzate da un'altissima volatilità: l'andamento del titolo in Borsa dipende molto dai risultati ottenuti sul campo e da vicende, anche esterne, relative ai club.

Di seguito verranno presentati alcuni eventi che hanno inciso, in modo positivo o negativo, sulla performance dei tre club italiani sopracitati.

3.1. CALCIOPOLI

Con il termine 'Calciopoli' ci si riferisce allo scandalo calcistico iniziato nel 2004 a seguito di alcune intercettazioni fatte dalla procura di Torino la quale però archivia il fascicolo.

È infatti la Procura di Napoli a continuare poi le indagini facendo emergere una serie di nomi di dirigenti ed arbitri "al cui vertice venne indicato Luciano Moggi, all'epoca direttore generale della Juventus, in grado di alterare le sorti del campionato in favore della squadra bianconera, ma anche di altre squadre amiche"⁸⁶.

Nel 2006 la stampa rese note alcune intercettazioni inequivocabili che portano alle dimissioni di alcuni maggiori esponenti della FIGC e AIA, nonché diverse figure importanti di club coinvolti fra cui Luciano Moggi, l'AD juventino Antonio Giraudo, nonché Adriano Galliani dirigente del Milan e presidente della Lega Calcio.

Le richieste di accusa presentate il 4 luglio 2006 chiedevano la retrocessione in Serie B della Juventus, Lazio, Milan e Fiorentina rispettivamente con 6, 15, 3 e 15 punti di penalizzazione, più la proposta di radiazione delle principali figure coinvolte, sia arbitri che dirigenti.

La sentenza definitiva però, arrivata il 25 luglio dello stesso anno, riduce le pene richieste: l'unico club ad essere retrocesso fu quello juventino con 9 punti di penalizzazione e a cui vennero tolti gli scudetti vinti nelle due stagioni precedenti (2004-2005 e 2005-2006); per Lazio, Milan e Fiorentina invece, la pena prevedeva 30 punti di penalizzazione per la stagione precedente e rispettivamente 3, 8 e 15 punti di penalizzazione per la stagione in corso.

Ad essere coinvolti furono anche due club di Serie B, la Reggina e l'Arezzo, punite rispettivamente con 11 e 6 punti di penalizzazione.

Per quanto riguarda invece le figure coinvolte nello scandalo, la Cassazione ha fatto calare la maggior parte dei reati pubblicando la sentenza il 24 marzo 2015 dopo sei ore di camera di consiglio.

⁸⁶ Paolo Lauri 23 marzo 2015 "Calciopoli le tappe dello scandalo" la stampa.it

“Dei 36 imputati iniziali (7 arbitri, più Paparesta la cui posizione però venne stralciata subito) il solo De Santis (che aveva rinunciato alla prescrizione) viene condannato ad 1 anno (con pena sospesa). Luciano Moggi e Antonio Giraudo sono prescritti ma non assolti, come Mazzini e Pairetto. Bertini e Dattilo, gli altri due arbitri che non si erano avvalsi della prescrizione, ne escono invece più che puliti: la sentenza di condanna nei loro confronti è stata annullata. In sostanza, Calciopoli penalmente è stato affare di due arbitri: oltre a De Santis, Racalbuto, prescritto in Appello”⁸⁷

Il 25 luglio 2006 erano stati infatti condannati Moggi e Giraudo a 5 anni e venne richiesta la radiazione, l'arbitro De Santis a 4 anni e Innocenzo Mazzini, ex vicepresidente della FIGC a 5 anni e radiazione; condanne riviste poi dalla Cassazione.

Rimane però la decisione del 15 giugno 2011 della Commissione Disciplinare della FIGC che ha deciso per la radiazione a vita da qualsiasi squadra affiliata alla FIGC di Moggi, Giraudo e Mazzini.

Si conclude quindi con una serie di prescrizioni, che evitano altrettante condanne, lo scandalo che nel 2006 sconvolse il mondo del calcio.

3.1.1. CONSEQUENZE DI CALCIOPOLI SUI TITOLI DI JUVENTUS E LAZIO

Lo scandalo appena descritto ha coinvolto due dei tre club quotati in Borsa: a risentirne maggiormente è stato il club bianconero e in misura molto minore quello biancoceleste.

Calciopoli scoppiò a maggio 2006 e non appena si cominciò a parlare di retrocessione in Serie B per la squadra torinese, il titolo crollò: si sfiorò il -20% e si decise di optare per la sospensione del titolo in quanto vi era la concreta possibilità di una drastica riduzione del fatturato.

Secondo Michele Uva, ex dirigente di Parma e Lazio, “nel caso di retrocessione in B la perdita media per una squadra di calcio è del 42%. E la perdita di fatturato di un club di primissimo piano potrebbe arrivare addirittura al 70%. Il che vuol dire che una squadra che fattura 230 milioni di euro, in serie B potrebbe arrivare al massimo ad una sessantina. Sono i costi che la società si porterebbe anche in B, la cosa gravissima sono i contratti pluriennali che non cambiano con la retrocessione”⁸⁸ e che per la Juventus si assestavano intorno ai 127 milioni di euro. Il crollo del fatturato avrebbe portato quindi ad un conseguente crollo del titolo in Borsa.

Nei mesi precedenti e in quelli immediatamente successivi lo scoppio dello scandalo, il titolo dei bianconeri fu caratterizzato da fluttuazioni anomale (figura 1.1) tanto da spingere la Consob ad avviare indagini circa tali movimenti borsistici. Dall'inizio del 2006, fino a prima di Calciopoli, il titolo in Borsa era cresciuto di circa il 67% nonostante uno dei peggiori periodi agonistici per il club dovuto soprattutto a cattive prestazioni sul campo quali l'eliminazione dai quarti di finale di Champions League contro l'Arsenal e lo svantaggio di 13 punti dal Milan. “Un rialzo che ha incuriosito la Consob e che un trader ha motivato per un possibile *delisting*

⁸⁷ Catapano-Piccioni 24 marzo 2015 “La cassazione su Calciopoli: Prescritti Moggi e Giraudo” gazzetta.it

⁸⁸ <https://www.repubblica.it/2006/05/sezioni/economia/juventus-crollo-borsa/juventus-crollo-borsa/juventus-crollo-borsa.html>

(cancellazione dal listino di Borsa, ndr.) del titolo, con conseguente tentativo di portarlo al prezzo dell'IPO, avvenuto nel dicembre del 2001 a 3,7 euro per azione. Ipotesi che è poi stata smentita”⁸⁹

