



Corso di laurea in ECONOMIA & MANAGEMENT

Cattedra: FINANZA AZIENDALE

IL DELISTING NELLE SOCIETA' SPORTIVE

Prof. Gianluca Mattarocci

RELATORE

Matr.254601 – Andrea Mattera

CANDIDATO

Anno Accademico 2022/2023

INDICE

CAPITOLO 1: IL DELISTING

1.1 Introduzione	3
1.2 Definizione	4
1.3 Aspetti positivi e svantaggi del <i>Delisting</i> : le sue cause	8
1.4 Conclusioni	14

CAPITOLO 2: CONTRIBUTO DEL PRIVATE EQUITY NEI CASI DI DELISTING

2.1 Introduzione	18
2.2 Definizione di <i>Private Equity</i>	20
2.3 Gli effetti del <i>Going Dark</i>	25
2.4 Le ragioni del <i>Foreign Delisting</i>	29
2.5 Conclusioni	33

CAPITOLO 3: DELISTING NELLE SOCIETA' CALCISTICHE

3.1 Introduzione	36
3.2 Un quadro delle società calcistiche quotate in Europa	38
3.3 Gli effetti del <i>Delisting</i> sulle società quotate	55
3.4 Le evidenze del mercato Inglese	62
3.5 Le evidenze del mercato Italiano	68
3.6 Conclusioni	78

CONCLUSIONI	82
--------------------	----

BIBLIOGRAFIA	88
---------------------	----

SITOGRAFIA	95
-------------------	----

CAPITOLO 1: IL *DELISTING*

1.1 INTRODUZIONE

Nel linguaggio borsistico, *“il delisting è la cancellazione di un titolo da un listino e il suo definitivo ritiro dalle negoziazioni di borsa”* (Treccani dizionario di Economia e Finanza 2012)

Il delisting è un fenomeno complesso e vario e le ragioni per lasciare un mercato regolamentato possono differire notevolmente. Lo scopo della tesi è approfondire il fenomeno del delisting, comprese le sue diverse forme ed effetti sulle società sportive di calcio, oltre a esaminare le principali prove empiriche in Europa e in Italia.

In Italia, il fenomeno del delisting, noto anche come operazione Public to Private (PtP), è particolarmente rilevante se messo a confronto con i principali paesi europei, sia in termini di numero totale di operazioni delisting che di minor numero di società quotate. Il mercato italiano, possiede caratteristiche di corporate governance della società quotata che lo differenziano notevolmente da altri contesti simili, come l'assetto proprietario e l'elevata presenza di istituzioni finanziarie nel mercato dei capitali.

Il delisting è particolarmente rilevante in tempi di crisi finanziaria e instabilità, come si è visto nella crisi sistemica nei mercati finanziari internazionali dal 2008. (Tutino, Panetta e Laghi, 2013)

Nel capitolo, verrà definito il delisting, e saranno valutati i pro e i contro della scelta di quotarsi su un mercato regolamentato rispetto ai benefici e ai rischi del delisting. Nella prima parte si procederà all'analisi di alcune caratteristiche del fenomeno in questione, al fine analizzare il concetto e delineare i suoi aspetti positivi e negativi.

1.2 DEFINIZIONE

Il delisting è un termine che si riferisce alla cancellazione di un titolo azionario dalla lista dei titoli scambiati, il che significa che il titolo non verrà più negoziato tramite le procedure e le regole stabilite dalla borsa. Il termine deriva da "listing", che rappresenta l'opposto esatto, ossia la possibilità del titolo di un'impresa di essere quotato in borsa, cosa che necessita che l'azienda abbia una serie di caratteristiche di affidabilità e soddisfi determinati oneri particolarmente indicati dalla norma interna del mercato stesso. (Croci e Del Giudice, 2014)

Con il delisting, la compagnia esce dal mercato azionario e perde il valore di mercato che aveva maturato in precedenza. In più, non si possono scambiare le sue azioni in quel mercato. Il delisting è un fenomeno complesso e fortemente differenziato: il termine della quotazione può essere collegato a una vasta gamma di circostanze e operazioni, ognuna delle quali possiede dinamiche specifiche e particolari in merito ai soggetti interessati, alle motivazioni, alle soluzioni tecniche utilizzate, e la loro combinazione causa effetti differenti sull'economia

dell'azienda delistata e sulle relazioni con gli stakeholder.
(Zingales, Pagano e Panetta, 1998)

Nella finanza si usano espressioni come "public-to-private transaction" "going private", "going dark" per individuare particolari operazioni che sono comprese nella categoria più ampia di delisting.

In ogni mercato finanziario esistono soggetti indipendenti, come l'autorità di vigilanza o la società di gestione del mercato, che controllano le condizioni di quotazione e possono sospendere la negoziazione dei titoli o escludere definitivamente la società dal listino in caso di inadempienze o violazioni gravi e ripetute. Questo si chiama delisting involontario e si verifica quando la borsa revoca la quotazione del titolo, soprattutto nei mercati anglosassoni che hanno regole rigide in materia di standard di quotazione e obblighi per le "*listed company*". Di solito, le società che subiscono il delisting involontario hanno performance finanziarie negative e in declino, e spesso sono di dimensioni ridotte e con bassa capitalizzazione.

Al contrario, il delisting volontario avviene quando l'impresa decide di uscire dal sistema di contrattazione pubblica. Questa situazione è più comune nei mercati borsistici dell'Europa continentale, dove le normative di quotazione sono meno severe e possono essere presenti problemi strutturali che rendono difficile per le società avere successo in borsa. Le società che decidono di fare il delisting volontario spesso hanno bassi livelli di profittabilità e non riescono ad attirare un numero significativo di investitori e analisti. Quando gli investitori

esistenti o controllanti, come fondi di private equity, proprietari familiari o proprietari storici, decidono di diventare privati attraverso l'acquisto di tutte le azioni della società, il delisting volontario viene definito con l'acronimo *BOSO*, ovvero *Buy out Offer with Squeeze Out* (Ventoruzzo, 2010).

Esistono due tipi di *BOSO* (Martinez e Serve 2011): il primo è lo *squeeze out*, che avviene subito dopo l'acquisizione da parte dei nuovi proprietari mentre il secondo si manifesta quando l'azionista storico, aumenta il suo controllo al fine di avere più potere e rimuovere gli investitori di minoranza.

Per comprendere al meglio ciò che concerne il delisting bisognerebbe fare inoltre un approfondimento legato alla quotazione di una determinata società.

La quotazione rappresenta una scelta strategica di grande importanza per il futuro dell'impresa, poiché comporta una modifica della struttura proprietaria, del management e degli stakeholder. Di conseguenza, il "going public process" è una fase delicata nello sviluppo di una società.

L'"Initial Public Offering" (IPO) è lo strumento attraverso il quale una società può ottenere che i propri titoli vengano diffusi tra il pubblico, necessaria per la quotazione sui mercati regolamentati. Con l'IPO, la società offre azioni agli investitori come parte del processo che culmina con la quotazione dell'emittente sui mercati. L'IPO è un'operazione complessa che coinvolge molteplici soggetti e necessita un lungo periodo di tempo, solitamente dai sei ai dodici mesi. La definizione del prezzo di collocamento

è una fase delicata dell'intera operazione, poiché include soggetti con interessi differenti e accade in situazioni di informazione parziale. Durante i primi momenti di negoziazione, il mercato presenta quotazioni che possono essere congruenti o divergenti rispetto al prezzo di collocamento stabilito. Se le quotazioni sono superiori al prezzo di collocamento, ciò viene definito "underpricing", mentre se sono inferiori si parla di "overpricing".

In sintesi, si dovrebbe strutturare il processo di pricing in maniera da presentare un minimo underpricing per premiare chi ha investito e sottoscritto le azioni sul mercato primario e si è assunto rischi maggiori, invece di aspettare le negoziazioni sul mercato secondario.

In generale, vi sono vantaggi limitati o mancati, rischi e costi comuni a tutte le IPO e processi di quotazione, indipendentemente dalle dimensioni dell'impresa. La procedura di quotazione comporta cospicui costi sia durante la fase di preparazione che dopo la quotazione. I costi possono essere diretti o indiretti. La quotazione rende la società oggetto di valutazione continua da parte della comunità finanziaria, e il prezzo delle azioni è influenzato dai piani industriali presentati dal management. Questo può portare ad alcune scelte economiche di breve termine che non sono coerenti con lo sviluppo a medio e lungo termine.

Infine, la trasparenza e l'obbligo di revisione legale dei conti eliminano molti dei rischi legati ad attività contabili e fiscali poco trasparenti da parte dell'impresa, ma comportano anche un forte aggravio di costi per l'azienda.

Il paragrafo successivo esamina i motivi che spingono una società al “*going private*”, nonché il trade-off tra vantaggi e svantaggi associati al delisting.

1.3 ASPETTI POSITIVI E SVANTAGGI DEL DELISTING: LE SUE CAUSE

Il delisting sta diventando una pratica sempre più diffusa a livello mondiale e in particolare nel mercato italiano. È quindi interessante esplorare i benefici e i costi di tale opzione.

Nel corso degli anni, gli esperti hanno proposto diverse teorie. Gli elevati costi di compliance sono comunemente citati come la ragione principale del delisting (Martinez e Serve, 2017). Come osservato da De Angelo (1984) infatti i costi associati al mantenimento di una società quotata in borsa sono elevati, e quindi il delisting può essere una strategia per risparmiare denaro.

In termini di struttura proprietaria dell'impresa, il delisting può ridurre i conflitti che sorgono tra il management e gli azionisti, i cosiddetti costi di agenzia, in quanto la proprietà e il controllo possono essere trasferiti alla stessa entità (Jensen, 1986).

Inoltre, il delisting consente di ottenere una maggiore efficienza. I risparmi sui costi significano, in termini economici, un maggiore flusso di cassa libero, che aumenta la disponibilità delle imprese. Di conseguenza, le strategie di investimento e di crescita possono essere attuate più facilmente. Un'altra ragione per incoraggiare

l'opzione della privatizzazione è legata al deprezzamento del capitale proprio (Bharath e Dittmar, 2010).

Pensando invece alle aziende pubbliche, il vantaggio della quotazione è la possibilità di ampliare il bacino di investitori (Merton, 1987) e quindi di poter finanziare tutte le strategie di sviluppo dell'azienda attraverso il mercato azionario. Un altro importante vantaggio è la maggiore liquidità delle transazioni in borsa. Infatti, quando le imprese operano a livello nazionale o internazionale, la loro visibilità aumenta e questa reputazione consente loro di avere una gamma più ampia di relazioni con clienti, investitori o banche (Rajan, 1992). Di conseguenza, il potere negoziale di un'impresa può aumentare insieme alla sua visibilità economica. È stato dimostrato che la quotazione viene generalmente effettuata quando i rischi associati all'impresa sono percepiti come elevati. Questo perché consente di diversificare il rischio e di ridurre le partecipazioni degli azionisti (Pagano, 1993).

Se consideriamo le imprese non quotate, tutti questi vantaggi si trasformano chiaramente in svantaggi.

Quando un azionista di controllo dispone di informazioni più complete riguardo al rendimento atteso delle attività di un'azienda, la quotazione in borsa diventa attraente in quanto permette una condivisione più efficiente del rischio con gli investitori pubblici. Questi ultimi eliminano il rischio idiosincratice mantenendo portafogli ben diversificati. Al contrario, un'impresa preferisce il delisting quando il rischio idiosincratice è basso e la quotazione in borsa non offre un vantaggio in termini di

condivisione del rischio. In tal caso, la gestione privata sarebbe più conveniente per l'impresa (Shah e Thakor, 1988).

In secondo luogo, è stata esaminata la diminuzione dei benefici di quotazione in termini di riduzione della visibilità finanziaria (Mehran e Peristiani, 2010). Si presume che gli analisti di mercato possano influenzare un'azienda in diverse modalità e pertanto si ipotizza una correlazione negativa tra il grado di visibilità finanziaria e la decisione di passare alla gestione privata. Di conseguenza, le aziende con una riduzione della copertura degli analisti, della proprietà istituzionale e del fatturato presentavano maggiori probabilità di diventare private.

Diversi autori hanno investigato la diminuzione della liquidità delle azioni in borsa e la conseguente probabilità di diventare una società privata. I principali risultati evidenziano che, in quanto la liquidità degli scambi azionari costituisce un vantaggio primario della quotazione in borsa, se questo beneficio si deteriora, l'azienda avrà maggiori probabilità di passare alla gestione privata.

Un secondo gruppo di autori ha focalizzato la propria attenzione sugli incentivi all'operazione di delisting.

In particolare, nei paesi anglosassoni, dove si presenta il dilemma centrale su come indurre i manager ad agire nell'interesse degli azionisti (Jensen, 1986), sono state testate due ipotesi principali per fornire possibili spiegazioni per una operazione di delisting attraverso un LBO, che è il metodo primario di delisting negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Il *leveraged buy-out* è un'operazione finanziaria che consente di acquisire una società, denominata target, attraverso il suo indebitamento. Per fare ciò, si crea una nuova società che acquista le azioni della società target utilizzando denaro preso in prestito dalle banche. In questo modo, l'acquisizione societaria richiede meno tempo e meno investimenti rispetto al metodo tradizionale. L'uso del *leveraged buy-out* permette di acquistare una società a un prezzo inferiore rispetto al suo valore di mercato. Per portare a termine l'operazione, si utilizza lo strumento finanziario noto come leva finanziaria, che consiste nell'acquisizione di una società attraverso il finanziamento da terzi, con la condizione che il compratore abbia una partecipazione limitata, ossia una somma di denaro specifica e concordata in precedenza.

Le ipotesi principali per spiegare le operazioni di delisting attraverso un LBO sono due.

La prima ipotesi, chiamata "ipotesi del flusso di cassa libero", suggerisce che l'uso di una leva finanziaria elevata associata a un LBO possa ridurre lo spreco di flusso di cassa libero da parte dei gestori, poiché è necessario un maggiore flusso di cassa per rimborsare il debito.

Il beneficio fiscale correlato all'elevata leva finanziaria viene presentato infatti in diversi studi come un fattore determinante nella scelta di diventare privati tramite un LBO (Renneboog, Simons e Wright 2007).

In aggiunta, le azioni dei manager sono influenzate dalla presenza di un livello di leva finanziaria. Quando il livello di indebitamento della società è basso, può risultare

vantaggioso per motivi economici diventare una società privata, poiché l'operazione può essere finanziata facilmente con nuovi debiti.

Tuttavia, è importante considerare che un elevato livello di debito potrebbe incentivare i manager a sostituire le attività a basso rischio con attività ad alto rischio (Renneboog, Simons e Wright 2007)

La seconda ipotesi, chiamata "ipotesi del riallineamento degli incentivi", suggerisce che il delisting, che comporta una maggiore concentrazione del capitale sociale grazie al riacquisto di azioni, possa aumentare la ricchezza degli azionisti e fornire ricompense ai gestori, inducendoli ad agire in modo coerente con gli interessi degli investitori. (Kaplan, 1989).

Il riallineamento degli incentivi è quindi una motivazione per le operazioni di delisting, soprattutto per quelle aziende che sentono fortemente la necessità di riunire proprietà e controllo con l'obiettivo di riallineare gli incentivi di azionisti e manager. In tal senso, assumono una rilevanza fondamentale quest'ultimi, i quali sono in grado di valutare meglio di chiunque altro il valore effettivo dell'azienda. Infatti, essi hanno informazioni approfondite sulle opzioni strategiche dell'azienda e sul suo potenziale valore. Ciò implica che se l'impresa viene sottostimata dai mercati finanziari, i manager potrebbero decidere di procedere con il delisting per poter sviluppare il potenziale dell'impresa con maggiore libertà e creare ulteriore valore per gli azionisti una volta che l'impresa diventa privata.

Vi sono poi ulteriori cause che spingono alle operazioni di delisting tra cui quella finanziaria, manageriale, strategica e di influenza del mercato pubblico (Geranio, 2004).

La causa finanziaria fa riferimento a quando l'acquirente desidera ottenere il controllo della società per un periodo limitato, generalmente da 5 a 10 anni, e successivamente rivende le azioni a un altro investitore o al mercato pubblico. Manageriale si riferisce al momento in cui i dirigenti della società pubblica decidono di acquistare la società per divergenze di opinioni con gli azionisti attuali. Un esempio in tal senso può essere rappresentato dalle politiche di reinvestimento degli utili, che sono più facilmente comprensibili dagli investitori delle società private.