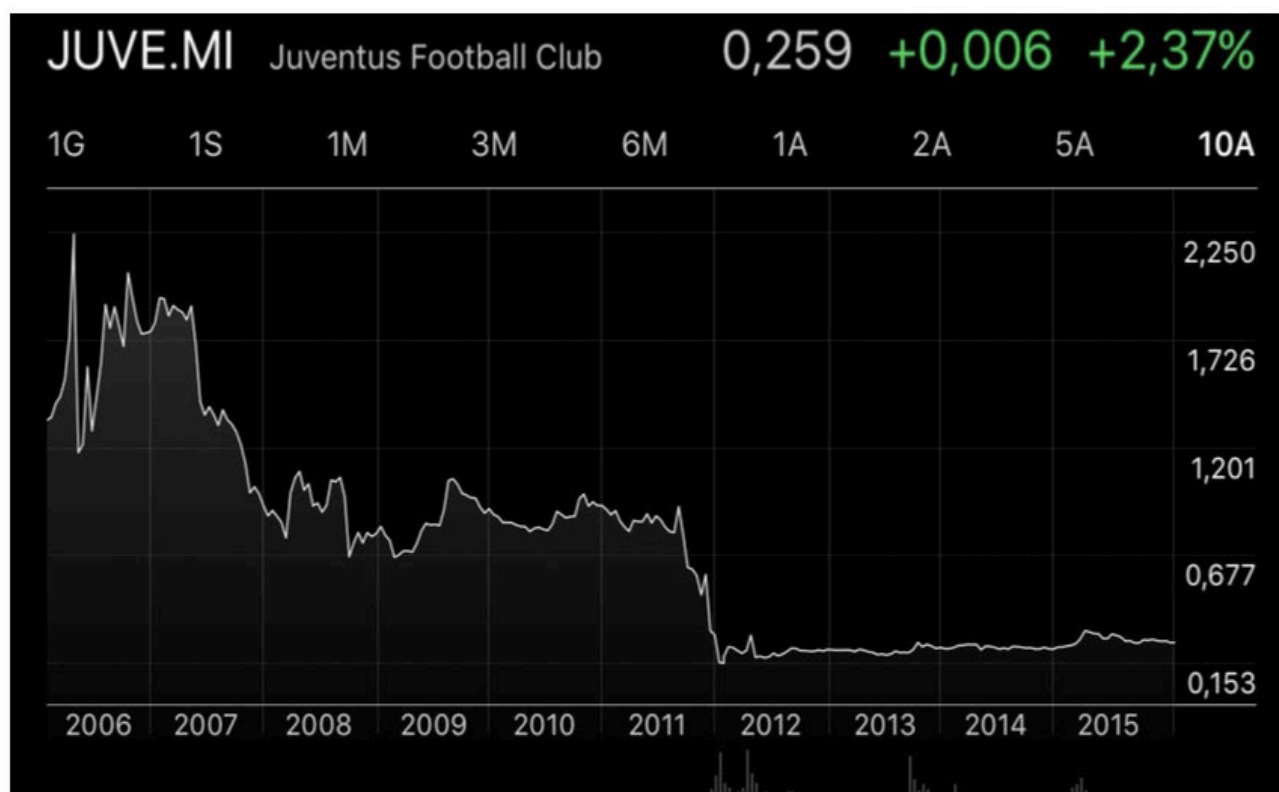


Figura 4.1⁹⁰

Nel 2011 il club quantificò il danno derivante dalle sanzioni subite in circa 400 milioni di euro dovuto a: l'esclusione dalle coppe europee, le ripercussioni negative sul marchio del club e sugli sponsor, le minori plusvalenze realizzate dalla cessione dei calciatori e il ribasso del titolo a Piazza Affari.

Nonostante l'effettivo crollo del fatturato però, la Juventus grazie anche alla risalita in Serie A e all'assestamento della situazione azionaria, riuscì a ripartire e a chiudere nel 2014 il bilancio con 300 milioni di euro di ricavi ed un patrimonio positivo di 42 milioni.

Danni minori invece subiti dal club capitolino il cui titolo nel giorno dello scoppio dello scandalo perde il 16,9% e che non risente della sanzione nemmeno a livello di bilancio, anzi registra un utile di 99.693.224 euro a fronte dei 16.790.826 dell'esercizio precedente come mostrato nella seguente figura.

⁸⁹ Amato Rosaria 15 maggio 2006 "Juventus, in Borsa fino a -20%. Titolo sospeso, crollo degli utili" repubblica.it

⁹⁰ <https://static.nexilia.it/juventibus/2016/02/Screenshot-2016-02-09-09.40.59.png>

Valori in Euro		01/07/2006		01/07/2005	
		30/06/2007		30/06/2006	
RISULTATO OPERATIVO		114.162.680		28.811.813	
Utile (Perdite) imprese controllate e collegate	9	0		0	
Proventi (Oneri) finanziari da partecipazioni	10	(53.306)		(84.573)	
Svalutazioni di partecipazioni			(53.306)		(84.573)
Oneri finanziari netti e differenze cambio	11	(3.965.734)		(4.402.767)	
Utili e perdite su cambi					
a) utili			45.318		4.826
b) perdite			0		0
Totale utili e perdite su cambi			45.318		4.826
Proventi da attività di investimento					
da titoli iscritti nelle immob. che non cost. partec.			0		0
da imprese controllate			124.262		563
da imprese collegate			0		0
da imprese controllanti			0		0
da terzi			197.527		476.031
da compart. ex art. 102 NOIF			0		0
da imprese consociate			0		0
da attualizzazione			1.219.397		0
Totale Proventi da attività di investimento			1.541.186		476.594
Oneri finanziari	8				
verso imprese controllate			(2.057)		(896)
verso imprese controllanti			0		0
verso comparticip.ex art 102 NOIF			0		0
verso terzi			(2.920.091)		(3.144.267)
verso imprese consociate			0		0
da attualizzazione			(2.630.090)		(1.739.024)
Totale oneri finanziari			(5.552.238)		(4.884.187)
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE		110.143.639		24.324.473	
Imposte correnti	12	0		(1.202.178)	
Imposte differite e anticipate	13	(10.450.415)		(6.331.469)	
b) imposte differite			(30.339.349)		536.892
c) imposte anticipate			19.888.933		(6.868.362)
			(10.450.415)		(6.331.470)
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO		99.693.224		16.790.826	

Figura 4.2⁹¹

3.1.2. BILANCIO JUVENTUS

Protagonista della vicenda calcioscommesse, il bilancio della Juventus F.C. a differenza di quello della S.S. Lazio ne ha risentito negativamente; i ricavi in un solo anno sono diminuiti del 25% passando dai 251 milioni di euro della stagione 2005-2006 ai 186,6 milioni della stagione 2006-2007, interrompendo il trend in continua crescita.

⁹¹ Dati presi da ss.lazio.it "progetto di bilancio al 30 giugno 2007"

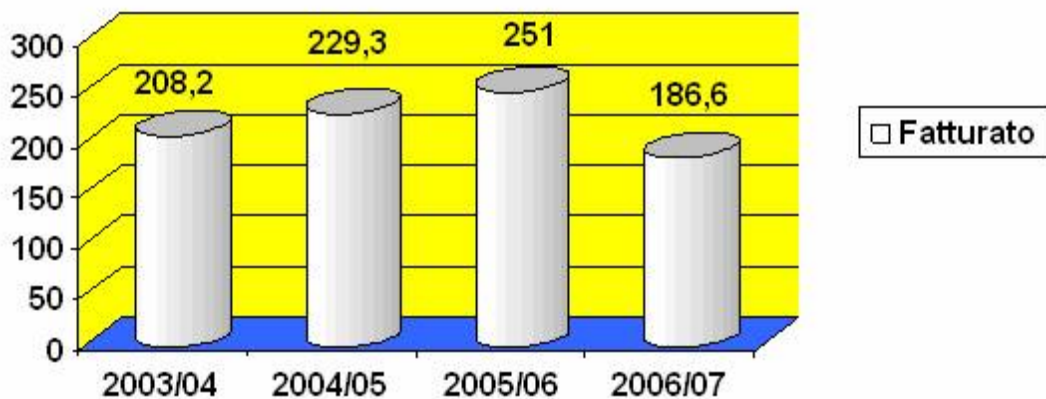


Figura 4.3. ⁹²

Per quanto riguarda invece i ricavi da gare, i diritti radiotelevisivi e proventi media e i ricavi derivanti da sponsorizzazioni e pubblicità, sono tutti in netto ribasso come mostrato dal conto economico approvato il 30 giugno 2007 riportato di seguito.

Con la retrocessione infatti il club non ha partecipato a coppe europee e il colosso Sky ha corrisposto meno soldi per la trasmissione delle partite: l'accordo iniziale che prevedeva 90 milioni di euro per la stagione 2005-2006 e 94,5 per la successiva, è stato modificato per la stagione 2006-2007 ad 80,2 milioni di euro, per una differenza pari a 14,3 milioni di euro.

Per quanto riguarda gli sponsor e i media invece, vi è stata una rinegoziazione al ribasso; la Nike ad esempio, sponsor tecnico, ha modificato l'accordo comportando una riduzione nelle casse bianconere di 4,5 milioni di euro l'anno a partire dalla stagione 2006-2007.

La perdita maggiore è derivata dalla cessazione del contratto di jersey sponsor con Tamoil che ha esercitato la clausola di rescissione del contratto in caso di retrocessione in Serie B, tale sponsorizzazione garantiva circa 24 milioni di euro a stagione al club e avrebbe portato nelle casse dei bianconeri 240 milioni di euro fino al 2015, anno della presunta scadenza del contratto.

Sponsor della società a seguito della cessazione del contratto con l'azienda petrolifera, è stato il Gruppo Fiat che avrebbe garantito 11 milioni di euro a stagione a fronte dei 24 derivanti da Tamoil, contribuendo negativamente sul fatturato.

La diminuzione dei ricavi è stata fronteggiata attraverso una politica di contenimento dei costi, andando da un lato a diminuire gli stipendi, dall'altro i costi di ammortamento dei diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori che grazie al prolungamento dei contratti furono spalmati negli anni successivi.

A dimostrazione di ciò, i costi operativi relativi all'esercizio 2006-2007 risultano essere 147,3 milioni di euro, contro i 204,2 milioni di euro relativi all'esercizio precedente.