Strategica, quando l'obiettivo principale dell'operazione di delisting è quello di ottenere sinergie dalla fusione dell'azienda pubblica target con una società privata. Infine quella di influenza del mercato pubblico, come possiamo intuire dalla parola stessa, è quando l'azionista di controllo cerca di evitare l'influenza del mercato pubblico sulla società. Secondo Geranio (2004) infatti, gli azionisti delle società pubbliche che stanno avendo buone performance, si aspettano di ricevere costantemente dividendi, il che richiede maggiori liquidità rispetto alle società private. Questo può rendere gli investitori delle società pubbliche meno pazienti di quelli delle società private e portarli a concentrarsi su obiettivi a breve termine. Diventare privati può risolvere questa situazione, consentendo all'azienda di mantenere la liquidità e finanziare la crescita, senza la

pressione di dover pagare costantemente i dividendi. Sempre, Geranio (2004) sostiene che le strategie di crescita e le ristrutturazioni aziendali spesso comportano una diminuzione dei profitti a breve termine. Ciò potrebbe non essere apprezzato dai mercati finanziari pubblici, il che potrebbe portare a una diminuzione del valore delle azioni. Diventare una società privata consentirebbe all'azienda di pianificare e attuare azioni di crescita e ristrutturazioni senza dover rendere conto dell'influenza del mercato pubblico sulla società.

In aggiunta, diventare una società privata può essere una causa e una strategia per proteggere l'azienda dagli acquirenti ostili, come ha osservato Lowenstein (1985). In questo caso, i manager potrebbero decidere di delistare l'azienda per evitare acquisizioni ostili e proteggere i posti di lavoro dei dipendenti. Questo concetto è stato dimostrato empiricamente da Lehn e Poulsen (1989), Kieschnick (1998) e Halpern, Kieschnick e Rotenberg (1999).

Le società con un basso livello di controllo manageriale di solito diventano private a causa di un'acquisizione ostile, mentre le società con un alto livello di controllo manageriale spesso scelgono di diventare private volontariamente. (Renneboog, Simons e Wright, 2007)

1.4 CONCLUSIONI

Le motivazioni che inducono le società al delisting cambiano da Europa continentale, Stati Uniti e Inghilterra.

Il passaggio al privato, come abbiamo constatato precedentemente, risulta generalmente finanziato con una quantità significativa di debito che crea un notevole scudo fiscale aggiuntivo, cioè la possibilità che gli interessi vengano dedotti.

Si è dimostrato che, negli USA, le società potrebbero, in una certa misura, ottenere benefici fiscali dal passaggio alla privatizzazione (Kaplan, 1989). Come nota (Renneboog, Simons e Wright, 2007) anche se le imprese che diventano private hanno benefici fiscali più elevati, ciò non significa che il beneficio fiscale rappresenti la ragione più importante per il delisting.

In Italia invece, le società quotate e le società private sono soggette alla stessa legge fiscale e non vi è alcun vantaggio fiscale nell'essere private. Forse le società private potrebbero attuare politiche fiscali più aggressive a causa delle loro minori esigenze di trasparenza.

Anche l'ipotesi del beneficio dello scudo fiscale sembra non essere coerente perché le società target di un LBO in Italia di solito non diventano private. Le società ad alta leva finanziaria preferiscono rimanere pubbliche per avere un accesso più facile al mercato azionario.

Ulteriore differenza è nella diversa composizione del capitale sociale.

Le società pubbliche statunitensi e britanniche hanno molti azionisti che generalmente possiedono piccole porzioni di capitale. Ciò porta a uno scarso interesse per il monitoraggio della gestione (Jensen e Meckling, 1976). In tali casi le operazioni di delisting consentono una struttura

proprietaria più concentrata e quindi un maggiore interesse nel controllo delle attività di gestione.

Al contrario, la struttura proprietaria della maggior parte delle società dell'Europa continentale è caratterizzata da un grande azionista dominante che esercita un controllo significativo (Faccio e Lang, 2002). Per questo motivo le motivazioni di riallineamento degli incentivi e di monitoraggio del management potrebbero essere più deboli, soprattutto per l'Italia dove gli azionisti dominanti spesso superano il 50%. Inoltre sempre in Italia, vi è una problematica evidenziata da Geranio e Franzosi (2007) che ha scoperto che alcune aziende decidono di diventare pubbliche o private senza avere una chiara prospettiva a lungo termine. Di conseguenza questo li porta a decidere di quotarsi in borsa quando i mercati pubblici sono in tendenza positiva e di privatizzarsi nel momento in cui i prezzi di mercato diminuiscono.

In confronto alle dimensioni dell'economia italiana, il mercato azionario del nostro paese è relativamente piccolo. Ciò che risulta però decisamente sorprendente è la grande dimensione che un'azienda italiana deve raggiungere prima di considerare la quotazione in borsa, mentre negli USA accade il contrario. In un articolo del "The Economist" (1997) sono individuati due possibili ostacoli: la mancanza di investitori istituzionali specializzati nel venture capital e la mancanza di un mercato azionario liquido dedicato alle piccole imprese. Un'ipotesi plausibile è che le aziende italiane richiedano un maggiore capitale per diventare pubbliche.

Un'altra possibile spiegazione di questa scoperta riguarda un costo fisso spesso trascurato associato alla quotazione, ovvero i costi impliciti della maggiore esposizione alle autorità fiscali e legali. Come riportato dal Financial Times (1994), "In Italia è noto che la maggior parte delle aziende tenga due serie di libri contabili ed inoltre l'evasione fiscale è diffusa". Al momento della quotazione, una società deve avere i propri conti certificati da un ente esterno, il che aumenta il costo di mantenere un sistema contabile parallelo. Le piccole imprese indipendenti potrebbero quindi trovare proibitivo questo onere e optare per non attingere ai mercati azionari pubblici.

CAPITOLO 2: CONTRIBUTO DEL PRIVATE EQUITY NEI CASI DI DELISTING

2.1 INTRODUZIONE

Il Private Equity è una attività finanziaria che coinvolge l'acquisto, la gestione e la vendita di partecipazioni in imprese non quotate in borsa. Si vedrà quindi, che l'obiettivo principale del private equity è di generare un rendimento superiore rispetto agli investimenti tradizionali, attraverso la creazione di valore per l'impresa obiettivo. Questo viene realizzato tramite alcune attività, tra cui la riorganizzazione aziendale, la ristrutturazione del debito, l'acquisizione di nuovi clienti e la riduzione dei costi operativi. Inoltre, il private equity può aiutare le imprese ad accedere a nuove fonti di finanziamento, come prestiti bancari o obbligazioni, che possono essere utilizzati per finanziare progetti di crescita e sviluppo. In sintesi, il private equity rappresenta un'opzione di investimento attraente per gli investitori istituzionali che cercano di diversificare il proprio portafoglio e generare un rendimento superiore rispetto agli investimenti tradizionali. Allo stesso tempo, può fornire un'opportunità per le imprese obiettivo di accedere a nuove fonti di finanziamento e di realizzare il proprio potenziale di crescita e sviluppo.

Nel secondo paragrafo l'attenzione si soffermerà sul processo di cancellazione volontaria delle azioni: "going dark" si riferisce al processo di de-registrazione dei titoli di una società ai sensi del Securities Exchange Act del

1934. Ciò significa che le azioni della società non saranno più quotate in una borsa pubblica, anche se i titoli continuano ad essere scambiati nei mercati over-the-counter (OTC) e non sarà più necessario presentare relazioni periodiche alla Securities and Exchange Commission (SEC). Le aziende possono scegliere di “going dark” per molteplici motivi, ad esempio per ridurre i costi associati agli obblighi di conformità e segnalazione, per mantenere la privacy e riservatezza o per ottenere un maggiore controllo sulle loro operazioni senza il controllo degli azionisti pubblici. Di conseguenza, le aziende che prendono in considerazione la possibilità di going dark, dovrebbero valutare attentamente i potenziali vantaggi e svantaggi del delisting e della cancellazione dall'elenco e dovrebbero consultare consulenti legali e finanziari per garantire che il processo sia eseguito correttamente e in conformità con le normative applicabili.

In ultimo la trattazione si concentrerà sulle ragioni del Foreign Delisting. Le ragioni per cui una società potrebbe optare per il Foreign Delisting possono variare a seconda della situazione specifica della società e dei mercati in cui è quotata. Il termine "Foreign Delisting" si riferisce alla decisione di una società di rimuovere la propria quotazione da un mercato di borsa straniero. Esistono diverse ragioni per cui una società potrebbe optare per questa mossa, tra cui ridurre i costi. Le società che hanno una doppia quotazione su diversi mercati di borsa devono pagare commissioni e tariffe aggiuntive per mantenere la loro presenza su tali mercati. La rimozione della quotazione su

un mercato estero può ridurre i costi complessivi della società. Inoltre in alcuni casi, le azioni di una società quotate su un mercato estero potrebbero avere una bassa liquidità, il che significa che c'è poco interesse da parte degli investitori a comprarle e venderle. Questo può rendere difficile per la società ottenere un prezzo equo per le proprie azioni. La rimozione della quotazione può aiutare a migliorare la liquidità delle azioni della società sui mercati rimanenti. Infine in altri casi, le società potrebbero essere costrette a rimuovere la loro quotazione su un mercato estero a causa di problemi di regolamentazione. Ad esempio, potrebbero esserci requisiti di divulgazione più rigorosi o restrizioni sulle attività delle società straniere su determinati mercati. In altre situazioni invece, alcune società possono decidere di concentrarsi sulle attività in determinati mercati geografici, e la rimozione della quotazione da un mercato estero può riflettere questa decisione strategica.

2.2 DEFINIZIONE DI PRIVATE EQUITY

Il private equity è un'attività finanziaria nella quale gli investitori istituzionali investono nel capitale di rischio di un'impresa target al fine di aumentarne il valore. Negli ultimi anni, il termine private equity è diventato molto comune e occupa una posizione importante nelle società che generalmente non hanno bisogno di raccogliere fondi da banche o altre istituzioni finanziarie.

Si può utilizzare il capitale di rischio per lo sviluppo di nuovi prodotti o tecnologie, raccogliere capitale circolante,

acquisire società o consolidare i bilanci aziendali. Il private equity può anche essere utilizzato per risolvere problemi di proprietà e di gestione e alla possibilità di creare un elevato capital gain in sede di dismissione ed acquisizioni mediante buyout, di aziende familiari o di manager in possesso di una competenza professionale specifica (Chapman, 1992).

Queste attività di investimento assumono connotazioni diverse a seconda dei paesi di riferimento. Negli Stati Uniti tale forma di intervento è suddivisa in due categorie distinte, venture capital e private equity. La prima riguarda gli investimenti effettuati nelle fasi di avvio e di sviluppo iniziale di un'impresa mentre la seconda interessa imprese mature.

In Europa, invece, il venture capital è considerata come una parte del private equity, in particolare un investimento che si focalizza sulle start up mentre il primo è un'attività di investimento su lungo periodo in qualsiasi tipo di azienda per renderle più redditizie.

In Italia, la distinzione tra venture capital e private equity è caratterizzata dall'esistenza di una distinzione strettamente legata alla fase di vita dell'impresa.

L'Associazione Italiana Private Equity e Venture Capital (AIFI) offre una definizione dell'attività di private equity come attività di investimento nel capitale di rischio di società non quotate, allo scopo di valorizzare l'azienda oggetto di investimento per la sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine.

Quindi, il venture capital non costituisce un'attività separata dal private equity, ma un'attività specializzata finalizzata al finanziamento di aziende nelle prime fasi del loro ciclo di vita (Gervasoni e Sattin, 2008).

Per Gervasoni, le principali categorie di investimento nel capitale di rischio nel modello storico e nella sua evoluzione sono:

Finanziamento dell'avvio di un'impresa (early stage): può essere definito come capitale di rischio, ovvero un finanziamento fornito per sostenere le prime fasi di sviluppo di un'impresa.

Finanziamento dello sviluppo (expansion): di fronte ai problemi legati allo sviluppo dell'azienda, gli investimenti di private equity mirano principalmente a sostenere gli imprenditori nella loro fase di crescita.

Finanziamento del cambiamento (Buy out / turnaround): un buyout è un investimento di private equity effettuato per sostenere un cambiamento nella struttura proprietaria di un'azienda, tipicamente un trasferimento del controllo acquisito da un operatore di private equity. Per turnaround si intende anche un investimento in una società in difficoltà economica e finanziaria con l'obiettivo di realizzare una plusvalenza sull'investimento iniziale.

In Italia inizialmente, il private equity è stato osservato con molta attenzione, poiché si pensava che portasse a nuove attività speculative. In seguito, sono state valutate le sue caratteristiche e i suoi utilizzi e si è assistito a un crescente movimento verso la regolamentazione. In questo senso per la letteratura, gli operatori di private equity sono stati

talvolta accusati, in quanto spesso si trovano a cedere gli asset delle imprese dopo l'operazione di buy-out al fine di assicurare il pagamento del debito contratto (Kaplan e Stein, 1993).

Il mercato Italiano, caratterizzato da un cluster imprenditoriale di PMI, ha sempre avuto grandi difficoltà ad attrarre fondi da vari intermediari per finanziare la propria crescita. La crisi del 2008 è stata il motore dello sviluppo del mercato. Come conseguenza della crisi, i principali intermediari, le banche, hanno richiesto garanzie che le PMI non sarebbero normalmente capaci di fornire. In tale contesto, il private equity è emerso come una reale alternativa alle fonti di finanziamento tradizionali.

In particolare, nelle attività di delisting spesso vengono coinvolti operatori di private equity che possono svolgere un ruolo importante nel garantire il successo di transazioni pubblico-privato (PtP). Soprattutto nel caso di operazioni di delisting con leva finanziaria significativa, maggiore è la reputazione del fondo di private equity, più probabile sarà il successo della transazione (Kaplan, 1991).

La letteratura fa riferimento in questo contesto all'"effetto certificazione" svolto da tali operatori (Megginson e Weiss, 1991).

Questo ruolo è particolarmente importante nelle transazioni più complesse, come i grandi leveraged buyout, in cui una comprovata esperienza di precedenti successi incentivano il loro impegno nella transazione e al loro successo.

Uno studio di Intermonte e del Politecnico di Milano (2022) ha esaminato le ragioni dei 186 delisting di importanti titoli nell'ultimo decennio. Come illustrato nel grafico n° 1, le ragioni sono quattro escludendo i delisting tecnici per reverse takeover. In primo luogo “le sconfitte” pari al (29%), sono società che falliscono o hanno difficoltà finanziarie, oppure il delisting è dovuto al mancato rispetto dei requisiti. In secondo luogo, le "prede" (30%), ossia le imprese acquisite da soggetti esteri e le cui azioni sono state di conseguenza ritirate dal mercato. Il terzo gruppo (14%) è costituito da società incluse in altri gruppi quotati a seguito di una riorganizzazione interna. Il quarto gruppo (26%) è quello delle "pentite", società che sono state quotate a Piazza Affari per più di 10 anni e che sono state cancellate dal listino a seguito di una decisione interna.

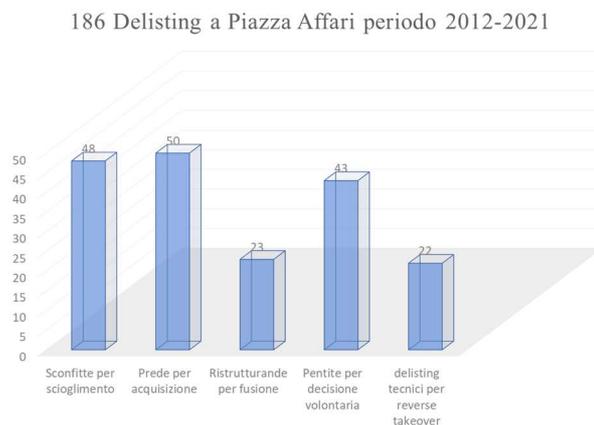


grafico 1 - Elaborazione personale da fonte: Intermonte - Politecnico Milano (2022)

Lo studio rileva come fattore comune alle aziende di avere la facoltà di abbandonare la borsa e di sfruttare le opportunità del momento. Fenomeni comuni non solo in Italia, ma anche in Europa e negli Stati Uniti.

Negli Stati Uniti, nel 2020, il multiplo di valutazione medio per le acquisizioni ha raggiunto il massimo storico di 13,2 volte l'Ebitda, rispetto a 8 volte nel 2008. In Europa, il 2021 è stato un anno record per gli investimenti in buyout, con un multiplo di 12,8 volte Ebitda, raddoppiato rispetto al 2020. A gennaio 2021, la liquidità disponibile per i fondi di private equity ha raggiunto il livello record di 1,9 miliardi di dollari. Si tratta di più del doppio della capitalizzazione totale della Borsa di Milano. Non sorprende che sia aumentata l'attenzione per le potenziali società quotate in borsa.