⁹² Fonte dei dati www.juventus.com <https://www.sportbusinessmanagement.it/2007/10/e-di-pochi-giorni-fa-la-notizia-del.html>

CONTO ECONOMICO		valori in €	
	Nota	Esercizio 2006/2007	Esercizio 2005/2006*
Ricavi da gare	28	7.743.970	17.508.667
Diritti radiotelevisivi e proventi media	29	92.995.993	127.526.704
Ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità	30	34.497.537	55.399.868
Proventi da gestione diritti calciatori	31	41.531.103	5.714.594
Altri ricavi	32	9.917.241	19.879.251
Totale ricavi		186.685.844	226.029.084
Acquisti di materiali, forniture e altri approvvigionamenti		(3.159.079)	(2.815.281)
Servizi esterni	33	(28.400.285)	(37.228.385)
Personale tesserato	34	(95.018.696)	(127.296.763)
Altro personale	35	(7.872.066)	(8.045.190)
Oneri da gestione diritti calciatori	36	(4.526.139)	(3.111.634)
Altri oneri	37	(8.420.421)	(28.366.496)
Totale costi operativi		(147.396.686)	(206.863.749)
Ammortamenti e svalutazioni diritti calciatori	38	(22.764.546)	(65.919.684)
Altri ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti	39	(10.054.944)	(2.700.467)
Risultato operativo		6.469.668	(49.454.816)
Proventi finanziari	40	2.830.559	1.792.629
Oneri finanziari	41	(5.113.819)	(3.889.059)
Risultato prima delle imposte		4.186.408	(51.551.246)
Imposte correnti	42	(3.848.013)	(6.996.830)
Imposte differite e anticipate	42	(1.265.964)	12.561.856
Risultato netto		(927.569)	(45.986.220)
Risultato netto dell'esercizio per azione base	45	(0,01)	(0,38)
Risultato netto dell'esercizio per azione diluito		**	**

COMMENTO ALLE PRINCIPALI VOCI DEL CONTO ECONOMICO

28. RICAVI DA GARE

I ricavi da gare ammontano a € 7.744 migliaia contro € 17.509 migliaia al 30 giugno 2006. Diminuiscono di € 9.765 migliaia per effetto dell'assenza di ricavi derivanti dalla vendita dei biglietti delle coppe europee (€ -3.596 migliaia), dei minori ricavi da abbonamenti (€ -2.028 migliaia), dei minori ricavi da biglietteria (€ -1.326 migliaia), dei minori ingaggi per altre gare (€ -1.228 migliaia), della minore quota di ricavi da biglietteria riconosciuta dalle squadre ospitanti nelle gare fuori casa (€ -1.112 migliaia) e dei minori ricavi derivanti dalla prevendita biglietti e servizi aggiuntivi gare (€ -475 migliaia). I ricavi da gare hanno risentito della ridotta capienza dello Stadio Olimpico, della politica di riduzione dei prezzi adottata a seguito della retrocessione in Serie B e del minore numero di gare disputate.

Gli abbonamenti sottoscritti per la stagione sportiva 2006/2007 sono stati 12.716 per un incasso lordo di € 3,5 milioni ed un ricavo netto di € 3 milioni, contro i 23.073 sottoscritti nella stagione sportiva 2005/2006 (incasso lordo di € 6,4 milioni e ricavo netto di € 5,5 milioni). I dati sugli incassi includono i servizi aggiuntivi eccetto la prevendita.

29. DIRITTI RADIOTELEVISIVI E PROVENTI MEDIA

I diritti radiotelevisivi e proventi media diminuiscono di € 34.531 migliaia per effetto di:

valori in €/000	Esercizio 2006/2007	Esercizio 2005/2006	Variazioni
Proventi da cessioni diritti media	92.964	108.298	(15.334)
Proventi da U.E.F.A. Champions League	32	19.229	(19.197)
Totale	92.996	127.527	(34.531)

La riduzione dei diritti televisivi e proventi media si origina per effetto della mancata partecipazione alla competizione UEFA Champions League e della rinegoziazione dei contratti con Sky Italia S.r.l. per la corrente stagione sportiva, a seguito della retrocessione in Serie B.

30. RICAVI DA SPONSORIZZAZIONI E PUBBLICITÀ

I ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità ammontano a € 34.498 migliaia contro € 55.400 migliaia al 30 giugno 2006. Si riducono di € 20.902 migliaia per effetto principalmente di minori ricavi da sponsorizzazioni per € 19.070 migliaia e minori proventi da pubblicità e altri ricavi commerciali per € 1.832 migliaia.

Dell'importo di € 34.498 migliaia, € 3.011 migliaia si riferiscono a ricavi derivanti dallo scambio di beni o servizi.

31. PROVENTI DA GESTIONE DIRITTI CALCIATORI

I proventi da gestione diritti calciatori si incrementano di € 35.816 migliaia per effetto delle cessioni effettuate nel corso della Campagna Trasferimenti dell'esercizio. Il dettaglio è il seguente:

valori in €/000	Esercizio 2006/2007	Esercizio 2005/2006	Variazioni
Plusvalenze da cessione diritti calciatori	36.272	4.230	32.042
Plusvalenze da cessione diritti calciatori in compartecipazione	3.577	-	3.577
Ricavi per cessione temporanea diritti calciatori	980	1.485	(505)
Altri ricavi	702	-	702
Totale	41.531	5.715	35.816

Figure 4.4⁹³

Il 14 marzo 2007 poi, su approvazione del Consiglio di Amministrazione, è stato approvato un piano di sviluppo a medio termine definito tenendo conto dei seguenti obiettivi: affermazione della leadership, nuova strategia commerciale volta anche a valorizzare il brand, e la solidità patrimoniale e finanziaria.

Il 20 aprile dello stesso anno invece, l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti ha deliberato l'aumento di capitale di circa 104,8 milioni di euro, incluso sovrapprezzo tramite l'emissione di 80.621.332 azioni da offrire in opzione agli azionisti in ragioni di 2 nuove azioni ogni 3 azioni possedute, proposto dal Consiglio di Amministrazione per sostenere finanziariamente il piano di sviluppo sopra citato. Il prezzo di offerta delle nuove azioni fu fissato a 1,30 euro (di cui 1,20 euro a titolo di sovrapprezzo); questo ha consentito al club presieduto da Andrea Agnelli di tornare a viaggiare in prima linea.

L'aumento del capitale si è concluso con pieno successo con l'integrale sottoscrizione delle azioni ordinarie offerte, per un controvalore complessivo di 104.807.731,60 euro senza che si sia reso necessario l'intervento dei Garanti. Il nuovo capitale sociale risulta essere di 20.155.333,20 euro suddiviso in 201.553.332 azioni ordinarie, da nominale 0,10 euro per azione.⁹⁴

⁹³ "relazioni e bilancio al 30 giugno 2007" www.juventus.com

⁹⁴ Dati presi da www.juventus.com "relazione e bilancio al 30 giugno 2007" p.44-45

3.2. EFFETTO RONALDO

Nell'estate del 2018 voci di mercato parlavano di un trasferimento del pluripremiato talento portoghese Cristiano Ronaldo dal Real Madrid alla Juventus. Nonostante la non ufficialità del passaggio, il titolo del club, già in rialzo dopo la vittoria del settimo scudetto consecutivo, ebbe un incremento del 12% in soli 3 giorni, portando la capitalizzazione da quota 660 milioni di euro a quota 730.

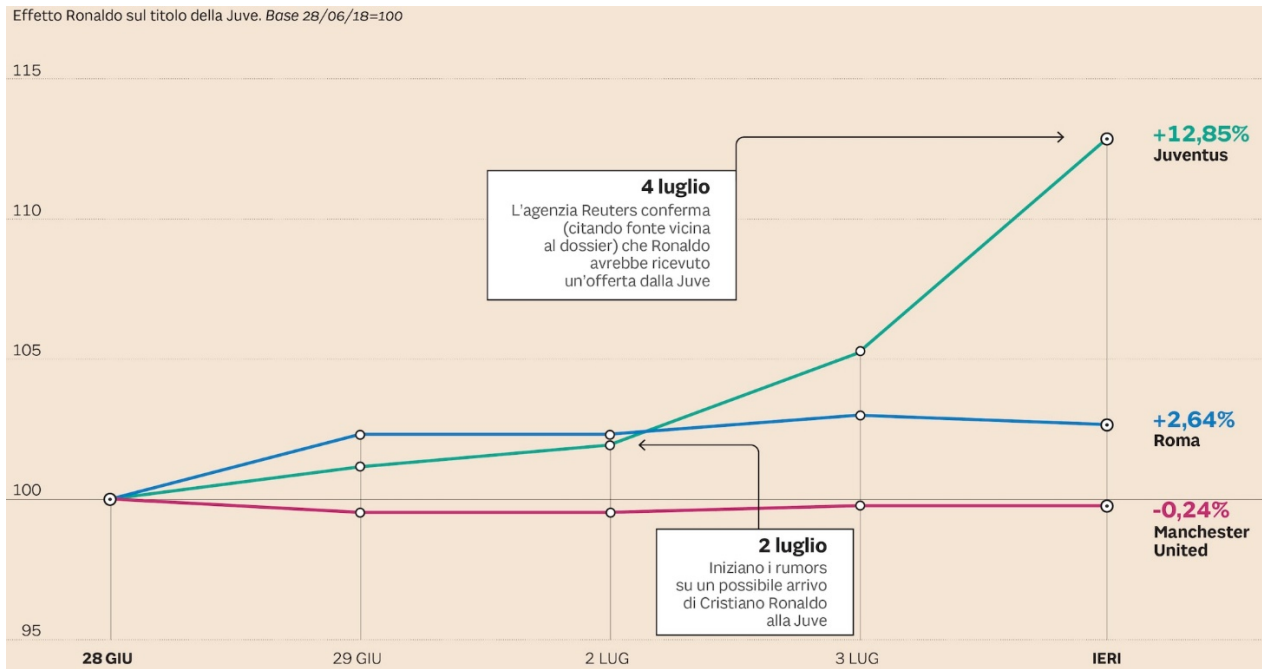


Figura 4.5 ⁹⁵

L'ufficialità del trasferimento arriva il 10 luglio 2018 e nel dicembre dello stesso anno il club di Andrea Agnelli riesce ad entrare nel Ftse Mib⁹⁶ prendendo il posto, assieme ad Amplifon, delle escluse Mediaset e Mediolanum; permanenza però che durerà fino a marzo 2020.

Ad un anno dal passaggio del top player e grazie anche all'ingresso nell'indice italiano più ambito, le azioni del club registrano un incremento del 78%, passando da 0,8515 euro per azione a 1,5170 euro per azione; se si prende in considerazione il periodo subito antecedente l'effettivo trasferimento di Ronaldo, l'incremento risulta essere del 128% con le azioni passate da 0,666 euro a 1,5170 euro.

Vi è stato anche un aumento del 198% del numero delle azioni scambiate passate dall'1,5 miliardi a 4,478 miliardi; i ricavi sono aumentati del 41% nei primi sei mesi del 2018-2019 rispetto all'anno precedente, passando dai 504,7 milioni di euro a 621,5 ed in particolare le entrate relative per il merchandising sono

⁹⁵ Dati presi da ilsole24ore aggiornati al 5 luglio 2018

⁹⁶ Acronimo di Financial Times Stock Exchange Milano Indice di Borsa, è l'Indice che rappresenta un paniere composto dalle 40 società a maggiore capitalizzazione della Borsa di Milano. Rappresenta l'80% della capitalizzazione complessiva e quasi il 90% del controvalore degli scambi totali del listino milanese

aumentate del 63%⁹⁷. Questa crescita è dovuta soprattutto all'arrivo del portoghese il quale però ha inciso anche sui costi sostenuti del club che registra una perdita di 39,9 milioni di euro rispetto alla perdita di 19,2 milioni dell'esercizio precedente.

CONTO ECONOMICO

importi in Euro	Nota	Esercizio 2018/2019	Esercizio 2017/2018	Variazioni
Ricavi da gare	31	70.652.591	56.410.423	14.242.168
Diritti radiotelevisivi e proventi media	32	206.642.858	200.169.142	6.473.716
Ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità	33	108.842.634	86.896.999	21.945.635
Ricavi da vendite di prodotti e licenze	34	44.026.765	27.796.591	16.230.174
Proventi da gestione diritti calciatori	35	157.186.818	102.401.466	54.785.352
Altri ricavi	36	34.104.728	30.995.269	3.109.459
Totale ricavi		621.456.394	504.669.890	116.786.504
Acquisti di materiali, forniture e altri approvvigionamenti	37	(3.733.793)	(3.464.062)	(269.731)
Acquisti di prodotti per la vendita	38	(17.501.352)	(11.469.144)	(6.032.208)
Servizi esterni	39	(81.236.433)	(79.237.236)	(1.999.197)
Personale tesserato	40	(301.334.879)	(233.319.806)	(68.015.073)
Altro personale	41	(26.416.512)	(25.683.238)	(733.274)
Oneri da gestione diritti calciatori	42	(15.521.017)	(20.107.143)	4.586.126
Altri oneri	43	(12.717.676)	(9.979.554)	(2.738.122)
Totale costi operativi		(458.461.662)	(383.260.183)	(75.201.479)
Ammortamenti e svalutazioni diritti calciatori	44	(149.440.966)	(107.954.427)	(41.486.539)
Ammortamenti altre attività materiali e immateriali	45	(11.722.391)	(12.525.527)	803.136
Accantonamenti, svalutazioni e rilasci di fondi	46	(17.160.672)	(2.363.811)	(14.796.861)
Risultato operativo		(15.329.297)	(1.434.058)	(13.895.239)
Proventi finanziari	47	3.429.230	4.260.740	(831.510)
Oneri finanziari	48	(14.496.878)	(11.963.159)	(2.533.719)
Quota di pertinenza del risultato di società collegate e joint venture		(500.891)	(886.073)	385.182
Risultato prima delle imposte		(26.897.835)	(10.022.550)	(16.875.285)
Imposte correnti	49	(11.738.088)	(8.820.346)	(2.917.742)
Imposte differite e anticipate	49	(1.259.871)	(385.923)	(873.948)
Perdita dell'esercizio		(39.895.794)	(19.228.819)	(20.666.975)
Perdita dell'esercizio per azione, base e diluito	50	(0,040)	(0,019)	(0,021)

Figura 4.6⁹⁸

3.3. LA LAZIO E IL SOGNO SCUDETTO

La stagione appena conclusa ha fatto sognare i tifosi biancocelesti. Il club allenato da Simone Inzaghi prima dello stop del campionato causa pandemia, lottava per il primo posto assieme alla Juventus e all'Inter. Il 16 febbraio 2020 si è disputata all'olimpico Lazio-Inter che ha visto uscire trionfante il club capitolino che ha scavalcato i neroazzurri portandosi ad un solo posto dalla Juventus capolista.

La vittoria ha alimentato i sogni scudetto della Lazio e a risentirne positivamente è stato il titolo in Borsa; il 17 febbraio 2020 infatti il club, che aveva chiuso le contrattazioni il giorno prima a 1,794 euro per azione, ha

⁹⁷ Dati presi da calcioefinanza.it del 10 luglio 2019

⁹⁸ Dati presi da juventus.com "relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2019" p.43

aperto a 1,964 euro, toccando un massimo di 2,055 euro, per la prima volta dal 2004, per poi chiudere a 2 euro, guadagnando l'11,48%; dall'inizio dell'anno il titolo ha fatto registrare invece un +32%.

Ad aumentare sono anche le azioni scambiate sul mercato che raggiungono gli oltre 5 milioni contro una media giornaliera di 560 mila azioni relativa all'ultimo mese.⁹⁹

Lazio

1,296 +0,62%

Fase: **Negoziazione Continua** Ultimo Contratto: 11/09/20 9.36.06

PORTAFOGLIO EMAIL ALERT

Dati ritardati 15 min

Scheda Dati Completi Contratti Profilo Società Analisi Tecnica Notizie



Figura 4.7¹⁰⁰

Il trend positivo della Lazio continua anche appena prima della ripresa del campionato post lockdown prevista per il 20 giugno 2020. Il 18 giugno infatti il titolo della Juventus registra un -5,41% chiudendo a 0,938 euro per azione, complice anche la sconfitta in Coppa Italia, mentre quello della Lazio guadagna il 2,27%, toccando un massimo di 1,514 euro per azione e chiudendo a 1,442 euro con un numero di azioni scambiate di 1.187.935 contro una media a 30 giorni di 536.000.¹⁰¹

La Juventus è battezzata nuovamente campione d'Italiana il 26 luglio 2020, nonostante ciò il titolo della squadra biancoceleste ha fatto registrare nell'anno corrente la miglior performance: da agosto 2019 ad agosto 2020 il titolo della Lazio ha guadagnato l'11% contro una perdita del 30% del titolo della Roma e della Juventus, quest'ultima penalizzata dall'eliminazione dalla Champions League; se si considera la performance

⁹⁹ Dati presi da spormediaset.mediaset.it del 17 febbraio 2020

¹⁰⁰ Dati presi da borsaitaliana.it dell'11 settembre 2020

¹⁰¹ Dati presi da sportmediaset.mediaset.it del 18 giugno 2020

a 3 anni è sempre la Lazio a vincere il primato in Borsa registrando un +70% contro il +28% del titolo bianconero e il -23% della rivale romana.¹⁰²

3.4. AS ROMA: L'IMPRESA IN CHAMPIONS E IL RECENTE CAMBIO DI PROPRIETÀ

La stagione 2017-2018 è stata per i giallorossi una delle migliori negli ultimi anni: si è piazzata al terzo posto nel campionato di Serie A e ha sfiorato la finale di Champions League dopo aver battuto ai quarti di finale il Barcellona, nettamente favorita sulla squadra italiana.