2.3 GLI EFFETTI DEL GOING DARK

Il termine "going dark" si riferisce al processo di cancellazione volontaria delle azioni di una società pubblica dalla SEC (Securities and Exchange Commission) e successivamente sospendendo o terminando gli obblighi di segnalazione della società ai sensi dell'Exchange Act. Tuttavia, nei mercati OTC (over the counter) si continuano a scambiare i titoli, in pratica continuerà a essere scambiato sui Pink Sheets, così denominati per il colore della carta su cui vengono stampati le quotazioni dei prezzi delle società che vengono negoziate "fuori borsa". *“La Sec è un organo federale statunitense di vigilanza dei mercati di borsa creata nel 1934 con U.S. Exchange Act. I suoi poteri sono stati ridefiniti nel 2002 con l’emanazione del Sarbanes-Oxley Act.”* (Treccani dizionario di Economia e Finanza 2012)

Il “going dark” non deve essere confuso con il delisting. Una transazione "privata" generalmente comporta il pagamento di tutte o una parte delle azioni di una società in modo che la società diventi idonea a rimuovere e annullare la registrazione delle proprie azioni ai sensi dell'Exchange Act. Queste transazioni possono assumere molte forme e possono comportare una fusione, un'offerta pubblica di acquisto o una divisione delle azioni della società e richiedono ampie e dettagliate dichiarazioni. Inoltre, il delisting è spesso intrapreso dagli azionisti di controllo o da terzi acquirenti e richiede il parere del consiglio di amministrazione, divulgazione, pareri di equità, deposito della SEC e spesso un voto degli azionisti stessi.

"Going dark", d'altra parte, può essere realizzato senza un voto degli azionisti, parere di congruità o un incasso da parte degli azionisti. Alcune società che scelgono di "going dark" hanno preso in considerazione la possibilità di fornire agli azionisti liquidità con un'offerta pubblica di acquisto o un programma di riacquisto di azioni, ma in pratica questo non avviene spesso perché le società che "going dark" raramente hanno risorse di cassa sufficienti per fare un'offerta pubblica di acquisto significativa.

Negli ultimi anni, c'è stato un aumento del numero di società che scelgono di “going dark” e tali imprese hanno minori opportunità di crescita, maggiore proprietà interna, minore proprietà istituzionale, maggiore leva finanziaria (Macey, O’Hara e Pompilio, 2004).

I costi diretti e indiretti della conformità normativa, in particolare a seguito dell'approvazione del Sarbanes-Oxley Act 2002 che si riflettono inevitabilmente nell'aumento delle spese di audit e procedura, sembrano essere una delle principali forze trainanti del fenomeno “*going dark*” (Marosi e Massoud, 2007).

La scelta di “*going dark*” implica un processo in due fasi: il primo passo è quello di rimuovere dalla lista lo scambio azionario, che può richiedere fino a 21 giorni e l'annuncio di delisting può anche riportare i motivi per cui l'azienda è in procinto di rimuovere le azioni dal listino. L'azienda, può quindi, presentare la domanda alla SEC richiedendone la cancellazione. Non è richiesto un voto completo degli azionisti: un'azienda con meno di 300 azionisti registrati ha solo bisogno dell'approvazione del suo consiglio di amministrazione per annullare la registrazione presso la SEC. In generale, la cancellazione richiede fino a 90 giorni per l'approvazione. Al momento della richiesta di cancellazione, l'azienda non deve più presentare informazioni pubbliche alla SEC in merito alle sue condizioni finanziarie.

Secondo Leuz (2008), ci sono due ragioni per le quali una società sceglie di effettuare un “*going dark*”: risparmio di costi e vantaggi che derivano dall'essere privati. La prima motivazione si riferisce all'incidenza dei costi per essere quotati che in determinati casi diviene insostenibile. I vantaggi invece che l'azienda ottiene essendo privata, sono connessi al fatto che la società non deve diffondere dati sensibili.

Anche Leuz (2008) sottolinea la tesi per la quale molte aziende decidono di “*going dark*” in risposta alle difficoltà finanziarie e al deterioramento delle opportunità di crescita. Si evidenzia che, prima della cancellazione della registrazione, le società “*going dark*” sono più in difficoltà e mostrano aumenti delle loro passività a breve termine, diminuzioni del volume degli scambi e deterioramento della performance operativa.

Going dark e delisting rimuovono entrambi l'obbligo di rispettare i requisiti di segnalazione della SEC. Come risultato di questa somiglianza, le aziende che decidono going dark sono spesso erroneamente indicate come se fossero going private anche se esistono importanti distinzioni tra “*going dark*” e private. Le aziende “*going dark*” continuano a negoziare nei mercati OTC mentre le transazioni going private implicano tipicamente una ristrutturazione che concentra la proprietà nelle mani del management e degli investitori di private equity, e spesso in modo significativo aumenta il livello del debito. Queste transazioni di solito richiedono l'iniezione di nuovi capitali e coinvolgono complessità legali, tra cui la conformità alle normative SEC più severe insieme alla presenza di misure di salvaguardia, quali valutazioni, perizie e un comitato indipendente dal consiglio di amministrazione per ridurre il contenzioso degli azionisti. Di conseguenza, queste transazioni aumentano il valore solo se il potenziale tra guadagni di efficienza e benefici fiscali è sufficientemente grande da superare i costi e i rischi associati alla privatizzazione.

In particolare, è probabile che il passaggio al going private non sia motivato solo dal desiderio di porre fine alla comunicazione SEC. Poiché il passaggio al going private tende ad essere abbastanza complesso, rischioso e costoso, è possibile che le aziende che non sono sufficientemente attraenti o abbastanza grandi preferiscano going dark (Jensen, 1986; Kaplan, 1989). Rispetto alle aziende che diventano private, ci si attende che le aziende dark siano più piccole, più in difficoltà e abbiano meno opportunità di crescita e prestazioni operative sostanzialmente peggiori.

La letteratura finanziaria ritiene quindi che il costo di adempimento, misurato dalle commissioni di audit, e l'approvazione del Sarbanes-Oxley Act siano tra le principali forze trainanti dietro la decisione di un'azienda di going dark. Anche le aziende con minori opportunità di crescita, maggiore proprietà interna, minore proprietà istituzionale, minore slancio del mercato e maggiore leva finanziaria hanno maggiori probabilità di going dark.

2.4 LE RAGIONI DEL FOREIGN DELISTING

Il termine “*foreign delisting*” si riferisce ad un’operazione con la quale una società decide di cancellare un titolo da un listino estero e di ritirarlo definitivamente dalle negoziazioni di borsa.

Le ragioni e le conseguenze del delisting per gli investitori si possono tradurre in termini di prezzo, rischio e liquidità. Ad esempio si osserva, a seguito del confronto tra la performance della società dopo una quotazione cross-listing estera e dopo il suo successivo “*delisting*”, un

effetto positivo di “*cross-listing*” e un effetto negativo di delisting sul prezzo delle azioni. La quotazione incrociata estera e il “*delisting*” sono associati rispettivamente all'aumento e alla diminuzione del volume degli scambi a lungo termine. Ulteriori analisi rivelano che le imprese si ritirano dalla quotazione in risposta al basso rendimento e al basso volume di scambi del mercato ospitante.

A partire dalla fine degli anni 90, il “*cross-listing*” internazionale ha iniziato a perdere parte del suo slancio, quando tutte le principali borse hanno assistito a un'enorme ondata di revoche. Il “*cross-listing*”, o quotazione incrociata, è un processo in cui una società decide di quotarsi su più di una borsa valori, oltre a quella principale dove ha sede. In altre parole, la società decide di emettere azioni o titoli anche su altre borse, oltre a quella del suo paese di origine. Questo processo viene spesso utilizzato dalle società internazionali che desiderano aumentare la visibilità e l'accessibilità delle loro azioni a un pubblico più ampio. Il “*cross-listing*” consente infatti ai potenziali investitori di acquistare azioni della società in questione su più borse valori, senza dover necessariamente recarsi sul mercato principale. Inoltre, il “*cross-listing*” può anche migliorare la liquidità delle azioni della società, poiché consente di espandere il pool di potenziali acquirenti e venditori, aumentando quindi il volume di scambi. Tuttavia, il “*cross-listing*” comporta anche dei costi, in quanto le società devono rispettare le normative di ciascuna borsa valori, adempiere alle relative tasse e commissioni, e conformarsi ai diversi standard contabili e

normative di ogni paese. Alla fine del 2002, il numero di titoli quotati a livello internazionale era sceso a meno del 50% di quello che era nel 1997 (You e Parhizgari, 2012).

Tra i mercati target delle operazioni di “*delisting*”, quello americano, ha costituito e costituisce ancora oggi, il più attrattivo per gli elevati livelli di competitività ed efficienza. Nel periodo 1962–2006 si sono registrati 724 *delisting* di aziende straniere dalle principali borse statunitensi. Il gran numero di “*delisting*” suggerisce che esiste una dinamica di lunga data per l'uscita di imprese straniere dagli Stati Uniti (Chaplinsky e Ramchand, 2012).

Quando le imprese straniere attuano il *cross-delisting* da una borsa statunitense, subiscono un effetto contrario a quando sono “*cross-listed*”. In media, le imprese subiscono una riduzione del loro valore di mercato dopo il *cross-delisting* e i prezzi delle azioni reagiscono negativamente agli annunci di cancellazione. Per quanto riguarda le ragioni per il *cross-delisting* dalla borsa statunitense, possiamo identificare due serie principali di spiegazioni. Il primo riguarda due importanti cambiamenti nel contesto normativo dei mercati statunitensi. La ragione più citata di questo esodo sono i requisiti normativi più esigenti imposti dal Sarbanes-Oxley Act nel 2002, e l'approvazione della regola 12 h-6 del 2007, che ha facilitato il processo di cancellazione.

La seconda serie di motivi per il “*cross-delisting*” e la cancellazione è legata alle conseguenze economiche per le imprese. Le imprese straniere affrontano un compromesso

tra costi e benefici per rimanere quotata in una borsa statunitense (Doidge, Karolyi e Stulz, 2010).

Secondo Loureiro (2020), le società che effettuano il cross-delisting devono affrontare vincoli finanziari più forti rispetto alle loro controparti cross-quotate, misurati in base al ritorno di investimento e al flusso di cassa. A seguito di un delisting, la sensibilità degli investimenti al flusso di cassa aumenta in modo significativo e le imprese tendono anche a risparmiare più liquidità. Questi effetti sono prevalenti dopo l'approvazione della regola 12 h-6, che ha reso più facile per le imprese straniere lasciare i mercati statunitensi.

Per comprendere nel dettaglio le ragioni del “*foreign delisting*” consideriamo anche gli studi svolti in letteratura sulle quotazioni incrociate e quali sono i benefici e gli svantaggi (Pagano, Röell e Zechner 2002).

In primo luogo, le società possono essere quotate all'estero per motivi finanziari, in quanto i finanziamenti possono essere più economici o più facilmente disponibili all'estero. In secondo luogo, il cross-listing può aumentare la competitività di un'azienda nel suo settore e migliorare la sua reputazione presso fornitori, dipendenti e clienti. Allo stesso tempo, esistono costi diretti e indiretti. I costi diretti sono le commissioni pagate per essere quotati in borsa e i costi sostenuti da chi agisce come consulente per quotarsi su un nuovo mercato. Ma ancora più importanti, sono i costi indiretti, che comprendono tutto ciò che riguarda i costi sostenuti per rendere una società conforme

agli standard e ai principi di trasparenza e divulgazione richiesti dal Paese in cui si trova la borsa.

Tuttavia, come già detto, per alcuni tipi di società i costi superano i benefici e gli elevati e rigorosi standard richiesti per la contabilità, la revisione contabile, i controlli interni e la governance aziendale possono rendere il “*delisting*” in un paese estero l'unica strada percorribile.

2.5 CONCLUSIONI

La presenza di “*private equity*” può avere un impatto positivo sulla performance a lungo termine, soprattutto se la società target è di grandi dimensioni e deve intraprendere una complessa ristrutturazione. In particolare, per le società con piani di crescita e ristrutturazione complessi, il “*delisting*” può essere un'opzione utile per sottrarsi all'attenzione della borsa e attuare la strategia in modo più efficace. In questi casi, si può decidere di acquistare tutte le azioni di una società e poi procedere al “*delisting*”, in modo che il mercato non abbia alcuna influenza sull'attuazione della strategia aziendale. Tali transazioni sono spesso finanziate con una leva finanziaria significativa e sono quindi indicate nella letteratura economica con il termine “*leveraged buyout*” (DeAngelo, 1984)

Il delisting offre agli investitori l'opportunità di eliminare gli svantaggi della quotazione in borsa mantenendo una partecipazione di controllo nella società. Nel breve termine, la partecipazione di operatori di private equity può avere solo un effetto positivo sul risparmio fiscale e

solo successivamente per le grandi aziende con la capacità di generare flussi di cassa, trarre i maggiori benefici dalla presenza del private equity (Capizzi, 2012).

Inoltre le aziende che ricevono investimenti di private equity hanno accesso a maggiori capitali rispetto alle alternative di finanziamento tradizionali, hanno spesso una vasta esperienza nel settore, e possono fornire competenze manageriali e operazionali alle aziende in cui investono ed hanno un forte incentivo a far crescere il valore dell'azienda, poiché ciò aumenta il loro rendimento quando vendono la loro partecipazione offrendo rendimenti elevati rispetto ad altre forme di investimento. Tuttavia, gli investimenti di “*private equity*” comportano un maggiore rischio rispetto ad altre forme di investimento, poiché le aziende in cui si investe sono spesso in una fase di sviluppo o di ristrutturazione, richiedono spesso tempi di investimento lunghi, poiché gli investitori cercano di far crescere l'azienda per poi vendere la loro partecipazione a un prezzo più elevato. Infine spesso comportano commissioni elevate, come le commissioni di gestione del fondo o le commissioni di “*success fee*” quando l'azienda viene venduta. In ultima analisi, la decisione di una società di delistarsi da una borsa straniera, spesso per motivi simili a quelli del “*going dark*”, è di interrompere la pubblicazione di informazioni finanziarie, riducendo così la sua esposizione ai mercati pubblici. Possono comportare rischi per gli investitori, che potrebbero avere difficoltà a monitorare e valutare la performance dell'azienda. Tuttavia, esistono anche vantaggi potenziali per le aziende

che scelgono di investire in società di “*private equity*”, delistarsi o di andare private, come la maggiore flessibilità operativa e la possibilità di evitare la pressione degli investitori pubblici.

CAPITOLO 3: DELISTING NELLE SOCIETA' CALCISTICHE

3.1 INTRODUZIONE

Nel terzo capitolo si fornisce un quadro delle società sportive in Europa. In particolare il primo paragrafo è dedicato alle società di calcio europee quotate in borsa. Alcune società sportive britanniche ed europee sono quotate in borsa. La quotazione consente alle società di crescere emettendo più azioni e raccogliendo capitali. Inoltre, consente alle persone di acquistare azioni della società e, naturalmente, agli azionisti esistenti di vendere le proprie azioni. In particolare l'obiettivo della terza parte del lavoro è stato quello di sottolineare la pratica diffusa di molte società quotate di delistare le proprie azioni dalla borsa, una pratica che può essere dipendente da determinate decisioni strategiche. Al fine di avere una chiara e profonda comprensione del fenomeno verrà fatto un'analisi delle performance finanziarie, della bassa redditività dei principali club del calcio europeo. Attualmente si parla molto di una crisi del calcio europeo, le singole squadre di calcio in tutta Europa hanno subito crisi finanziarie in molte occasioni anche in passato. Una crisi generale implica che alcuni problemi profondi hanno prodotto una crisi sistemica che minaccia di danneggiare la stabilità finanziaria di altri club. In questo contesto che l'ente preposto dello sport Europeo (UEFA) ha introdotto il "*Financial Fair Play*" (FFP). Nel lavoro che seguirà verrà analizzata anche la diversificazione della proprietà

dei club nel mercato calcistico europeo, conseguenza anche della crisi finanziaria, alla ricerca di nuovi capitali stranieri.