Dopo la partita di andata disputata il 4 aprile 2018, i sogni Champions dei giallorossi sembravano essere svaniti causa il 4-1 inflitto dal club spagnolo; il 10 aprile si è disputata la gara di ritorno e contro ogni prognostico, la Roma è riuscita a ribaltare il risultato imponendosi per 3-0.

L'11 aprile il titolo a Piazza Affari ha avuto un'impennata del 18,76% ed inizialmente era stato sospeso per eccesso di rialzo con un vantaggio teorico del 25%: questo grazie ai possibili introiti commerciali che sarebbero potuti arrivare in caso di vittoria del più prestigioso torneo calcistico europeo.

Il trend positivo è continuato fino a prima della semifinale di andata giocata il 24 aprile contro il Liverpool e persa per 5-2, risultato che la Roma non è riuscita a ribaltare il 2 maggio 2018 vincendo 4-2.

L'andamento del titolo di quei giorni è riassunto nella seguente tabella.

06/04/2018	0,4773	189.657
09/04/2018	0,4638	520.949
10/04/2018	0,4667	636.290
11/04/2018	0,5774	12.116.611
12/04/2018	0,5514	4.020.819
13/04/2018	0,5697	4.258.653
16/04/2018	0,5793	1.966.839
17/04/2018	0,5774	979.632
18/04/2018	0,587	1.745.523
19/04/2018	0,5755	955.991
20/04/2018	0,5774	878.291
23/04/2018	0,6207	6.981.198
24/04/2018	0,6197	9.606.554
25/04/2018	0,5582	4.852.178
26/04/2018	0,537	3.560.014

Figura 4.7¹⁰³

Nonostante la mancata impresa, il buon piazzamento nella competizione europea più ambita, ha portato nelle casse del club giallorosso 83,802 milioni di euro, superando anche l'incasso del Liverpool fermo a 81,283

¹⁰² Dati presi da proiezionidiborsa.it del 26 agosto 2020

¹⁰³ Dati storici presi da borse.quifinanza.it A.S. Roma Aprile 2018

milioni di euro: differenza dovuta “a incassi superiori derivanti dalla quota di market pool rispetto alla società inglese (45,209 milioni contro 29,190 milioni)”¹⁰⁴.

Grazie a questi risultati e a plusvalenze derivanti dalla cessione di alcuni giocatori, la società romana che ormai da molti anni chiude il bilancio in negativo, è andata vicina al pareggio di bilancio dell’esercizio chiusosi il 30 giugno 2018.

CONTO ECONOMICO	30/06/2016	30/06/2017	30/06/2018
Ricavi	€ 311.102.000	€ 278.443.000	€ 330.070.790
Diritti TV	€ 153.989.000	€ 114.586.000	€ 163.800.829
Proventi gestione diritti calciatori	€ 91.673.000	€ 103.442.000	€ 73.501.500
Stadio	€ 31.608.000	€ 26.239.000	€ 40.518.499
Attività Commerciali	€ 5.405.000	€ 8.056.000	€ 11.829.962
Sponsorizzazioni	€ 5.064.000	€ 5.397.000	€ 13.911.000
Pubblicitari	€ 10.633.000	€ 10.831.000	€ 14.223.000
Altri ricavi e proventi	€ 12.730.000	€ 9.892.000	€ 12.286.000
Costi	-€ 244.814.000	-€ 234.184.000	-€ 248.327.764
Personale tesserato	-€ 141.831.000	-€ 128.983.000	-€ 133.878.292
Oneri gestione diritti calciatori	-€ 27.506.000	-€ 24.366.000	-€ 29.555.500
Spese per servizi	-€ 43.739.000	-€ 42.464.000	-€ 44.545.156
Acquisti di materie prime e di consumo	-€ 5.349.000	-€ 6.824.000	-€ 8.631.483
Spese per godimento beni di terzi	-€ 8.302.000	-€ 9.793.000	-€ 9.653.000
Altro personale	-€ 13.154.000	-€ 16.043.000	-€ 16.689.834
Oneri diversi di gestione	-€ 4.933.000	-€ 5.711.000	-€ 5.374.500
EBITDA	€ 66.288.000	€ 44.259.000	€ 81.743.025
Amm.to e svalutaz. Diritti calciatori	-€ 46.480.000	-€ 53.444.000	-€ 54.570.000
Amm.to altre attività materiali/immateriali	-€ 1.086.000	-€ 1.530.000	-€ 1.648.900
Svalutazione crediti correnti	-€ 7.015.000	-€ 3.881.000	-€ 3.168.320
Acc.to fondi rischi	-€ 160.000	-€ 200.000	-€ 150.000
EBIT	€ 11.547.000	€ 14.796.000	€ 22.205.805
EBT	-€ 6.750.000	-€ 36.105.000	-€ 1.464.195
Utile/Perdita dell'esercizio	-€ 14.135.000	-€ 42.287.000	-€ 9.715.964

Tabella 1: sintesi risultato di Conto Economico per l'AS Roma al 30/06/2018.

Figura 4.8 ¹⁰⁵

Un altro episodio che ha fatto balzare il titolo della Roma in Borsa risale al 20 novembre 2019 a causa di alcune voci relative al possibile cambio di proprietà dall'americano James Pallotta in favore dell'imprenditore statunitense Dan Friedkin. La notizia ha portato il titolo della Roma a quota 0,562 euro per azione facendo registrare un +11,29% rispetto alla chiusura precedente; ad aumentare sono stati anche i volumi di azioni scambiate, 1,6 milioni quasi equivalente al numero di azioni scambiate nella settimana precedente.¹⁰⁶

L'ufficialità del passaggio di proprietà arriva il 17 agosto 2020; nel comunicato stampa congiunto rilasciato dalle parti lo scorso 7 agosto si legge: “Friedkin Group, Inc. (“TFG”), AS Roma SPV LLC (il “Venditore”) e A.S. Roma S.p.A. (il “Club”) annunciano il perfezionamento, in data odierna, dell'acquisizione, da parte di Romulus and Remus Investments LLC (l'“Acquirente”) – una società costituita ai sensi delle leggi del Delaware e designata da TFG ai fini dell'acquisizione – di 544.468.535 azioni ordinarie del Club, rappresentative di circa l'86,6% del capitale sociale, di cui una partecipazione diretta del 3,3% del capitale sociale del Club e una partecipazione indiretta dell'83,3% detenuta attraverso la società Neep Roma Holding S.p.A. (la “Partecipazione di Maggioranza”), unitamente a taluni ulteriori asset”

¹⁰⁴ “champions 2017-2018, i ricavi dei club: Roma seconda solamente al Real” 25 ottobre 2018 calcioefinanza.it

¹⁰⁵ <https://www.calcioefinanza.it/2018/07/19/bilancio-as-roma-2017-2018-preview-nainggolan-alisson/> dati presi da calcioefinanza.it 19 luglio 2018 “bilancio Roma 2017-18 verso il pareggio, nel 2018-19 la maxi-plusvalenza Alisson”

¹⁰⁶ Dati presi da calcioefinanza.it 20 novembre 2019 “il titolo Roma vola il Borsa, ai massimi dal 2018”

“In particolare, in esecuzione del contratto preliminare sottoscritto in data 5 agosto 2020, il corrispettivo per l’acquisizione della Partecipazione di Maggioranza pagato dall’Acquirente è pari ad Euro 63.414.047, corrispondente ad un prezzo per azione pari a 0,1165 (il “Prezzo per Azione”). In conseguenza del perfezionamento dell’acquisizione della Partecipazione di Maggioranza, l’Acquirente è tenuto a lanciare, ai sensi dell’Articolo 106 del D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 (il “TUF”), un’offerta pubblica di acquisto obbligatoria sulle rimanenti azioni ordinarie del Club, pari a n. 84.413.785 azioni ordinarie, rappresentative di circa il 13,4% del capitale sociale del Club (l’“OPA”). Ciascun azionista aderente all’OPA riceverà un corrispettivo in contanti per ciascuna azione pari al Prezzo per Azione (Euro 0,1165 per azione). Per maggiori informazioni in merito all’OPA, si rimanda alla comunicazione resa ai sensi dell’art. 102, comma 1, del TUF che verrà contestualmente comunicata alla Consob e al Club e messa a disposizione del pubblico in data odierna sul sito internet del Club (www.asroma.com)”¹⁰⁷.

0,1165 euro “è il prezzo dell’Opa residuale sul flottante quotato in Borsa, pari al 13% del capitale. Le azioni della Roma, però, quotano circa il triplo (30,6 centesimi l’ultima chiusura) a Piazza Affari: per questo, allo stato attuale, è prevedibile che l’offerta non andrà a buon fine, visto che per gli azionisti non sarà conveniente aderire all’Opa residuale: il mercato (bastano pochi scambi per far muovere il titolo, visto l’esiguo flottante), evidentemente, giudica troppo «a sconto» l’offerta del texano. Solo se Friedkin riuscirà a salire sopra il 90% del capitale, le azioni verranno tolte dal listino”¹⁰⁸.

Gli azionisti, che non hanno apprezzato il *pricing* offerto, stanno facendo registrare un aumento del titolo in Borsa che ha chiuso a 0,3515 euro il 17 agosto (+14,87% rispetto alla precedente chiusura) e che renderanno difficile, ed improbabile per il momento, il *delisting* di Borsa della società.

3.5. L’IMPATTO DEL CORONAVIRUS SUI TITOLI IN BORSA DEI TRE CLUB ITALIANI

Il 2020 verrà sicuramente ricordato come un anno particolare, complice il Covid-19, virus che ha colpito il mondo intero.

Il 9 marzo 2020 il Presidente del Consiglio italiano Giuseppe Conte, firma il Dpcm per contenere e contrastare la diffusione del virus tramite un lockdown che si protrarrà fino a metà maggio. È in quella stessa occasione che vengono sospese anche le attività e le competizioni sportive di ogni ordine e disciplina, fra cui anche il campionato di calcio di Serie A.

A seguito del decreto, i titoli in Borsa delle tre italiane cominciano a crollare.

Dall’inizio dell’anno fino a marzo, mese del lockdown, si è stimato che il titolo della Juventus ha perso quasi la metà: il crollo comincia il 9 marzo quando il titolo chiude a 0,7018 euro per azione a fronte dei 0,9288 di inizio mese. Il prezzo del titolo continua a scendere andando a chiudere a 0,545 euro per azione il 12 marzo,

¹⁰⁷ Comunicato stampa congiunto “perfezionamento dell’acquisizione della partecipazione di maggioranza in A.S. Roma S.p.a.” www.asroma.it

¹⁰⁸ Michelangelo Borrillo 15 agosto 2020 “Roma, la strana Opa di Friedkin: offerto un terzo del valore di mercato delle azioni” corriere.it

perdita che comporterà il 23 marzo, come già accennato al paragrafo 3.2., la retrocessione delle azioni dal Ftse Mib al Mid cap, indice secondario.

“In denaro la perdita ammonta a 770 milioni di euro, visto che la Juve in borsa capitalizza ormai solo 890 milioni contro gli 1,66 miliardi di inizio 2020.”

DATA	CHIUSURA	VOLUMI
02/03/2020	0,588	1.008.087
03/03/2020	0,585	1.173.349
04/03/2020	0,546	1.510.560
05/03/2020	0,515	1.845.735
06/03/2020	0,58	2.563.168
09/03/2020	0,4605	2.399.005
10/03/2020	0,452	2.945.945
11/03/2020	0,4575	1.551.685
12/03/2020	0,3835	2.723.319
13/03/2020	0,389	5.328.742
16/03/2020	0,347	1.823.112
17/03/2020	0,34	1.302.254
18/03/2020	0,3395	867.215
19/03/2020	0,3435	749.052
20/03/2020	0,364	1.978.541
23/03/2020	0,37	664.111
24/03/2020	0,4	1.598.350
25/03/2020	0,4385	2.775.780
26/03/2020	0,4405	998.198
27/03/2020	0,422	489.403
30/03/2020	0,438	970.083
31/03/2020	0,42	613.511

Figura 4.9 ¹⁰⁹

Per quanto riguarda invece i due club romani, “il titolo della Roma sprofonda del 38%, scendendo a una capitalizzazione inferiore a 270 milioni, perdendo quasi 165 milioni.” Il 9 marzo il titolo chiude a 0,4605 euro per azione contro gli 0,58 euro con cui aveva chiuso la giornata precedente, mentre il 18 marzo scende a 0,3395 euro per azione.

¹⁰⁹ Dati storici presi da borsa.quifinanza.it relativi a Juventus Fc Marzo 2020

DATA	CHIUSURA	VOLUMI
02/03/2020	1,712	1.815.142
03/03/2020	1,76	437.557
04/03/2020	1,666	712.476
05/03/2020	1,586	978.102
06/03/2020	1,48	830.966
09/03/2020	1,232	1.152.231
10/03/2020	1,176	829.680
11/03/2020	1,158	691.240
12/03/2020	0,89	892.518
13/03/2020	0,864	1.544.202
16/03/2020	0,787	663.893
17/03/2020	0,781	717.739
18/03/2020	0,775	695.415
19/03/2020	0,772	839.765
20/03/2020	0,804	798.506
23/03/2020	0,81	584.256
24/03/2020	0,902	737.456
25/03/2020	0,952	1.160.358
26/03/2020	0,947	623.242
27/03/2020	0,9	576.866
30/03/2020	0,934	735.052
31/03/2020	<u>0,945</u>	473.213

Figura 4.10¹¹⁰

Anche il titolo della Lazio, che fino alla sospensione del campionato aveva beneficiato delle ottime prestazioni del club, ne risente negativamente: il 9 marzo chiude a 1,232 euro per azione contro gli 1,48 euro della giornata precedente, mentre la performance peggiore del mese la registra il 19 marzo con il titolo che chiude a 0,772 euro per azione. I biancocelesti non riescono quindi a contenere le perdite “segnando un tondo del 35% pari a 35 milioni in meno di capitalizzazione, con quest’ultima scesa a circa 66 milioni.

Facendo la somma, questi tre club complessivamente hanno perso quest’anno sui 970 milioni, insomma qualcosa come 1 miliardo di euro”.¹¹¹

¹¹⁰ Dati storici presi da borsa.qui.finanza.it relativi a A.S. Roma Marzo 2020

¹¹¹ Giuseppe Timpone 16 marzo 2020 “calcio italiano fermo per coronavirus e in borsa perde 1 miliardo tra Juve, Roma e Lazio” investireoggi.it

DATA	CHIUSURA	VOLUMI
02/03/2020	0,9288	17.147.888
03/03/2020	0,9308	11.139.924
04/03/2020	0,8996	14.712.951
05/03/2020	0,847	25.784.972
06/03/2020	0,8118	16.672.105
09/03/2020	0,7018	20.901.872
10/03/2020	0,6838	19.618.840
11/03/2020	0,6644	25.055.876
12/03/2020	0,545	29.702.322
13/03/2020	0,608	23.516.066
16/03/2020	0,62	21.076.124
17/03/2020	0,6512	20.610.306
18/03/2020	0,6568	12.008.950
19/03/2020	0,6696	14.388.992
20/03/2020	0,714	23.054.252
23/03/2020	0,7144	9.245.234
24/03/2020	0,7524	8.581.650
25/03/2020	0,757	9.721.120
26/03/2020	0,7768	4.929.178
27/03/2020	0,7384	4.654.551
30/03/2020	0,7758	8.065.324
31/03/2020	0,7814	4.339.360

Figura 4.11 ¹¹²

¹¹² Dati storici presi da borsa.qui.finanza.it relativi a S.S. Lazio Marzo 2020

CONCLUSIONI

L'elaborato appena esposto vuole cercare di fornire un quadro delle squadre di calcio che in qualità di vere e proprie società decidono di intraprendere il percorso di quotazione in Borsa.

Investire su questi titoli è però considerato da molti una scommessa, essendo questi caratterizzati da un'alta volatilità, influenzati non solo dai risultati ottenuti e dagli investimenti fatti sul mercato, ma anche da vicende esterne il campo stesso.