Nel secondo paragrafo viene proposta una classificazione degli effetti del “*delisting*” nei club, il modello adottato nei principali paesi Europei e il loro impatto sulla governance. Nel paragrafo seguente vengono esposti il modello di governance della Premier League in Inghilterra e il caso di studio di quanto accaduto al Manchester United nel 2004, quando un consorzio di investitori americani hanno prima acquistato un certo numero di azioni dell'azienda e poi alla fine hanno delistato la società dopo aver acquistato tutte le azioni

Proseguendo l'analisi, nell'ultimo paragrafo, si affronterà la storia delle società italiane sul mercato azionario caratterizzata da alti e bassi. Negli anni '90, molte società italiane hanno fatto il loro ingresso in borsa, ma molte di esse hanno anche lasciato il mercato azionario a causa di problemi finanziari o di management. In generale, il delisting di una squadra di calcio in Italia è spesso motivato dalla difficile gestione delle aspettative degli investitori e dalla mancanza di liquidità delle azioni. Inoltre, le società di calcio italiane sono spesso caratterizzate da una struttura proprietaria complessa, con la presenza di un numero elevato di azionisti, spesso di piccole dimensioni, che rende difficile la gestione della società e delle sue attività. Si presenta infine, uno studio sul caso specifico della AS Roma, la società quotata in borsa nel 2000. Nel 2011, la società ha attraversato un periodo difficile a causa di una

serie di risultati sportivi negativi e di problemi finanziari. Nel 2013, la società è stata acquisita da un gruppo di investitori americani, che hanno cercato di rilanciarla sia a livello sportivo che finanziario. Nonostante gli sforzi degli investitori americani, la AS Roma ha continuato ad avere problemi finanziari e nel 2021 i nuovi proprietari della società hanno annunciato di delistarla dal mercato azionario italiano.

3.2 UN QUADRO DELLE SOCIETÀ' CALCISTICHE QUOTATE IN EUROPA

In Europa esistono numerose società legate al calcio che hanno effettuato offerte pubbliche iniziali (IPO) e sono quotate in borsa. Queste società operano per lo più nei campionati di calcio di alto livello, noti come i "Big Five" del calcio europeo: Premier League (Inghilterra), Bundesliga (Germania), La Liga (Spagna), Serie A (Italia) e Ligue 1 (Francia). Questi cinque campionati rappresentano oltre il 50% del fatturato totale dell'intero mercato.

Tra i principali club calcistici quotati in Europa figurano Manchester United, Juventus, Borussia Dortmund, Olympique Lione, Ajax e Benfica.

Le società calcistiche europee quotate in borsa svolgono generalmente compiti simili a quelli delle altre società quotate in borsa, con particolare attenzione alla gestione finanziaria e alle relazioni con gli investitori. Tuttavia, a differenza di altre società quotate, sono spesso influenzate da fattori più imprevedibili, come le prestazioni della

squadra sul campo e la selezione dei giocatori. Inoltre, le società calcistiche europee quotate in borsa sono spesso fortemente coinvolte nella costruzione e nella gestione di stadi e infrastrutture sportive, nonché nella negoziazione di diritti televisivi e di sponsorizzazione. Sono anche spesso coinvolte in controversie legali e questioni disciplinari legate alle attività calcistiche, come trasferimenti di giocatori, violazioni delle regole del fair play finanziario e comportamenti antisportivi in campo.

Il primo club calcistico quotato in borsa è stato il Tottenham, che si è quotato nel 1983. In seguito, anche altri club inglesi hanno scelto di quotarsi in borsa e il fenomeno si è diffuso in tutta Europa. I dirigenti dei club hanno cercato di ripagare i debiti e di finanziare i progetti di investimento quotandosi in borsa. Nel 2002, questo fenomeno ha raggiunto il suo apice quando 36 squadre europee si sono quotate in borsa, soprattutto in Inghilterra, Danimarca e Turchia. L'esempio più incredibile è quello del Manchester United, che è entrato nella Borsa di Londra nel 1991 e in meno di un decennio ha decuplicato il suo capitale. Nel 2017 si sono registrati aumenti per tre società italiane. Il prezzo delle azioni della Juventus è aumentato del 154%, passando da 0,305 a 0,764 euro per azione, e la sua capitalizzazione ha raggiunto i 780 milioni di euro, diventando la terza società in Europa dopo il Manchester United (2,4 miliardi di euro) e l'Arsenal (1,8 miliardi di euro). Il prezzo delle azioni della Lazio è aumentato del 103% e quello della Roma del 47%. Questa crescita è stata

ancora trainata dai risultati sportivi e dai vari accordi di sponsorizzazione implementati nel periodo.

Tuttavia, non tutti i risultati sono stati redditizi e stabili. L'aumento dei costi e la forte dipendenza dalle prestazioni sportive hanno portato al delisting di alcuni club. Così, il numero di società quotate in borsa ha iniziato a diminuire di anno in anno; 22 di queste società, in calo rispetto alle 30 del 2009, alle 25 del 2015 e alle 24 del 2018, sono incluse nello Stoxx European Football Index, un indice dedicato alle società calcistiche attivo fino alla metà del 2020, che ha subito notevoli fluttuazioni nel corso della sua storia e di cui è stata annunciata, nel settembre 2020, la fine del monitoraggio e del calcolo. Secondo la UEFA, attualmente sono 22 le società quotate nell'indice entro i confini fisici europei (grafico n°2)

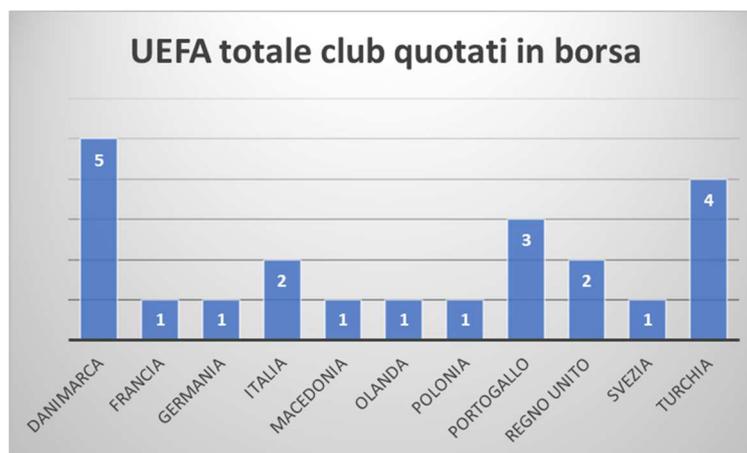


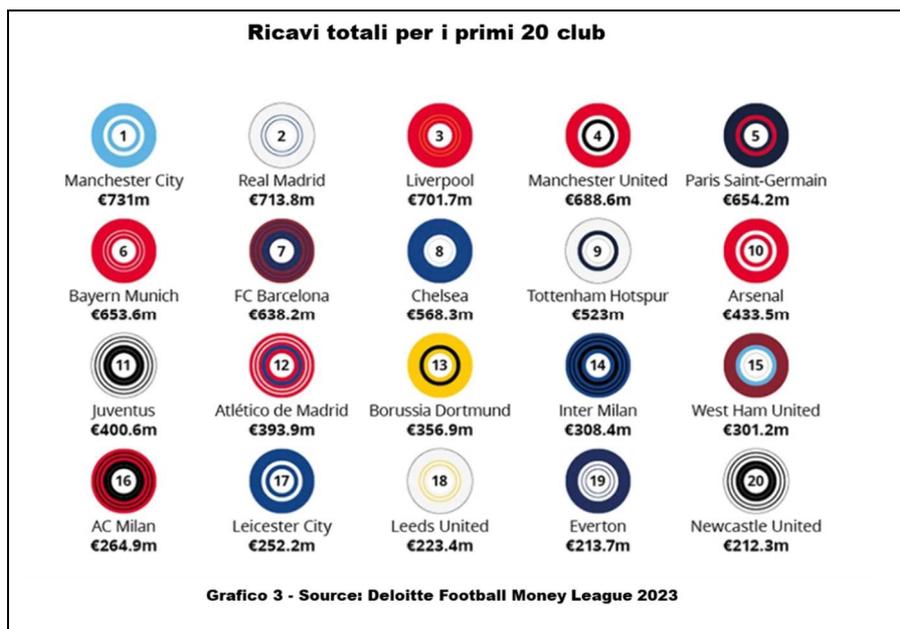
Grafico 2 - Elaborazione personale da fonte ilsole24ore.com

Le società di calcio si quotano in borsa per vari motivi, uno dei più comuni è la necessità di capitali. Quando le aziende crescono, spesso hanno bisogno di più denaro per investire o avviare progetti e possono guardare al mercato come a un modo semplice per raccogliere fondi. Questo facilita

anche un maggiore riconoscimento dell'azienda, che ne migliora l'immagine presso gli investitori a cui si rivolge. Inoltre, le società quotate in borsa sono spesso considerate più affidabili dagli investitori, in quanto devono rispettare regole di trasparenza e controlli rigorosi per essere quotate in borsa.

Tuttavia, il calcio europeo è caratterizzato da una bassa redditività: ad esempio, tra i "cinque grandi" campionati, solo la Premier League inglese e la Bundesliga tedesca sono riuscite a generare profitti operativi.

In effetti, in termini di ricavi totali, solo cinque dei primi 20 club sono presenti nella lista con 9,2 miliardi di euro nel 2022 (grafico n°3), un aumento del 13% rispetto agli 8,2 miliardi di euro dichiarati da ciascun club nel 2021 e solo leggermente al di sotto del livello pre-pandemico di 9,2 miliardi di euro nel 2019 (Deloitte, 2023). Questo aumento è attribuito al ritorno dei tifosi dopo due stagioni colpite dalla pandemia, con un aumento dei ricavi da gare da 111 milioni di euro nel 2021 a 1,4 miliardi di euro nel 2022. Anche i ricavi commerciali cumulativi sono aumentati dell'8%, passando da 3,5 miliardi di euro a 3,8 miliardi di euro, soprattutto grazie ai club inglesi. Le cinque principali società sportive della Premier League (EPL) hanno osservato una crescita di oltre il 15%, dopo aver introdotto nuove collaborazioni e grazie al ritorno di eventi non connessi alle partite, come concerti e tour degli stadi. Tuttavia, l'aumento dei ricavi commerciali è stato compensato da un calo dell'11% dei ricavi da diritti televisivi.

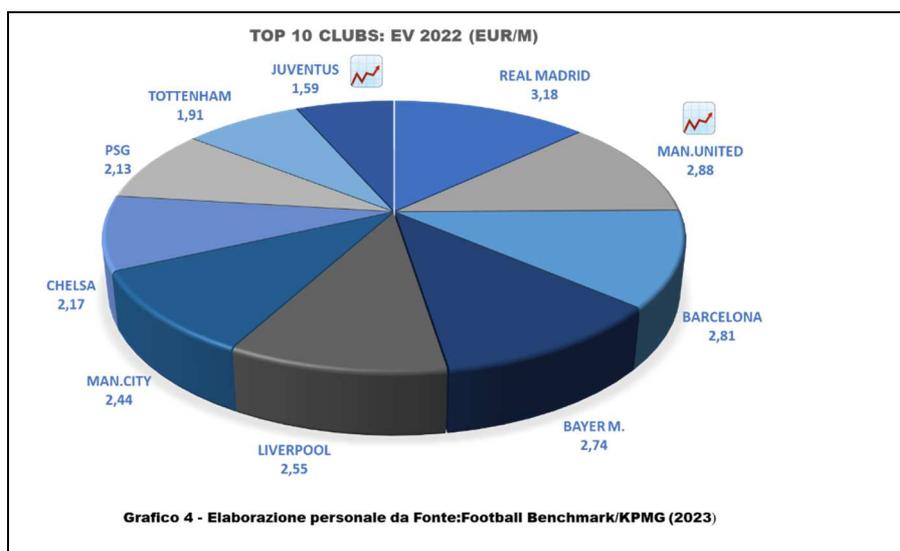


Lo studio annuale di KPMG (2023a) sul "*valore d'impresa*" in Europa consente di confrontare le squadre di calcio con strutture di debito e di capitale diverse. Il valore d'impresa (EV) è un metodo di valutazione aziendale equivalente alla capitalizzazione di mercato più il debito finanziario netto. Se la posizione finanziaria netta è positiva, la liquidità netta viene dedotta dalla capitalizzazione di mercato.

Il Real Madrid si è confermato la squadra di calcio di maggior valore in Europa con 3,18 miliardi di euro, seguito dal Manchester United con 2,88 miliardi di euro; al terzo posto il Barcellona, che ha superato il Bayern Monaco con un totale di 2,81 miliardi di euro. I tedeschi (2,74 miliardi di euro) sono riusciti a piazzarsi solo al quarto posto, ma hanno superato il Liverpool con 2,55 miliardi di euro.

Le squadre inglesi Manchester City (2,48), Chelsea (2,17) e Tottenham (1,91) completano la top ten, con il Paris Saint-Germain (2,17) e la Juventus (1,59). Segue l'Inter al

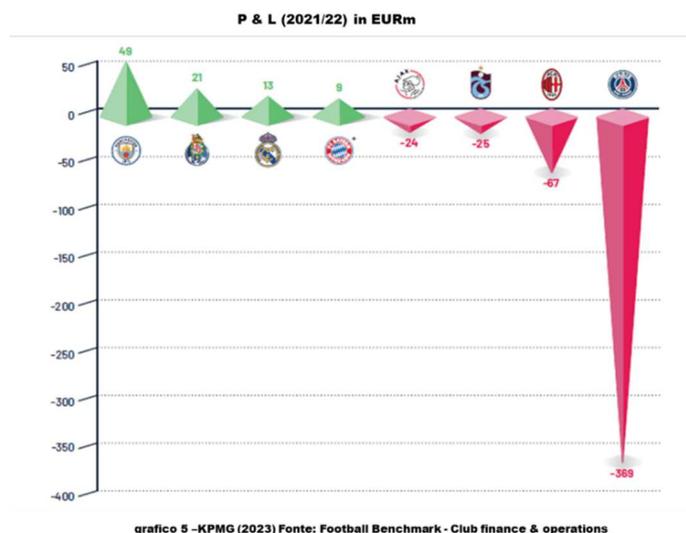
14° posto con 996 milioni di euro. Il Milan è al 16° posto con 578 milioni di euro, seguito dal Napoli con 483 milioni di euro. Con 413 milioni di euro, l'AS Roma deve accontentarsi del 24° posto. La Lazio è al 28° posto con un valore stimato di 302 milioni di euro. Il dominio delle squadre della Premier League inglese è confermato dal fatto che 10 dei primi 32 club valgono 15,4 miliardi di euro, seguiti da Spagna (6 società che valgono 8,3 miliardi di euro), Germania (3 società che valgono 4,4 miliardi di euro), Italia (7 società che valgono 4,8 miliardi di euro) e Francia (2 società che valgono 2,5 miliardi di euro). Anche in questo caso, quotati in borsa sono presenti solo due club, la Juventus e il Manchester United (grafico n°4).



Nonostante l'aumento dei ricavi, le società calcistiche europee da anni faticano a far quadrare i propri bilanci. Infatti, le preoccupazioni per la situazione finanziaria del calcio europeo sono aumentate (Storm e Nielsen, 2012) e i club non sono riusciti collettivamente a far quadrare i conti nonostante l'aumento dei ricavi. Questo paradosso può essere spiegato dal fatto che le società di calcio professionistiche operano sotto vincoli di bilancio "soft",

simili al ruolo dei grandi club in un'economia socialista, cioè possono aumentare le loro spese a condizione che il governo centrale le finanzi.

Il calcio è nato in Europa e il calcio professionistico europeo ha dominato questo sport. L'Europa produce molti giocatori eccellenti e anche i giocatori extraeuropei sono attratti a giocare in Europa a causa degli alti stipendi. Nonostante ciò, le società calcistiche europee sono state raramente redditizie e le crisi finanziarie sono diventate un fatto quotidiano. Negli ultimi due decenni, lo sviluppo della tecnologia di trasmissione ha permesso ai club europei di espandere la loro portata e i livelli di entrate a un ritmo allarmante, ma la situazione finanziaria dei club europei sembra essere peggiorata piuttosto che migliorata. Un altro studio sui profitti/perdite di KPMG (2023b), mostra i costi e i ricavi derivanti dalle attività del club. Il Paris Saint-Germain FC ha realizzato il peggior utile/perdita netto della storia del calcio con una perdita di 369 milioni di euro, a scapito degli acquisti di giocatori e dei successi sul campo. AFC Ajax, AC Milan e Trabzonspor sono stati i campioni di perdite dell'anno. Nel frattempo, il Manchester City FC ha guidato il gruppo con il più alto profitto come club, l'FC Porto ha fatto il passo successivo, mentre anche il Real Madrid CF e l'FC Bayern München sono riusciti a realizzare un profitto netto. Questi due club sono riusciti a registrare entrate e uscite positive in tutte le stagioni colpite dalla pandemia. Nessun club quotato in borsa ha registrato un surplus negli ultimi anni (grafico n° 5).



In questo contesto, l'Unione delle Associazioni Calcistiche Europee (UEFA), l'organo di governo dello sport, ha introdotto un regolamento finanziario intitolato "*Fair Play Finanziario*" (FFP). Introdotto nel 2011, il FFP è stato concepito con due obiettivi principali.

Il primo era quello di fornire uno strumento per portare disciplina e razionalità nelle finanze dei club, al fine di mantenere la stabilità del calcio europeo; il secondo era quello di garantire che tali regolamenti portassero a un equilibrio più competitivo dell'industria calcistica e dei relativi campionati.