I club italiani dal loro ingresso a Piazza Affari non hanno beneficiato come speravano dalla quotazione: nei primi anni la quotazione delle tre società è caratterizzata da un crollo del prezzo azionario che comportò la perdita di diversi milioni di euro, per poi alternare buone prestazioni ad ulteriori cali.

«Poiché trattasi di asset alternativi, l'investimento in azioni delle squadre di calcio - spiega Vincenzo Cagnetta, analista e consulente finanziario indipendente di studio Enca - devono essere inseriti soltanto all'interno di un portafoglio ben diversificato e in percentuali comunque ridotte. Infatti, poiché i destini borsistici dipendono molto dai risultati sul campo di calcio, l'investimento nei club presenta un'elevata volatilità di brevissimo periodo. Nel lungo termine - continua l'analista - il rischio permane in quanto redditività e bilanci dipendono in ogni caso dalle performance sportive per definizione incerte. Senza considerare che i bilanci societari non sono di agevole comprensione tra compravendite di giocatori, plusvalenze e minusvalenze. A questo occorre aggiungere che non tutti i club hanno un potenziale e un'organizzazione commerciale tale da prendere beneficio dei successi sportivi. Chi è dunque interessato a investire nel calcio - conclude Cagnetta - dovrebbe guardare al brand, il quale rappresenta tra i più importanti asset societari. L'importanza del brand vale specialmente in quei settori, come quello del calcio, dove il legame emotivo e la fidelizzazione tra tifoso/cliente e club di appartenenza è decisamente molto importante»¹¹³.

Su esempio del Manchester United, i club italiani avrebbero potuto guadagnare molto di più dalla quotazione in Borsa; il club inglese quotato sul NYSE è ad oggi uno dei più ricchi e più quotati, valutato circa 3 miliardi e 400 milioni di dollari; il titolo, arrivato in Borsa nel 2012, ha avuto una crescita del 35,81% passando da 15,50 a 21,05 sterline. Fra le società della Premier League quotate, la squadra dei *red devils* detiene la capitalizzazione più alta; pur non avendo ottenuto brillanti risultati sul campo la società può contare su una intelligente diversificazione ed una efficace gestione degli introiti ottenuti, che hanno portato ad equilibrio finanziario stabile.

Con il passare degli anni infatti, il legame fra la *'on pitch'* performance e l'andamento in Borsa si è allentato considerevolmente; a diventare sempre più importanti sono un insieme di asset tangibili e intangibili che ne hanno stabilizzato il valore.

Il progressivo allontanamento dei risultati sul campo dall'andamento dei titoli è dimostrato da uno studio condotto dall'European Elite di Kpmg che stima il valore di impresa delle 32 squadre di calcio più importanti d'Europa attraverso una metodologia innovativa, ovvero tramite un algoritmo sviluppato dal Football

¹¹³ Frisone Marcello ilSole24ore 14 marzo 2019 "Juventus, Lazio e Roma: cosa sapere prima di comprare le azioni dei 3 club"

Benchmark team che considera 5 parametri: redditività, popolarità, proprietà dello stadio, diritti di trasmissione tv e potenziale sportivo. I risultati ottenuti nel 2018 vedono in testa alla classifica il Manchester United con un valore di impresa di 3,255 milioni di euro che sorpassa le due big spagnole del Barcellona e Real Madrid che si fermano rispettivamente a 2,783 e 2,920 milioni di euro nonostante migliori risultati ottenuti sul campo rispetto al club inglese.

In conclusione, la scelta del *going public* per un club di calcio seppure rischiosa, può portare ad un aumento considerevole degli introiti nelle casse della società stessa; questo però è possibile solo se questa decisione è accompagnata da un'attenta e studiata strategia di diversificazione.

BIBLIOGRAFIA

Marco Bellinazzo “Goal economy. Come la finanza globale ha trasformato il calcio”, 2015

Anthony Saunders, Marcia Million Cornett, Mario Anolli, Barbara Alemanni “Economia degli intermediari finanziari”, 2015

Jay R. Ritter “The long-run performance of initial public offerings”, 1991

Jason Draho “The Ipo decision: why and how companies go public”, 2005

Pagano and Roell “Why do companies go public? An empirical analysis”, 1998

Stanley G. Eaking, Frederic S. Mishkin “Istituzioni e mercati finanziari” 2019

Alberto Dell’Acqua, Leonardo L. Etro, Emanuele Teti, Michele Murri “IPO Underpricing and aftermarket performance in Italy” 2015

Suman Banerjee, Lili Dai, Keshab Shrestha “Cross-country IPOs: What explains differences in underpricing?” 2011

Stefan Kesenne “The economic theory of professional team sports: an analytical treatment (New horizons in the economics of sport) 2008

SITOGRAFIA

Daniele Tortoriello “Storia delle borse: prime compravendite”

<https://www.soldionline.it/guide/mercati-finanziari/la-storia-delle-borse-valori-nel-mondo>

Cassian Goode “The opportunities and issues for sports teams considering an IPO”, 2014

<https://www.lawinsport.com/topics/item/the-opportunities-and-issues-for-sports-teams-considering-an-ipo?tmpl=component&print=1>

Edoardo Scriè “Introduzione all’IPO-l’offerta pubblica iniziale” 2019

<https://www.startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/introduzione-all-ipo/>

Luca Scialò “IPO: cos’è e come funziona l’offerta pubblica iniziale” 2020

<https://www.webeconomia.it/ipo-cose/16189/>

Francesco Corvino “Quotazione mercati finanziari: cos’è un’IPO?” 2020

<https://www.startupmag.it/cos-e-un-ipo/>

“Quotarsi in Borsa: La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana”

<https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>

“Comunicato stampa: ‘L’integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group crea il principale gruppo borsistico europeo”

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/070623announcementita.pdf>

Deloitte, “Strategies for Going Public,” White Paper, Deloitte M&A Consultative Services, 2010

[https://www.scirp.org/\(S\(351jmbntvnsjtl aadkposzje\)\)/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=755278](https://www.scirp.org/(S(351jmbntvnsjtl aadkposzje))/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=755278)

Dirk G. Baur and Conor McKeating "Do Football Clubs Benefit from Initial Public Offerings?" International Journal of Sport Finance 2011, vol. 6

http://web.archive.org/web/20130525075925/http://econpapers.repec.org/article/jsfintjsf/v_3a6_3ay_3a2011_3ai_3a1_3ap_3a40-59.htm

Giovanni Armanini “Cosa dice la sentenza Bosman, e cosa è cambiato 20 anni dopo”, 2015

<https://www.calcioefinanza.it/2015/12/15/cosa-dice-la-sentenza-bosman/>

“Quali squadre europee sono quotate in borsa?”, 2019

<https://medium.com/@PdC18/quali-squadre-europee-sono-quotate-in-borsa-92c87b2b216e>

Lorenzo Venturi “Calcio e mercato: le società europee quotate in Borsa”, 2018

<https://www.startingfinance.com/approfondimenti/calcio-borsa-le-societa-europee-quotate-sul-mercato/>

Marco Bellinazzo “Calcio e Borsa, un binomio difficile. Ma ora investono i fondi” 2019

<https://www.ilsole24ore.com/art/calcio-e-borsa-un-alleanza-sempre-costante-bilico-ma-ora-investono-fondi-ABj4zrWB>

Francesco Taurino “Le squadre di calcio quotate in Borsa” 2018

<https://www.ilfaronline.it/dal-territorio/le-squadre-calcio-quotate-borsa/>

Anzél Killian “Come fare trading sulle azioni delle società di calcio quotate in borsa”

<https://www.ig.com/it/strategie-di-trading/come-fare-trading-sulle-azioni-delle-societa-di-calcio-quotate-i-191227>

Simone Micocci “Squadre quotate in borsa: chi ha guadagnato di più” 2018

<https://www.money.it/squadre-calcio-quotate-borsa-chi-ha-guadagnato-di-piu>

Matteo Ponciroli “Blog: L’economia del pallone pt.2: Il modello United” 2020

<https://vivoperlei.calciomercato.com/articolo/leconomia-del-pallone-pt2-il-modello-united>

Daniele Traversa “Come funziona il Manchester United, colosso nonostante i fallimenti sportivi” 2016