L'aspetto più controverso del regolamento FFP è stato la "regola del pareggio", che limita le spese di una squadra per gli stipendi dei giocatori e i trasferimenti alle entrate derivanti da "attività legate al calcio". In sostanza, ciò esclude gli investimenti finanziati direttamente dai proprietari, che rappresentano la principale fonte di finanziamento per molti club. Sembra quindi inevitabile che alcuni club debbano tagliare gli stipendi dei giocatori

quando le regole del FFP saranno pienamente applicate. La regola del pareggio è chiaramente contraria agli interessi di giocatori e dirigenti (Peeters, Szymanski, Fumagalli e Thomas, 2014).

In seguito all'introduzione del FFP, sono emerse ulteriori critiche, in particolare per quanto riguarda l'equilibrio della competizione e lo status quo dei ricchi club d'élite. Alcuni risultati di uno studio (Plumley, Ramchandani e Wilson, 2019) forniscono prove a sostegno di tali affermazioni, in particolare nel contesto dei campionati d'élite in Germania, Spagna e Francia. Si può anche affermare che, in base alle normative attuali, è difficile per i club più "piccoli" colmare questa lacuna, in quanto le normative limitano gli investimenti esteri significativi. Pertanto, i club devono innovare le strategie di finanziamento a lungo termine e gli orientamenti strategici per rimanere competitivi. Tuttavia, l'innovazione e la raccolta di fondi a lungo termine possono arrivare solo fino a un certo punto in termini di ricavi che possono essere generati. Secondo il principio del pareggio, il club che alla fine genera più entrate sarà sempre quello che spende di più; non c'è dubbio che il FFP sia stato introdotto con buone intenzioni, ma potrebbe aver avuto conseguenze indesiderate in relazione all'equilibrio competitivo dei campionati di calcio europei.

Negli ultimi anni, causa della crisi finanziaria, abbiamo assistito a grandi cambiamenti e all'avvento di tante proprietà che hanno preso il controllo dei club europei. La proprietà dei club nel mercato calcistico europeo è molto diversificata. Ad esempio, i club sono di proprietà di soci,

società industriali, società di investimento sportivo, altri club calcistici e investitori stranieri. Molti ricercatori concordano sul fatto che le società calcistiche in Inghilterra sono viste come "massimizzatori" di utilità o di profitto, mentre le società calcistiche dell'Europa continentale sono più vicine ai "massimizzatori" di trofei (Peeters e Szymanski, Fumagalli, Thomas, 2014). Il calcio professionistico in Europa è caratterizzato da un ambiente caratterizzato da un eccesso di investimenti, in cui le squadre competono sempre più sulla base del potere di spesa: l'aumento del montepremi della UEFA Champions League, i maggiori introiti televisivi delle competizioni premium e l'internazionalizzazione delle iniziative di marketing hanno rafforzato gli incentivi alla concorrenza tra i principali club europei. La concorrenza tra i principali club europei si è rafforzata. Gli stipendi dei giocatori e le spese di trasferimento superano i ricavi dei principali campionati europei. Di conseguenza, i top club hanno bisogno di somme di denaro sempre più ingenti per rimanere competitivi e queste entrate sono sempre più spesso fornite da azionisti che agiscono come investitori (Andreff, 2007). Dall'inizio del calcio europeo nel XIX secolo, il calcio professionistico è stato liberalizzato e ha vissuto tre principali fasi: professionalizzazione, commercializzazione e internazionalizzazione. La prima è stata caratterizzata dalla professionalizzazione dei club calcistici. In pratica, i club hanno creato entità giuridiche indipendenti per ospitare squadre di calcio professionistiche, trasformando le associazioni

direttamente in società. I club inglesi si sono trasformati in società per azioni alla fine del XIX secolo, mentre quelli italiani e francesi sono stati incorporati nella seconda metà del XX secolo. Il mercato tedesco è stato l'ultimo grande campionato a riconoscere la separazione legale nel 1998 (Dietl e Franck, 2007).

La seconda fase è caratterizzata dall'ingresso della maggior parte degli investitori privati. La separazione legale è un prerequisito per l'ingresso di proprietari esterni, ma la struttura proprietaria rimane invariata. La seconda fase può essere considerata come la separazione della proprietà dovuta all'acquisizione da parte dell'investitore privato di una quota di maggioranza del club calcistico. La regola tedesca del "50+1", ovvero la diffusione della proprietà delle azioni ai tifosi, conosciuta come azionariato popolare, fa sì che l'influenza degli investitori privati rimanga solo un controllo di minoranza, mentre i club di altri grandi campionati di calcio europei possono essere completamente rilevati da investitori privati.

Alcune delle prime società coinvolte nel calcio erano industriali, come il Royal Arsenal (1886), la Parmalat (1913) e la Peugeot (1928), che hanno creato squadre aziendali e sono poi diventati grandi proprietari di squadre quando i loro club sono stati aperti a giocatori esterni. In seguito alla deregolamentazione nazionale, altri investitori entrarono nel mercato, tra cui imprenditori nazionali e internazionali, società di investimento sportivo e dinastie familiari come la famiglia Berlusconi nel 1986. L'ultima fase è caratterizzata dall'ingresso di investitori stranieri.

Storicamente, il Regno Unito ha aperto nel 1990 e alla fine della stagione 2014 sono entrati nel mercato diversi investitori esteri che provengono da USA, Medio Oriente e Sud-Est asiatico.

In Francia, Grenoble è stato il primo club ad avere investitori stranieri. In Italia e in Germania, gli investitori stranieri rimangono un fenomeno molto recente. In Italia, ad esempio, l'acquisizione dell'AS Roma è stata la prima acquisizione di una società di calcio professionistica italiana da parte di un investitore straniero (A.S. Roma S.P.A., 2011). A questa è seguita l'acquisizione da parte di Tohir's International Sports Capital di una quota di maggioranza dell'Inter nell'ottobre 2013. Allo stesso modo, Hassan Ismaïk è diventato il primo proprietario straniero di maggioranza di una squadra di calcio professionistica in Germania quando ha acquisito il Monaco nel 2012.

Per chi investe in squadre di calcio, il moderno mercato europeo offre l'opportunità di analizzare club e campionati in tre fasi. In Germania, alla fine della stagione 2014, circa la metà dei club di prima e seconda divisione era stata costituita, mentre i restanti club erano registrati presso la federazione. In Francia, circa il 75% dei club era controllato da investitori privati di maggioranza, mentre alcuni club rimanevano controllati dai soci. In Inghilterra, più della metà dei club dei due campionati più importanti era di proprietà di investitori stranieri.

Esaminiamo ora i risultati finanziari per gli investitori ordinari, gli investitori privati e gli investitori stranieri.

Per quanto riguarda gli investitori ordinari, la quotazione in borsa consente agli investitori di diventare proprietari di una società e permette alla società di raccogliere capitali da un gran numero di investitori al costo più basso. A differenza dei principali campionati statunitensi, dove solo pochi club privilegiano questo strumento, le offerte pubbliche iniziali (IPO) sono piuttosto comuni nel calcio europeo dal 1990 (Andreff, 2018). In generale, i proprietari delle società calcistiche europee hanno due ragioni per quotarsi in borsa. I proprietari di club che massimizzano i profitti si dedicano alla ristrutturazione finanziaria. Il Manchester, ad esempio, ha utilizzato i proventi della sua IPO nel 2012 per ridurre il debito del club. Inoltre, i proprietari investono ulteriori fondi nella squadra e nelle infrastrutture.

Dal 1983, il numero di società calcistiche europee quotate in borsa è aumentato rapidamente e questa tendenza è proseguita fino alla fine del millennio: Nel 1983 il Tottenham è stato il primo club europeo a quotarsi in borsa. Seguirono le IPO del Millwall nel 1989 e del Manchester United nel 1991, e gli anni '90 videro un aumento del numero di club inglesi quotati in borsa, una tendenza che raggiunse l'apice nel 2000 con oltre 20 club inglesi quotati in borsa. Tuttavia, negli anni 2000 tutti i club inglesi, tranne due, sono stati nuovamente delistati. Nel 2014, il Manchester United e l'Arsenal di Londra sono gli unici club calcistici inglesi ancora presenti nell'elenco. Le ragioni di questa tendenza sono molteplici: i club spesso citano i costi continui di mantenimento di una quotazione

in borsa, la mancanza di liquidità e l'alta volatilità del prezzo delle azioni come motivi per diventare privati (Hamil e Walters, 2010), ma molti club inglesi quotati in borsa non sono riusciti a realizzare profitti dopo la quotazione in borsa e il pubblico ha scoperto che questo ha ridotto l'interesse degli investitori. Inoltre, molti club inglesi sono stati privatizzati da nuovi investitori di maggioranza.

Al di fuori del Regno Unito, tuttavia, i club hanno preso strade diverse per arrivare al mercato azionario: Nel 1987 una squadra danese è stata la prima società calcistica al di fuori del Regno Unito a quotarsi in borsa; dalla metà degli anni Novanta si sono quotate molte delle principali società calcistiche europee, tra cui il Celtic Glasgow (1995), l'FC Copenaghen (1997), l'FC Porto (1998), la Lazio (1998), l'AS Roma (2000) e i Glasgow Rangers (2000). In contrasto con la tendenza in Inghilterra, il numero di club quotati ha continuato ad aumentare nel 2015, con gli autori che hanno identificato 33 club quotati al di fuori dell'Inghilterra; a marzo 2015, 23 di questi 33 club erano quotati nello Stoxx European Football Index.

Il mercato azionario è un veicolo popolare, in particolare in Danimarca, dove 10 club erano quotati nel 2015, e in Portogallo, Turchia e Italia, dove almeno tre club sono scambiati in borse pubbliche. Altri club quotati in borsa si trovano in Francia, Scozia, Polonia, Macedonia, Svezia, Paesi Bassi e Germania.

La maggior parte degli studi (Rohde e Breuer, 2017) ha analizzato l'impatto della quotazione in borsa sui risultati

sportivi e finanziari. Hanno sviluppato un modello di utilizzo delle risorse e lo hanno applicato alle squadre della Premier League tra il 1998 e il 2002. I risultati mostrano che la quotazione in borsa migliora la performance finanziaria. Al contrario, altre analisi suggeriscono che le IPO non migliorano in generale le prestazioni sportive, forse perché i fondi vengono utilizzati per adeguare i bilanci piuttosto che per investire nelle squadre. Lo studio mostra che le IPO non hanno un impatto significativo sui risultati dei campionati della massima divisione o sui risultati internazionali nelle competizioni UEFA, ma migliorano i risultati dei campionati nazionali delle squadre di seconda divisione e dei "cinque grandi" campionati. Inoltre, altri studi suggeriscono che le società quotate in borsa perseguono come obiettivo primario la massimizzazione dei profitti per gli azionisti. Tuttavia, Leach e Szymanski (2015) non trovano alcuna prova che le società calcistiche inglesi quotate in borsa si orientino verso la massimizzazione dei profitti dopo la quotazione. In particolare, trovano che la quotazione ha solo un effetto positivo a breve termine sugli utili e non migliora significativamente gli utili a lungo termine.

Gli investitori privati, invece, si presentano in forme diverse, acquistando quote di maggioranza o di minoranza e investendo in società pubbliche o private. Uno dei primi tipi di investitori privati sono stati i club aziendali (Hoehn, 1999). Le origini di questi club aziendali possono essere fatte risalire al movimento operaio della fine del XIX secolo, quando le aziende crearono club per praticare sport

aziendali. Il significato teorico della proprietà maggioritaria delle società sportive è basato sui diritti di proprietà. I diritti decisionali residui degli investitori di maggioranza generano un'autonomia decisionale in cui gli investitori possono utilizzare il club come veicolo per promuovere altre attività, avere accesso alle risorse e alle operazioni di un particolare club, ricevere elogi pubblici e godere di autonomia decisionale nel club.

È stato notato che nel Regno Unito, nell'Europa dell'Est e in parte anche in Italia, gli investitori privati noti come "filantropi" sono diventati il concetto di finanziamento dominante. L'accesso ai fondi è considerato un requisito fondamentale per i club per aumentare la loro competitività internazionale. Questo concetto di finanziamento prevede l'iniezione diretta di fondi nelle operazioni calcistiche attraverso "prestiti agevolati", che consentono ai club di utilizzare il debito senza interessi (Franck e Lang, 2014). Ad esempio, nel 2008 il proprietario del Chelsea Roman Abramovich ha fornito un prestito agevolato di 701 milioni di sterline; il proprietario del Newcastle United Mike Ashley ha fornito 238 milioni di sterline; il proprietario del Fulham Mohamed Al Fayed ha fornito 175 milioni di sterline.

L'ultimo passo nello sviluppo storico dei club calcistici europei è l'internazionalizzazione e il coinvolgimento di investitori stranieri. Sempre più spesso i club acquistano giocatori dai Paesi in via di sviluppo, creano "club federali" come partner di cooperazione, effettuano viaggi di marketing internazionali e aprono uffici commerciali in

regioni chiave per le vendite future. Oltre alle attività commerciali e all'aumento della presenza dei club all'estero, le associazioni di lega svolgono un ruolo importante nella liberalizzazione dei mercati e nell'espansione della portata internazionale delle attività dei club.

Tali misure adottate dalle associazioni di lega includono la separazione legale e proprietaria dei club, la negoziazione centralizzata degli accordi televisivi regionali e il sostegno alle attività di internazionalizzazione dei club attraverso la sovvenzione di tour di marketing e la fornitura di infrastrutture e collegamenti all'estero. Tuttavia, un'importante eccezione e disconnessione strutturale alla liberalizzazione del mercato interno è l'introduzione della regola UEFA FFP, che si prevede avrà un impatto finanziario e sportivo significativo sui campionati nazionali (Peeters, 2014).

In conclusione, lo studio di Wilson (2013) suggerisce che il modello di proprietà privata straniera è meno efficiente dal punto di vista finanziario rispetto al modello di mercato azionario. Tuttavia, i club di proprietà di investitori privati stranieri superano i club privati dei campionati nazionali e delle società quotate in borsa. Rohde e Breuer (2016) analizzano l'impatto finanziario degli investitori privati stranieri applicando la teoria dei diritti di proprietà a un panel di sette stagioni della Premier League inglese e scoprono che gli investitori privati stranieri hanno un impatto positivo sui salari e negativo sui profitti.

3.3 GLI EFFETTI DEL DELISTING SULLE SOCIETA' QUOTATE

Il delisting si riferisce alla decisione di rimuovere una società dalla lista di una borsa valori, quindi non permetterne più la negoziazione di azioni sul mercato. Ci sono vari motivi per cui una società di calcio potrebbe decidere di essere delistata, ma in generale l'effetto principale è quello di limitare l'accesso ai capitali attraverso il mercato azionario.

In particolare, quando una società di calcio è quotata in borsa, ha l'opportunità di vendere azioni al pubblico e raccogliere fondi per finanziare le sue attività, come l'acquisto di nuovi giocatori, l'aggiornamento delle strutture e la gestione delle finanze. Tuttavia, una volta che la società viene delistata, essa perde l'accesso a questa fonte di finanziamento e deve cercare altre opzioni.

Esistono anche altri effetti del delisting sulle società di calcio. Ad esempio, la rimozione dalla lista può causare un calo del valore delle azioni della società, poiché gli investitori che cercano di vendere le loro azioni potrebbero non essere in grado di farlo facilmente sul mercato. Inoltre, la mancanza di trasparenza nei rapporti finanziari della società può far sorgere dubbi nei confronti degli investitori e limitare la fiducia nel management. Il delisting potrebbe anche influire sull'immagine pubblica della società, specialmente se questa viene vista come una sconfitta o un fallimento. Ciò potrebbe avere un impatto sulle sponsorizzazioni e sulle opportunità di business per la

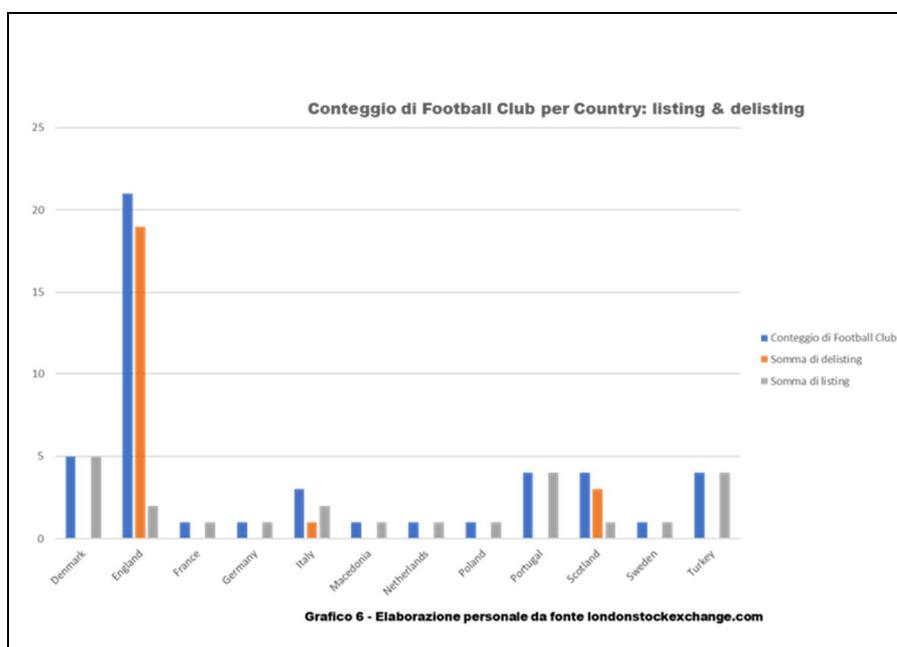
società, e potrebbe anche influire sull'attrattiva della società per i potenziali giocatori.

In generale, il delisting può avere una serie di effetti negativi sulle società di calcio quotate in borsa, ma è importante notare che la decisione di essere delistati potrebbe essere presa per motivi specifici della società e potrebbe anche essere la scelta migliore in determinate circostanze.

Nella sezione precedente, si è osservato che il modello di proprietà del mercato azionario è stato reso popolare nel Regno Unito a metà degli anni Novanta. Poiché il settore si stava rapidamente commercializzando dopo la creazione della Premier League nel 1992, a metà degli anni Novanta la City ha iniziato a vedere l'industria calcistica come una delle aree più brillanti del mercato azionario. I club inglesi quotati erano 22 alla Borsa di Londra (LSE), all'Alternative Investment Market (AIM) e all'OFEX. Un totale di 167 milioni di sterline è stato raccolto attraverso la quotazione in borsa dei club calcistici (Morrow, 1999) e questo denaro è stato utilizzato per una varietà di scopi, come la riqualificazione degli stadi per rafforzare i club e lo sviluppo di attività commerciali;

Alla fine del 1997, i prezzi delle azioni della maggior parte dei club quotati in borsa erano ancora significativamente inferiori ai prezzi della IPO iniziale. Uno dei motivi è il basso livello di scambi azionari rispetto ad altri settori. Ciò è dovuto sia alla mancanza di domanda da parte degli investitori istituzionali sia all'elevato possesso azionario dei tifosi.

Dal 2000, un totale di 19 club calcistici ha registrato perdite. Il grafico 6 mostra il numero di club inglesi ed europei quotati e il numero di club rimossi dall'elenco.



Sono tre le ragioni principali per cui 19 club calcistici del Regno Unito hanno scelto di cancellarsi dal listino. In primo luogo, la quotazione in borsa ha permesso ai club calcistici di ricevere investimenti esterni iniziali, ma i ritorni per gli investitori sotto forma di dividendi e plusvalenze derivanti dall'apprezzamento del prezzo delle azioni sono stati scarsi. In secondo luogo, l'obiettivo delle società calcistiche è quello di promuovere il calcio come attività sportiva e commerciale. Pertanto, i principi di base della massimizzazione dei profitti e dei rendimenti per gli investitori che regolano il modello del mercato azionario non si applicano realmente al contesto delle società calcistiche. Per questo motivo, alcuni commentatori ritengono che il modello del mercato azionario non sia appropriato per l'industria calcistica, che le squadre di calcio abbiano obiettivi multipli piuttosto che un unico

obiettivo generale e che sarebbe più appropriata una struttura di proprietà degli stakeholder più completa che affronti gli aspetti economici e sociali di una squadra di calcio. In terzo luogo, poiché gli investitori stranieri sono diventati più importanti nel calcio inglese, molti club quotati in borsa hanno recentemente subito cambiamenti di proprietà. I cambiamenti di proprietà spesso comportano la trasformazione di una società di calcio in una società privata e la sua cancellazione dal listino, in quanto non è più di proprietà di un gran numero di azionisti e gli obblighi amministrativi richiesti per mantenere una quotazione in borsa sono ridotti. (Hamil e Chadwick, 2010). Analizziamo quindi, i modelli adottati nei principali Paesi europei e il loro impatto sulla governance.

La maggior parte dei 42 club professionistici spagnoli è stata costituita come *Sociedades Anónimas Deportiva* (SAD) Le SAD sono società per azioni a responsabilità limitata, simili al modello britannico in cui la partecipazione azionaria di una squadra di calcio determina i suoi diritti di voto. Il modello SAD manca di una regolamentazione centralizzata, ed è stato introdotto nel calcio spagnolo nel 1990 a seguito di un periodo di crisi finanziaria causata dall'aumento delle pressioni commerciali, dall'incremento dei costi, dalle scarse prestazioni finanziarie e dagli elevati livelli di indebitamento. Solo il Barcellona, il Real Madrid e l'Athletic Bilbao, che hanno registrato un utile nei loro bilanci, sono stati autorizzati a mantenere il modello di proprietà di soci. Questi club sono governati

democraticamente sulla base di un socio, un voto. In primo luogo, va notato che i club spagnoli sono tra i più alti in termini di stipendi e salari. In secondo luogo, a differenza, ad esempio, dei club inglesi, i club spagnoli non sono ancora quotati in borsa e questo può avere un'influenza significativa sulle loro politiche. Le autorità pubbliche e le forze economiche locali possono avere maggiori incentivi a sostenere le squadre di calcio rispetto ad altri campionati europei. Oltre a essere una fonte di finanziamento, il mercato azionario agisce anche come un vincolo sulle spese e sulle perdite, in quanto i club devono rendere conto ai propri azionisti. (Ascari e Gagnepain, 2006)

La maggior parte dei club calcistici italiani di successo sono sotto il controllo di ricchi proprietari privati, famiglie o società, il che riflette la struttura proprietaria dell'ambiente societario italiano. Due club, la Juventus e la Lazio, sono quotati in borsa, ma la minoranza delle azioni scambiate in borsa permette alle famiglie o alle società di mantenere il controllo e c'è poca separazione tra proprietà e controllo (Morrow, 2003). Dal momento che quasi tutte le squadre di calcio italiane sono in perdita, l'unica ragione per la proprietà sarebbe quella di avere dei "trofei".

In passato, le squadre di calcio tedesche erano organizzate come associazioni senza scopo di lucro, ma dal 1998 hanno potuto incorporare la squadra di calcio professionistica come una società controllata, che può essere costituita come una società a responsabilità limitata o una società per azioni. Alcune squadre tedesche hanno scelto di quotarsi in borsa, ma la proprietà ultima e il potere decisionale

rimangono sotto il controllo della federazione. Le regole della Federcalcio tedesca stabilisce che la federazione deve detenere il 50% più uno dei diritti di voto nelle società calcistiche costituite, quindi non è possibile dare la proprietà di maggioranza delle società calcistiche tedesche a singoli individui. A differenza del sistema francese, in cui un'organizzazione di licenze indipendente ha il potere di sanzionare ogni squadra, in Germania è improbabile che la DFL, lega di calcio tedesca, sanzioni drasticamente i suoi membri, in particolare i team del grande mercato. I club della Bundesliga tedesca sono ancora organizzati come associazioni senza scopo di lucro e non sono tenuti a pubblicare i loro conti. Di conseguenza, i dati finanziari forniti dai club tedeschi non devono passare alcun meccanismo di filtraggio esterno serio. (Dietl e Franck 2007)

Le squadre di calcio francesi erano obbligate dalla legge sulla libertà di associazione del 1901 a costituirsi come organizzazioni senza scopo di lucro, limitando le possibilità di investimento esterno. Tuttavia, i problemi finanziari nel calcio francese negli anni '70 e '80 hanno portato a cambiamenti che hanno permesso investimenti privati, ma non hanno ancora consentito ai propri dirigenti di ricevere compensi.

Nel 1999 è stata introdotta la Società pubblica per lo sport professionistico, che ha permesso alle società di calcio di convertirsi in società per azioni e di realizzare profitti e pagare gli amministratori. Inizialmente, i club francesi non erano autorizzati a quotarsi in borsa, ma l'intervento della

Commissione europea ha portato all'approvazione di una legislazione nel 2006 per consentirlo. Solo Lione e Olympique Marseille sono stati quotati in borsa, e la maggior parte dei club in Francia rimane sotto la proprietà di un singolo individuo e le azioni non sono comunemente negoziate. Nel contesto di problemi finanziari osservati nel campionato di calcio francese negli ultimi 10 anni, sorge la domanda se questi riflettano una crisi generale del modello di finanziamento dello sport professionistico. (Andreff, 2018).

Il modello di proprietà del mercato azionario aumenta la trasparenza delle squadre di calcio, ma non garantisce il successo finanziario. Le squadre quotate in borsa hanno spesso fallito nel generare profitti, generando scarsi rendimenti per gli investitori. La proprietà straniera può portare a una perdita di identità locale e a una minore responsabilità e trasparenza nella governance del club. Il caso del Manchester United ne è un buon esempio come descritto nel paragrafo successivo. Alcuni proprietari sono disposti a sostenere perdite finanziarie annuali per migliorare le prestazioni sportive, ma ciò può portare ad alti livelli di debito. L'aumento dei prezzi dei biglietti può allontanare la base dei sostenitori. Esistono vantaggi e svantaggi per ogni tipo di modello di proprietà, ma è importante una regolamentazione adeguata in modo tale proteggere l'integrità del gioco e incoraggiare una gestione finanziaria responsabile. Il delisting può essere conveniente per le società quotate, ma la quotazione non garantisce automaticamente il successo.

3.4 LE EVIDENZE DEL MERCATO INGLESE

Le squadre di calcio della Premier League inglese sono gestite da uno dei tre modelli di proprietà: il mercato azionario, investitori nazionali o investitori stranieri. In tutti e tre i casi, le società calcistiche sono legalmente costituite come società a responsabilità limitata, sebbene il tipo di proprietà può influenzare la governance del club calcistico. Storicamente, come descritto nella sezione precedente, il modello del mercato azionario ha avuto problemi con il valore delle azioni e gli obiettivi aziendali e di conseguenza molti club sono stati delistati dal 2001, con solo due club ancora quotati (Hamil e Chadwick, 2010). È invece aumentato il numero di proprietari nazionali e, più recentemente, stranieri; attualmente nove club sono di proprietà di investitori nazionali e nove di investitori stranieri.

Il modello di proprietà nazionale dei tifosi ha preso slancio nel 2000, quando il governo laburista ha sostenuto la creazione dei “*Supporters Direct*”, incaricata di introdurre il concetto di “Trust”. Per rispettare i regolamenti della Football League, i club calcistici rimangono società private a responsabilità limitata e gli azionisti pubblici, i “*Supporters Trust*”, possiedono la maggioranza delle azioni del club calcistico.

Il modello di proprietà degli investitori stranieri è diventato una tendenza importante nella Premier League inglese negli ultimi anni: Nel 2007, otto dei 20 club della Premier League erano di proprietà di investitori stranieri. Ci sono

tre chiare ragioni che spiegano l'aumento degli investitori stranieri. In primo luogo, la crescente commercializzazione dell'industria calcistica ha aumentato in modo significativo i costi di gestione di un club della Premier League, dato il significativo aumento degli stipendi dei giocatori. In secondo luogo, possedere un club di Premier League è una proposta interessante per gli investitori stranieri, in particolare come asset "trofeo", poiché possedere un club che partecipa alle competizioni di Premier League può dare al proprietario un profilo e un prestigio globale. La Premier League è il campionato più popolare al mondo e possedere uno dei club che ne fanno parte è un fattore di prestigio. In terzo luogo, l'elevato valore degli ultimi diritti di trasmissione nazionali, internazionali e delle principali squadre, per un valore di circa 2,7 miliardi di sterline tra il 2007 e il 2010, e l'opportunità di espansione globale per massimizzare il potenziale del marchio nei mercati emergenti come l'Asia, lo rendono interessante per gli investitori stranieri.

Tuttavia, secondo i dati finanziari presentati in precedenza, i club della EPL sono caratterizzati da alti livelli di indebitamento, mentre i ricavi aumentano e le prestazioni finanziarie diminuiscono. I dati Deloitte (2023) confermano questa tendenza a livello europeo, dove l'equilibrio tra ricavi e spese dei club dei "cinque grandi" campionati europei si deteriora ulteriormente.

Wilson (2011) ha analizzato la performance finanziaria di ciascun club della EPL e l'ha confrontata con la relativa posizione in classifica nel campionato: il coefficiente di

correlazione tra la classifica del campionato e la performance finanziaria (indicatori chiave e punteggio finanziario complessivo) dei club della EPL dal 2001 al 2010. I valori negativi del coefficiente di correlazione per tutti gli indicatori di crescita, redditività e liquidità suggeriscono che quando la posizione in classifica di un club migliora (o peggiora) anche la sua performance finanziaria migliora e viceversa. In altre parole, il coefficiente di correlazione è una misura della forza con cui due titoli tendono a muoversi insieme. I valori sono compresi tra -1 e 1. Se il valore è prossimo a 1, significa che i titoli A e B hanno lo stesso rendimento, sia positivo che negativo, ogni giorno. Se invece la correlazione è inferiore a 1, significa che mentre il titolo A realizza un profitto, anche il titolo B realizza un profitto esattamente allo stesso ritmo, ma in modo negativo.

Per la maggior parte degli indicatori finanziari chiave analizzati, la correlazione con la posizione in classifica è molto debole e non statisticamente significativa. Tuttavia, il valore r del rapporto debito/PIL è statisticamente significativo e diverso da zero. È dimostrato che i club con maggiore liquidità tendono a posizionarsi più in alto in classifica. Si osserva che i club con capitale nazionale e che operano secondo il modello della borsa valori hanno un utile netto più elevato in percentuale del fatturato rispetto ai club di proprietà di investitori stranieri. Inoltre, i club quotati in borsa presentano una maggiore liquidità e livelli di indebitamento inferiori rispetto ai club privati, indipendentemente dal fatto che siano di proprietà di

investitori nazionali o stranieri. D'altra parte, non vi è alcuna differenza statisticamente significativa tra i club di proprietà nazionale e quelli di proprietà straniera in termini di indici di liquidità. Pertanto, i club di proprietà straniera hanno mostrato livelli di indebitamento significativamente più elevati rispetto agli altri modelli di proprietà.

La tendenza dei club ad abbandonare il modello borsistico per passare a una proprietà prevalentemente straniera continua con forza: Nove club nel 2001 e sette nel 2005 erano quotati in borsa, mentre nel 2010 solo due club (Arsenal e Tottenham) sono rimasti quotati. Recentemente il Tottenham si è delistato ed è tornato di proprietà privata nell'ambito di un piano per finanziare la costruzione di un nuovo stadio. Le acquisizioni straniere sono diventate la forma di proprietà più dominante nei club della EPL.

In risposta al rapido aumento dei livelli di indebitamento e alle spese eccessive, il governo europeo (UEFA) ha adottato misure per cercare di risolvere il problema della gestione finanziaria dei club calcistici introducendo il FFP. Tuttavia, a livello di campionato, la Premier League inglese continua a dominare, con 10 club che rappresentano il 42% del valore d'impresa (EV) totale delle altre squadre europee (grafico n° 7).

Numero di club, valore aggregato per paese e quota di EV

Countries	Number of clubs							Total EV 2022 (EURm)	Average value per club (EURm)	Σ 100%
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
England	7	8	9	9	9	8	10	15,422	1,542	42%
Spain	5	6	6	6	7	6	6	9,399	1,385	22%
Italy	7	6	6	6	6	7	7	4,823	689	13%
Germany	3	3	3	3	3	3	3	4,404	1,468	12%
France	4	3	3	3	2	3	2	2,588	1,294	7%
Portugal	2	1	1	1	2	2	2	837	318	2%
Netherlands	2	2	1	1	1	1	1	473	473	1%
Turkey	2	3	3	2	2	2	1	344	344	1%

grafico 7 - Fonte: Football Benchmark

Un esempio è il delisting del Manchester United nell'estate del 2004, quando un importante uomo d'affari americano, ha acquistato una quota della società e alla fine ha comprato tutte le azioni (Wilson, 2011).