<https://www.calciofinanza.it/2016/04/12/modello-di-business-manchester-united/>

Anna Micaela Ciarrapico, Stefania Cosci, Paolo Pinzuti “Risultati e performance di borsa nel calcio europeo”
Rivista di diritto ed economia dello sport vol. VI, fasc. 2, 2010

http://www.rdes.it/RDES_2_10_Ciarrapico_Cosci_Pinzuti.pdf

Lucio Mazzei “Gli accordi di TPO (third party ownership) e TPI (third party investment) nel calcio ed il nuovo regolamento FIFA RSTP” 2019

https://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2019-05-14/gli-accordi-tpo-third-party-ownership-e-tpi-third-party-investment-calcio-ed-nuovo-regolamento-fifa-rstp-153058.php?refresh_ce=1

“Tutti i segreti di Doyen Sport” 2015

https://www.corrieredellosport.it/news/calcio/calcio-mercato/2015/05/22-1050624/ecco_che_cos_doyen_sports/

Pippo Russo “Il caso Porto-Doyen e la farsa della Fifa sulle TPO: multe ridicole, tutto regolare” 2019

<https://www.calciomercato.com/news/il-caso-porto-doyen-e-la-farsa-della-fifa-sulle-tpo-multe-ridico-66923>

Marco sacchi “La FIFA multa la Juventus sulla cessione di Benatia” 2020

<https://www.calciofinanza.it/2020/08/12/juventus-multa-benatia-fifa/>

Lucio Mazzei “I Bridge Transfers nel calcio professionistico” 2019

<https://www.studiocataldi.it/articoli/34226-i-bridge-transfers-nel-calcio-professionistico.asp>

Marco Bellinazzo “Per il calcio in Borsa le selezione è darwiniana: premia solo le migliori” 2015

<https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-06-29/per-calcio-borsa-selezione-e-darwiniana-premia-solo-migliori-202508.shtml?uuid=ACl0QoI>

“Regolamento FIFA sullo status e i trasferimenti internazionali dei calciatori” Rivista di diritto ed economia dello sport, Vol. IV, Fasc.1 2008

http://www.rdes.it/RDES_1_08_FIFA_CALCIATORI_08.pd

“Dichiarazione scritta presentata a norma dell’articolo 136 del regolamento sul divieto della proprietà di terze parti sui cartellini dei giocatori nello sport europeo” 2015

<https://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=WDECL&reference=P8-DCL-2015-0066&format=PDF&language=IT>

“Benatia e quella clausola contro la cessione alle big italiane...e al Psg, multa alla Juve” 2020

<https://www.gazzetta.it/Calcio/Serie-A/Juventus/13-08-2020/quella-clausola-contro-cessione-benatia-big-italiane-costata-multa-juve-3801144497254.shtml>

Marco Bellinazzo “Platini e la Uefa chiedono norme Ue per vietare il fenomeno delle Tpo (third party ownership) 2014

<https://marcobellinazzo.blog.ilsole24ore.com/2014/10/21/platini-e-la-uefa-chiedono-norme-ue-per-vietare-il-fenomeno-delle-tpo-third-party-ownership/>

Alberto Lattuada “Third Party Ownership, gli investitori nel calcio hanno i giorni contati” 2014

<https://www.calciofinanza.it/2014/12/20/third-party-ownership-gli-investitori-nel-calcio-hanno-giorni-contati/>

Mario Piroli “TPO nel calcio: cosa sono e perché sono vietate dalla FIFA” 2020

<https://www.sportslex.it/post/tpo-nel-calcio-cosa-sono-e-perché-sono-vietate-dalla-fifa>

“La cassazione su calciopoli: ‘prescritte Moggi e Giraudò’” 2015

<https://www.gazzetta.it/Calcio/23-03-2015/calciopoli-moggi-condanna-annullata-cassazione-il-reato-prescritto-110215040671.shtml>

Paolo Lauri “Calciopoli , le tappe dello scandalo” 2015

<https://www.lastampa.it/sport/calcio/2015/03/23/news/calciopoli-le-tappe-dello-scandalo-1.35286747>

<https://www.sslazio.org/storia/>

<https://www.sport-histoire.fr/it/Sport/Calcio/Squadra/Lazio.php>

Andrea Tommasini “Lazio in Borsa: pioniera nel 1998, l’evoluzione della quotazione fino ad oggi” 2019

<http://www.laziopress.it/2019/02/09/lazio-in-borsa-pioniera-nel-1998-levoluzione-fino-ad-oggi/>

“Lazio: collocamento chiuso, alta a domanda” 1998

http://www1.adnkronos.com/Archivio/AdnAgenzia/1998/04/29/Economia/LAZIO-COLLOCAMENTO-CHIUSO-ALTA-A-DOMANDA_200200.php

“Lazio, 6 maggio nella storia” 1998

http://archiviostorico.gazzetta.it/1998/aprile/21/Lazio_maggio_nella_storia_ga_0_9804214224.shtml

Daniele Fantini “1 Novembre 1897, nasce la Juventus: dal rosanero alla prima vittoria” 2019

https://www.eurosport.it/calcio/serie-a/2018-2019/1-novembre-1897-nasce-la-juventus-dal-rosanero-alla-prima-vittoria_sto6995250/story.shtml

“Calcio e Borsa: le considerazioni su Lazio, Roma e Juventus” 2016

<https://langolodelpress.wordpress.com/2016/02/03/calcio-e-borsa-le-considerazioni-su-lazio-roma-e-juventus/>

<https://www.asroma.com/it/club/storia>

“La Roma vince il derby in Borsa” 2000

<https://www.repubblica.it/online/economia/roma/debutta/debutta.html>

Rosaria Amato “Juventus, in Borsa fino a -20%. Titolo sospeso, crollo degli utili” 2006

<https://www.repubblica.it/2006/05/sezioni/economia/juventus-crollo-borsa/juventus-crollo-borsa/juventus-crollo-borsa.html>

Giuseppe Berardi “Juventus: analisi economico-finanziaria dopo le sentenze della giustizia sportiva” 2007

<https://www.sportbusinessmanagement.it/2007/10/e-di-pochi-giorni-fa-la-notizia-del.html>

“Juve, un anno di CR7: titolo a +128% da luglio 2018” 2019

<https://www.calcioefinanza.it/2019/07/10/juventus-effetto-ronaldo-borsa-ricavi/>

Vito Lops “Effetto Ronaldo sulle azioni Juve: in 3 giorni valore su di 70 milioni” 2018

<https://www.ilsole24ore.com/art/effetto-ronaldo-azioni-juve-3-giorni-valore-di-70-milioni-AE52o8GF>

“La Lazio sogna lo scudetto e vola in Borsa: +11,48%” 2020

https://www.sportmediaset.mediaset.it/calcio/lazio/la-lazio-sogna-lo-scudetto-e-vola-in-borsa-11-48-_14937105-202002a.shtml

“Champions 2017/2018, i ricavi dei club: Roma seconda solamente al Real” 2018

<https://www.calcioefinanza.it/2018/10/25/ricavi-champions-league-2017-2018-roma/>

“il titolo Roma vola in Borsa: ai massimi dal 2018” 2019

<https://www.calcioefinanza.it/2019/11/20/il-titolo-roma-vola-borsa-ai-massimi-dal-2018/#:~:text=Vola%20in%20Borsa%20il%20titolo,capitale%20approvato%20dal%20club%20giallorosso>

“La Roma passa a Friedkin, il nuovo presidente: “impegno totale”. E per l’acquisto crea la società ‘Romulus and Remus’” 2020

https://www.ilmessaggero.it/sport/calcio/roma_friedkin_acquisto_romulus_remus_pallotta_ufficiale_ultima_ora-5409153.html

“Il titolo AS Roma vola in Borsa. Il possibile delisting si allontana come opzione?” 2020

<https://www.sporteconomy.it/il-titolo-as-roma-vola-in-borsa-il-possibile-delisting-si-allontana-come-opzione/>

Marcello Frisone “Juventus, Lazio e Roma: cosa sapere prima di comprare le azioni dei 3 club” 2019
<https://www.ilsole24ore.com/art/juventus-lazio-e-roma-cosa-sapere-prima-acquistare-azioni-tre-club--AByPEfdB>

Giuseppe Timpone “Calcio italiano fermo per Coronavirus e in borsa perde 1 miliardi tra Juve, Roma e Lazio” 2020
<https://www.investireoggi.it/economia/calcio-italiano-fermo-per-coronavirus-e-in-borsa-perde-1-miliardo-tra-juve-roma-e-lazio/>

Andrea Sartori “Football Clubs’ Valuation: the european elite 2018” 2018
<https://home.kpmg/it/it/home/insights/2018/05/football-clubs-valuation-the-european-elite-2018.html>