Malcolm Glazer, magnate americano dello sport e proprietario dei Tampa Bay Buccaneers (squadra di football americano), ha assunto il pieno controllo del Manchester United con un'acquisizione da 790 milioni di sterline nel giugno 2005. L'acquisizione è stata controversa e molti sostenitori del club hanno cercato disperatamente di impedirla. Dopo la quotazione del Manchester United alla Borsa britannica nel 1990 e un'ondata di investimenti nelle azioni, il club è migliorato in termini di prestazioni e classifica. Il suo più grande successo è arrivato nella stagione 1999, quando ha vinto la Premier League inglese (EPL), la FA Cup e la UEFA Champions League (UCL). Questo successo ha reso il Manchester United uno dei più grandi marchi globali dello sport e si stima che il club abbia un valore di circa 670 milioni di sterline, il che lo rende un possibile obiettivo di acquisizione. Rupert Murdoch ha già

tentato un'acquisizione in passato, ma è stato bloccato dall'Office of Fair Trading. Il problema principale per chiunque tenti un'acquisizione è quello di entrare in una posizione in cui possono acquisire il 75% delle azioni. A questo punto un club può essere “delisted” dalla quotazione e al 90% può essere effettuato un acquisto obbligatorio per il restante 10% delle azioni.

Attraverso l'acquisto della Red Football Company, è riuscito a prendere il controllo del club e a trasformarlo in una società completamente privata. Anche se l'acquisizione richiese un po' di tempo, la meccanica dell'acquisizione fu molto semplice. Si rese conto che doveva convincere i principali azionisti a cedere la loro quota nella società, mantenendo le proprie azioni. Le azioni vengono spesso acquistate per ottenere un guadagno finanziario. Nel maggio 2005, un'azione del Manchester United valeva circa 2,60 sterline. L'offerta pubblica di acquisto proposta per acquisire la quota del 28,7% detenuta dall'uomo d'affari irlandese era di 3 sterline. Il valore di mercato delle azioni era di circa 670 milioni di sterline, 120 milioni di sterline in meno rispetto al prezzo finale.

Alla fine l'acquisizione del club è andata a buon fine, ma per farlo ha dovuto contrarre una serie di prestiti rischiosi oltre al suo investimento personale. Il Manchester United Football Club è una società finanziariamente stabile che realizza regolarmente profitti, può facilmente finanziare l'acquisto di nuovi giocatori e, in caso di successo sul campo in futuro, sarà in grado di generare maggiori entrate

e ripagare rapidamente i debiti. Il Manchester United era già un marchio globale di successo, che attirava un vasto pubblico in tutto il mondo e generava profitti significativi. È noto che il Manchester ha sfruttato maggiormente la copertura televisiva, ha aumentato i prezzi dei biglietti e ha organizzato tournée con ampi margini di profitto in Estremo Oriente e negli Stati Uniti per generare maggiori entrate. In effetti, all'inizio del 2010 tutte queste strategie erano state attuate e rafforzate dai continui successi del club sul campo, tra cui tre titoli della EPL, una seconda finale nel 2009 e molti altri riconoscimenti nazionali.

Le azioni del Manchester United sono state delistate dopo 14 anni di negoziazione e l'analisi di questa storia fornisce utili indicazioni su come idee finanziarie valide possano avere effetti diversi. Con la quotazione in borsa, la dirigenza del Manchester United ha potuto raccogliere i fondi necessari per sfidare seriamente le migliori squadre d'Inghilterra e d'Europa. In un certo senso, questa decisione è giustificata, visti i riconoscimenti che il club ha ottenuto dalla sua quotazione. Come già detto, il club non era un possibile obiettivo di acquisizione a causa del valore della sua attività. Tuttavia, dopo la quotazione in borsa, chiunque avrebbe potuto tentare un'acquisizione se i fondi fossero stati disponibili e il livello di finanziamento fosse stato garantito.

3.5 LE EVIDENZE DEL MERCATO ITALIANO

L'Italia sta vivendo una crisi calcistica. In effetti, le società calcistiche europee sono state colpite da crisi finanziarie

molte volte in passato. Tuttavia, questo non indica una crisi del mondo del calcio nel suo complesso. Oggi la chiamiamo crisi sistemica. Il concetto di crisi sistemica ha due caratteristiche: (i) quando esiste un problema comune che colpisce tutti i club e ha un impatto finanziario negativo su tutti i club e (ii) quando la crisi di un club o di un gruppo di club minaccia la stabilità finanziaria di altri club.

Nel calcio, l'interconnessione si manifesta tramite il processo della competizione sportiva: una squadra non può giocare senza la collaborazione di un'altra. Se un club fallisce, potrebbe non essere in grado di realizzare il proprio programma e il valore della competizione nel suo complesso potrebbe indebolirsi. Se le squadre con un seguito limitato falliscono e vengono sostituite da squadre con un seguito più numeroso, potrebbe ancora verificarsi che le squadre rimanenti ottengano benefici, ma se le squadre popolari falliscono, la qualità della competizione e la situazione finanziaria di tutti i club potrebbero peggiorare. Alla luce delle attuali difficoltà che molti dei grandi club italiani stanno affrontando, la determinazione dell'UEFA potrebbe essere messa alla prova nelle prossime stagioni.

Un'alternativa a una regolamentazione più rigida è quella di adottare la prassi americana. Anche se questo potrebbe non piacere a molti in Italia e in Europa, va ricordato che le maggiori leghe americane (baseball, football americano e basket) sono molto più stabili finanziariamente del calcio europeo. La "Major League Baseball" ha una serie di

meccanismi che garantiscono sia l'equilibrio competitivo che la stabilità finanziaria. Tra questi vi sono i tetti salariali, le regole, la condivisione dei ricavi e altre misure di redistribuzione, molte delle quali sono sostenute anche in Europa. Negli Stati Uniti, i club attualmente di successo sono disposti a redistribuire ai club più deboli, sapendo che la loro situazione si invertirà in futuro e che un giorno anche loro beneficeranno del sistema. In Europa, invece, i grandi club rifuggono dall'idea di condividere con i club più deboli per paura che questi ultimi diventino più forti e i grandi club vengano retrocessi. Si potrebbe organizzare un campionato centralizzato, con un controllo delle risorse quasi uguale per tutti, un tetto agli stipendi e, soprattutto, nessuna retrocessione che permetta di investire meglio e senza timori e introducendo il “*draft*” che permetta alle squadre peggiori di ottenere i potenziali più forti. Il “*draft*” è uno dei momenti più emozionanti del basket mondiale. I migliori talenti del basket universitario cercano di fare il salto nel mondo professionistico. Il processo di selezione è regolato da un meccanismo complesso e da varie regole che permettono alle squadre peggiori di ottenere i potenziali più forti (Lago, Simmons e Szymanski, 2006). Senza dubbio molti club italiani avrebbero potuto prendere in considerazione una Super League europea ad accesso chiuso o limitato, non solo per sviluppare una competizione più attraente, ma anche per creare le basi per un sistema finanziario più sicuro. Ricordiamo che nel 2021, 12 club europei, noti come i Fondatori, annunciarono malamente la creazione di una nuova

competizione continentale infrasettimanale in concomitanza con la Lega. Tra le italiane, Juventus, Inter e Milan, la UEFA e le federazioni nazionali bloccarono immediatamente il progetto, con il rischio che i club intenzionati a partire venissero esclusi dai rispettivi campionati nazionali e che i giocatori interessati non venissero convocati in nazionale (Ruta, Lorenzon e Sironi, 2020).

Le squadre di calcio italiane sono interessate a diversificare le fonti di guadagno, cercando di aumentare e stabilizzare ulteriormente la redditività delle squadre. In un contesto complesso come questo, le società di calcio italiane dovrebbero basare le loro iniziative sui loro principali asset. I marchi sono il mezzo con cui le società calcistiche possono aumentare e fidelizzare i tifosi e creare vantaggi competitivi che incrementano i flussi di cassa e gli introiti attuali e futuri. Inoltre, gli stadi possono diventare importanti generatori di profitti. I risultati negativi della maggior parte delle società italiane, sia professionistiche che dilettantistiche, dimostrano che non è facile trasformare l'altissima popolarità del calcio in un risultato economico positivo. Affinché una società di calcio si evolva da un'organizzazione orientata alla tecnica a un'organizzazione multi-business, deve essere guidata da una strategia chiara. La struttura organizzativa deve sostenere le decisioni strategiche prese, al fine di facilitare questo processo di trasformazione insieme ai cambiamenti di proprietà che spesso comportano la trasformazione di

una società di calcio in una società privata e la sua cancellazione dal listino (Baroncelli e Lago, 2006).

La prossima sezione analizza le evidenze sul mercato azionario delle società calcistiche italiane e sul “*delisting*” dell'AS Roma. Una svolta decisiva per il mercato azionario italiano si è verificata nel 1996, quando sono cambiati gli obiettivi delle società calcistiche ed è entrato in gioco la motivazione del profitto. La prima società a quotarsi in borsa è stata la Lazio nel 1998, raccogliendo circa 60 milioni al prezzo di 11.500 lire (5,9 euro) per azione, suddivisi tra il club e la “holding company”. Successivamente nel 2000 la AS Roma si è quotata a Piazza Affari, raccogliendo 71,5 milioni di euro, in parte per pagare i debiti e in parte per essere ceduti alla famiglia Sensi. Poi, il 20 dicembre 2001, è stata la volta della Juventus: al prezzo di 3,55 euro per azione, ha fruttato 63 milioni di euro al club, 80 milioni alla casa madre della famiglia Agnelli e 5,5 milioni all'amministratore delegato. Nonostante la buona volontà e l'entusiasmo iniziale, i prezzi delle azioni di tutte e tre le società sono successivamente crollati, causando perdite di diversi milioni di euro. Ciò può essere attribuito alla sopravvalutazione iniziale delle azioni, ma anche alle prestazioni sportive, prive di vittorie e di importanti risultati europei. Va inoltre considerato lo scandalo che ha colpito nel 2006 il calcio italiano, nel quale sono stati coinvolti molti club, anche quotati in borsa.

Investire nelle azioni di una squadra di calcio è un investimento rischioso. Come mostra il grafico n° 8, dopo

la quotazione a Piazza Affari, la Lazio ha perso il 95% del suo valore, cioè il valore della sua quotazione. E negli ultimi anni anche altri club quotati sono scesi molto al di sotto dei prezzi di listino del 2001.

Anche in termini di ricavi la situazione non è migliorata. I ricavi della Juventus sono scesi da 460 milioni di euro nel 2018/19 a 401 milioni di euro nel 2021/22, a causa del mantenimento delle restrizioni della Serie A nel 2021/22 e del minor successo nelle competizioni UEFA per club (Deloitte 2023).



Una ricerca della società di consulenza KPMG (2023) mostra che non sempre esiste una chiara correlazione tra la performance delle azioni in borsa e i risultati sportivi di una squadra di calcio. La vittoria sul campo non è sempre sufficiente per far brillare un titolo. Uno studio condotto da Boțoc, Mihancea e Molcuț (2019) ha esaminato l'effetto dei risultati delle partite di calcio sulla quotazione delle azioni (2007-2018) di tre squadre italiane: Juventus, AS Roma e Lazio. Lo studio ha utilizzato due approcci distinti. Nel primo approccio, è stato analizzato l'impatto dei risultati delle partite su un indice di mercato che

rappresenta i prezzi delle azioni delle squadre di calcio in Europa, l'indice Stoxx European Football. Nel secondo approccio, invece, è stato valutato l'impatto dei risultati delle partite sulle singole azioni delle squadre. Utilizzando il metodo GARCH-M per modellare la volatilità, i risultati hanno indicato che i prezzi delle azioni delle squadre sono influenzati, seppur in modo modesto, dai risultati positivi delle partite di calcio, piuttosto che dalle singole performance delle squadre. Questi risultati hanno implicazioni sia per gli investitori "emotivi", in quanto il sentimento di appartenenza alla squadra preferita influisce sul valore futuro delle azioni, sia per gli investitori speculativi che potrebbero prendere in considerazione le previsioni sui risultati calcistici attesi.

A fronte di questi scarsi risultati, il delisting della Roma è stato completato il 14 settembre 2022 e la storia borsistica della Roma si è conclusa ufficialmente. Seguiamo ogni fase del processo, dall'acquisto delle azioni al completamento del processo di delisting. "Romulus and Remus Investments LLC" è la versione americana della società a responsabilità limitata, con sede nel Delaware (USA) e di proprietà del signor Friedkin, che già possedeva la maggioranza delle azioni della Roma e che ora possiede una percentuale delle azioni per diventare l'unico proprietario del club. Infatti, nell'agosto 2020, gli attuali proprietari dei giallorossi hanno acquistato circa l'86,6% delle azioni della Roma dai precedenti proprietari (grafico n° 9), diventando così l'azionista di maggioranza e il proprietario effettivo del club. Nel frattempo, il restante

13,4% delle azioni era nelle mani di una serie di azionisti minori, tutti proprietari di una piccola parte del club capitolino. Per aumentare la loro partecipazione e diventare l'unico proprietario della Roma, hanno annunciato che avrebbero offerto un prezzo favorevole per rilevare le azioni dei piccoli azionisti e hanno lanciato un'offerta pubblica di acquisto (OPA) (asroma/corporate.com).



Grafico 9 - Elaborazione personale da fonte asroma.com

Nel maggio 2022, quando il prezzo di una singola azione della Roma si aggirava intorno a 0,35 euro, hanno annunciato che, seguendo la procedura prevista dalla normativa nazionale, avrebbero pagato 0,43 euro per azione, aumentando così il valore detenuto dagli azionisti di circa il 18,5%, ed offrire “un premio fedeltà” per chi vende le proprie azioni, quali l’accesso diretto all’Assist Club per assistere agli allenamenti della squadra presso il centro sportivo e di partecipare ad un evento insieme al team e al management (assist.asroma.com)

Un’offerta interessante per gli azionisti di minoranza, in quanto il prezzo di una singola azione della Roma si

aggirava intorno a 0,43/0,45 euro nel lontano 2016 (grafico n° 10)

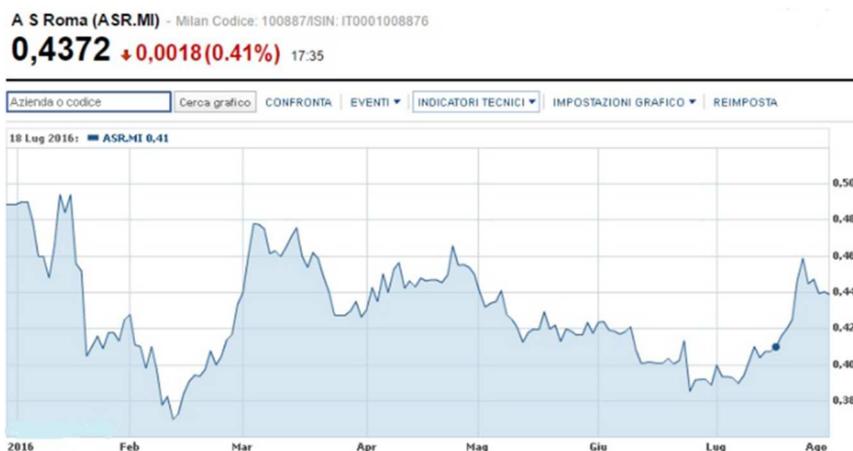


grafico 10 - Fonte: borsaitaliana.it

L'obiettivo dei proprietari della Roma era quello di acquistare il maggior numero possibile di azioni e portare la loro proprietà della Roma ad almeno il 95%, criterio strategico per avviare la procedura di "delisting" del titolo. La proposta iniziale di Friedkin prevedeva che i piccoli azionisti potessero sottoscrivere le azioni a partire dal 13 giugno 2022, con scadenza l'8 luglio, ma questa scadenza è stata rinviata due volte, prima al 15 luglio e infine al 22 luglio. Il secondo rinvio è servito a facilitare la vendita delle azioni da parte dei piccoli investitori, per i quali è stato proposto di aumentare il prezzo di acquisto per azione da 0,43 euro a 0,45 euro, il che implica un aumento di circa il +4,7%. Sono riusciti a raggiungere l'obiettivo del 95% delle azioni dell'A.S. Roma. Di conseguenza, hanno avviato una procedura nota come "squeeze-out", che ha permesso loro di acquistare le azioni rimanenti e di possedere il 100% della Roma. Lo "squeeze-out" è un diritto conferito agli azionisti principali che detengono più del 90% delle azioni di acquistare le azioni rimanenti e i

diritti di voto, e consente agli azionisti di minoranza di cedere le proprie azioni a quest'ultimi, ritirandosi dalla società.

Per inciso, secondo la procedura finanziaria prevista dal Testo Unico della Finanza (TUF,1998), la principale fonte normativa in materia di finanza e intermediazione finanziaria in Italia, articolo 108, il nuovo azionista di controllo deve acquisire una partecipazione significativa superiore al 90% del numero totale di azioni in circolazione. La giustificazione di ciò si può leggere nel fatto che una società deve detenere un livello minimo di flottante, definita quota di capitale sociale rappresentata dalle azioni che non appartiene all'azionista di controllo, per poter continuare a essere negoziata in Piazza Affari. In altre parole, è la parte che appartiene al mercato. Le azioni flottanti sono, per definizione, molto importanti perché misurano il particolare livello di liquidità di un titolo. Il grado di liquidità determina la misura in cui il titolo è negoziabile e scambiabile tra i partecipanti al mercato. Secondo il regolamento di Borsa Italiana, se una società non è più in grado di garantire un adeguato flottante, viene cancellata dalla quotazione. Come regola generale, il 10% (la differenza tra il 100% e il 90%) è la soglia in cui il flottante è considerato insufficiente a garantire la liquidità di un titolo. Pertanto, se questa soglia non è più garantita, la società deve essere delistata e privatizzata.

Pertanto, sempre il TUF prevede che se un soggetto con almeno il 95% delle azioni di una società esegue un'offerta pubblica di acquisto, ha il diritto di acquistare le azioni

senza che i restanti azionisti di minoranza si opponessero alla vendita. Una volta completata la procedura di dismissione, sono diventati gli unici proprietari dell'A.S. Roma; il costo totale dell'operazione, che li ha portati a possedere il 100% delle azioni, dall'86,6%, è stato di circa 30 milioni di euro ed è stato completato a settembre. In una nota pubblicata sul proprio sito web, infatti, la Roma ha annunciato l'acquisizione di 24.360.863 azioni, pari al 3,874% del capitale sociale, raggiungendo con questa operazione il 100% delle azioni.

Poiché il gruppo americano non era stato precedentemente attivo nel settore calcistico, non si trattava di un'acquisizione interessante per creare sinergie, né di un tifoso in quanto non aveva precedentemente detenuto azioni della società. Si può quindi affermare che le ragioni finanziarie sono state la motivazione dominante. Questa può essere definita come la volontà di ottenere un rendimento equo e adeguato sull'investimento, superiore al costo del capitale investito.

L'A.S. Roma S.p.A. è stata percepita come una società con un grande potenziale di creazione di valore, ma inesperto. Il club aveva una lunga storia di risultati finanziari negativi e doveva adottare le misure necessarie, come disinvestimenti e cessioni di giocatori, per soddisfare i requisiti del regolamento UEFA sul Fair Play Finanziario (Schubert, 2014) e (Nicolliello e Zampatti, 2016).

3.6 CONCLUSIONI

Negli anni '80, molti club di calcio inglesi hanno deciso di quotarsi in borsa, un fenomeno che si è poi diffuso in tutta

Europa. Questa scelta è stata motivata dalla necessità di ottenere capitali per avviare nuovi progetti di costruzione degli stadi e per raccogliere fondi attraverso il mercato, migliorando così la propria immagine agli occhi degli investitori e aumentando la propria affidabilità.

Tuttavia, non tutti i club hanno ottenuto risultati redditizi e stabili da questa decisione. L'aumento dei costi e la dipendenza dalle prestazioni sportive hanno portato al delisting di molti club, cioè alla loro uscita dalla quotazione in borsa. Il calcio europeo si caratterizza per una bassa redditività, causata dall'allontanamento dei tifosi dagli stadi e dalla diminuzione dei diritti televisivi durante la pandemia. Uno studio sul valore d'impresa ha confermato che solo pochi club europei sono quotati in borsa e rientrano nella top list.

Lo studio evidenzia inoltre che le società calcistiche europee faticano a bilanciare i propri conti, nonostante una ripresa dei ricavi dopo la pandemia. A causa di questa situazione, la UEFA ha introdotto un regolamento finanziario per disciplinare le finanze dei club. La crisi finanziaria ha portato a grandi cambiamenti e a diverse forme di proprietà nel mondo del calcio. Nella Premier League, ad esempio, i cambiamenti di proprietà straniera e di governance dei club hanno comportato la trasformazione in società private e la cancellazione dal listino. Anche se il modello di proprietà del mercato azionario aumenta la trasparenza del club di calcio, non garantisce il successo finanziario. Le squadre quotate in

borsa hanno spesso fallito nel generare profitti, e il cambio di modello di proprietà ha portato al delisting del club.

Il tipo di proprietà può influenzare la governance del club calcistico. L'aumento degli investitori stranieri può essere spiegato sia dall'aumento significativo dei costi di gestione e degli stipendi dei giocatori, sia dall'opportunità di espandersi a livello globale attraverso i diritti televisivi. Tuttavia, i dati finanziari mostrano alti livelli di indebitamento con ricavi in aumento ma prestazioni finanziarie in calo. È ormai evidente che i club tendono ad abbandonare il modello di quotazione in borsa per passare a una proprietà prevalentemente privata straniera.

In Italia, anche il mercato calcistico ha affrontato questo processo di trasformazione insieme ai cambiamenti di proprietà che spesso comportano la trasformazione di una squadra di calcio in una società privata e la sua uscita dalla quotazione in borsa, come nel caso della AS Roma. I vantaggi della quotazione in borsa per una società risiedono principalmente nella facilità di raccogliere capitali da terzi, che è la ragione principale per cui alcuni club professionistici decidono di entrare nel mercato azionario. D'altro canto, i vantaggi diretti della cancellazione dal listino sono di natura economica e derivano dal risparmio dei costi di quotazione. Questi costi sono strettamente legati all'obbligo delle società quotate di fornire informazioni ai propri azionisti e, se quantificati, permettono al club come l'AS Roma di risparmiare circa 3 milioni di euro all'anno.

Un'alternativa possibile a una regolamentazione più rigida potrebbe essere adottare il modello americano. Sebbene questa prospettiva potrebbe non essere ben accolta da molti in Italia e in Europa, è importante ricordare che le principali leghe sportive americane godono di una stabilità finanziaria maggiore rispetto al calcio europeo, grazie a una serie di meccanismi che assicurano sia l'equilibrio competitivo che la stabilità finanziaria. Questi meccanismi includono l'implementazione di tetti salariali, regole specifiche, la condivisione dei ricavi e altre misure di redistribuzione, molte delle quali sono supportate anche in Europa. Negli Stati Uniti, i club di successo sono disposti a redistribuire i potenziali più forti ai club più deboli, consapevoli che la situazione potrebbe invertirsi in futuro e che, un giorno, anche loro potrebbero beneficiare di questo sistema. I migliori talenti del calcio dilettantistico potrebbero cercare di fare il salto nel mondo professionistico. Nonostante possa destare perplessità, l'adozione di un approccio simile potrebbe contribuire a promuovere una maggiore stabilità finanziaria e un equilibrio competitivo nel calcio europeo, simile a quanto si osserva nel contesto sportivo americano.

CONCLUSIONI

Il lavoro cerca di spiegare il fenomeno sempre più diffuso del delisting delle società calcistiche nei mercati europei.

La tesi ha analizzato il fenomeno del delisting negli Stati Uniti all'inizio degli anni '80 e dalla sua comparsa i mercati di tutto il mondo hanno sperimentato diverse ondate di delisting. In una certa misura, le società sono state in grado di ottenere benefici fiscali dalla transizione verso la privatizzazione. In Italia, le società pubbliche e private sono soggette alle stesse leggi fiscali e non ci sono vantaggi fiscali nella privatizzazione. Alcune aziende possono decidere di quotarsi in borsa o di privatizzarsi senza avere una visione a lungo termine. Di conseguenza, decidono di quotarsi in borsa quando il mercato azionario è in rialzo e di privatizzare quando il prezzo di mercato scende. Rispetto alle dimensioni dell'economia italiana, il mercato azionario è relativamente limitato a causa delle dimensioni che le società italiane devono raggiungere per essere quotate in borsa; negli Stati Uniti accade il contrario. Per quanto riguarda i delisting volontari, quello che si nota nella letteratura è la forte predominanza delle offerte pubbliche di acquisto (OPA) tra i meccanismi usati per il delisting. Mentre in altri mercati, come quello statunitense, ci si trova spesso di fronte a leverage buyout (LBO), in Italia gli azionisti di controllo fanno spesso offerte pubbliche di acquisto obbligatorie o volontarie. Nella maggior parte dei casi, le operazioni di LBO sono effettuate da fondi di private equity e il loro grado di sviluppo nel mercato italiano è ancora limitato e basso

rispetto al grado di sviluppo di questi fondi in mercati come quelli anglosassoni.

La quotazione in borsa consente alle società di mantenere la liquidità e finanziare la crescita senza la pressione di pagare dividendi costanti, permette alle società di pianificare ed eseguire la crescita e la ristrutturazione senza considerare l'influenza del mercato pubblico e può essere una strategia per proteggere le società da acquirenti ostili.

Inoltre, le società delistate e cancellate possono avere la possibilità di continuare a negoziare in mercati non regolamentati come i "Pink Sheets" statunitensi. Un'altra questione da tenere in considerazione nel valutare questo fenomeno è che nelle operazioni di "going dark" le società possono avere l'opportunità di mantenere alcuni dei vantaggi del loro status pubblico senza dover sostenere i costi della conformità normativa.

La crisi del 2008 è stata la forza trainante dello sviluppo di un mercato dominato da piccole e medie imprese (PMI) che faticano a trovare capitali per la crescita, e il private equity è emerso come una reale alternativa alle fonti di finanziamento tradizionali come le banche, che richiedono garanzie che gli imprenditori non possono sempre fornire. I delisting spesso coinvolgono operatori di private equity, che possono giocare un ruolo chiave nel successo delle transazioni pubblico-privato.

Tornando ai club di calcio, negli anni '90 si è assistito a un aumento del numero di club quotati in borsa nel Regno Unito, con un picco di oltre 20 club quotati. Tuttavia,

dall'inizio degli anni Duemila, tutti i club, tranne due, si sono cancellati dal listino. Le ragioni di questa tendenza sono varie: i costi continui di mantenimento di una quotazione in borsa, la mancanza di liquidità e l'alta volatilità dei prezzi delle azioni sono stati citati come motivi per passare al settore privato. La riluttanza dei club a quotarsi in borsa è in gran parte dovuta al loro capitale circolante, costituito dai giocatori. I club acquistano un asset sotto forma di giocatori e pagano un corrispettivo iniziale sotto forma di tassa di trasferimento. Se un club acquista un giocatore per 25 milioni di sterline e paga 5 milioni di sterline all'anno per un contratto di cinque anni, questo rappresenta un investimento in un asset da 50 milioni di sterline piuttosto che la cifra di trasferimento iniziale di 25 milioni di sterline. Oltre al costo dei giocatori, il club può cambiare frequentemente manager, con conseguente aumento dei costi di ingaggio e salariali. I dividendi tendono a essere scarsi e insignificanti. L'investimento in una squadra si basa sull'apprezzamento del prezzo delle azioni.

Mentre i prezzi delle azioni di club calcistici come la Juventus, il Borussia Dortmund e il Celtic hanno avuto un andamento positivo negli ultimi anni (2015-2019), gli investitori dell'AS Roma hanno perso quasi un quinto (19,5%) del loro denaro. Nel 1990, alimentati dall'iniziale afflusso di denaro proveniente dai diritti televisivi, diverse squadre si sono affollate sul mercato azionario senza costruire una credibilità finanziaria. Con l'impennata dei costi trasferimento, degli stipendi, molti club sono stati

"*delistati*" dopo che i prezzi delle azioni sono crollate. Sebbene il successo sul campo possa avere un impatto significativo sulla performance del prezzo delle azioni di una squadra di calcio, gli investitori sono consapevoli che una squadra vincente non significa automaticamente un prezzo delle azioni più alto e viceversa (Atherton, 2019).

La proposta di questo lavoro è stata riunire e organizzare le ricerche teoriche sul delisting dei club europei e secondariamente descrivere il fenomeno del nostro paese. Il processo di delisting è fortemente eterogeneo in quanto dipende da una serie di aspetti come le condizioni macroeconomiche, i regolamenti dei mercati, ma soprattutto dalla governance aziendale e i cambiamenti di proprietà. La struttura organizzativa deve sostenere le decisioni strategiche prese, al fine di facilitare questo processo di trasformazione insieme ai cambiamenti di proprietà che spesso comportano la trasformazione di una società di calcio in una società privata e la sua cancellazione dal listino. Inoltre le acquisizioni straniere sono diventate la forma di proprietà più dominante prima nei club della Premier League Inglese e successivamente nei "*Big Five*" del calcio europeo che rappresentano oltre il 50% del fatturato totale dell'intero mercato. La tendenza dei club ad abbandonare il modello borsistico per passare a una proprietà prevalentemente privata straniera continua con forza per tre ordini di motivi (i) la commercializzazione dell'industria calcistica e conseguente aumento degli stipendi dei giocatori (ii) prestigio globale (iii) elevato valore dei diritti televisivi a

livello internazionale. Le performance finanziarie non stabili, la bassa redditività dei principali club del calcio europeo e il fermo dei campionati causa pandemia, hanno portato quasi tutti i club in Europa ad una crisi finanziaria. L'ente preposto dello sport Europeo (UEFA) ha introdotto il "*Financial Fair Play*" (FFP), strumento per portare disciplina e razionalità nelle finanze delle società calcistiche, e garantire un equilibrio più competitivo nei campionati.

Un'alternativa a una regolamentazione più rigida è quella di adottare la prassi americana. Anche se questo potrebbe non piacere a molti in Italia e in Europa, le maggiori leghe americane sono molto più stabili finanziariamente del calcio europeo.

Infine, nel terzo capitolo, è stato analizzato il fenomeno del delisting nelle società di calcio in Italia, spesso caratterizzate da una struttura proprietaria complessa, con la presenza di un numero elevato di azionisti, spesso di piccole dimensioni, che rende difficile la gestione della società e delle sue attività. Si presenta infine, uno studio sul caso della AS Roma, la società quotata in borsa nel 2000. L'operazione di delisting della società calcistica AS Roma da Piazza Affari, avvenuta il 14 settembre 2022, ha suscitato un'ampia riflessione sulle dinamiche finanziarie e strategiche che coinvolgono il mondo del calcio e il mercato azionario. L'AS Roma, una delle squadre di calcio più importanti d'Italia, ha intrapreso questa decisione al fine di acquisire una maggiore flessibilità finanziaria e autonomia nella gestione delle proprie risorse. Il delisting

ha comportato il ritiro delle azioni dalla borsa, rendendo la società una società non quotata. Ciò ha permesso all'AS Roma di evitare le pressioni e le aspettative degli azionisti pubblici, focalizzando invece la sua attenzione sulle strategie a lungo termine e sui piani di sviluppo del club. Questa mossa è stata motivata dalla necessità di liberare risorse finanziarie per investimenti più mirati, tra cui l'ampliamento dello stadio e il potenziamento della squadra. Il delisting da Piazza Affari segna una nuova tappa nella storia dell'AS Roma, consentendo alla società di assumere un maggiore controllo del proprio destino e di sviluppare un modello di business più sostenibile. Tuttavia, questa decisione non è stata priva di critiche e dubbi riguardo alla trasparenza e alla governance della società. Inoltre, la scelta di uscire dal mercato azionario comporta una maggiore responsabilità per l'AS Roma nel gestire in modo efficiente le risorse finanziarie e mantenere elevati standard di governance interna. Sarà fondamentale per la società dimostrare ai suoi sostenitori, ai tifosi e agli investitori che questa decisione si tradurrà in benefici tangibili per il club e la sua crescita nel lungo periodo.

In conclusione, il delisting dell'AS Roma da Piazza Affari rappresenta un passo audace verso un nuovo modello di gestione finanziaria e strategica per la società calcistica. Il successo di questa decisione dipenderà dalla capacità della società di capitalizzare sull'autonomia ottenuta e di realizzare i suoi obiettivi di crescita e sviluppo nel lungo termine, mantenendo al contempo elevati standard di trasparenza e governance.

BIBLIOGRAFIA

Andreff Wladimir, (2007) “French Football - A Financial Crisis Rooted in Weak Governance” *Journal of Sports Economics*, Vol. 8 No. 6, 652–661

Andreff Wladimir (2018) “Financial and Sporting Performance in French Football Ligue 1: Influence on the Players’ Market” *Int. J. Financial Stud.*, 6, 91

Ascari Guido, Gagnepain Philippe (2006)” Spanish Football” *Journal of Sports Economics*, Vol. 7 No. 1, February 76–89

Atherton Mark, (2019) “Buying football stocks? Make sure they’re winners. *Times Newspapers Limited 2019. Don Jones Factiva*

Baroncelli Alessandro, Lago Umberto, (2006) “Italian Football” *Journal of Sports Economics*, Vol. 7 No. 1, pp 13–28

Bharath Sreedhar, Dittmar Amy, (2010) “Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets? *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 5 (, pp. 1771 1818 Oxford University Press. Sponsor

Boțoc Claudiu, Mihancea Eugen e Molcuț Alin (2019) “Football and Stock Market Performance Correlation: Evidence from Italy” *Scientific Annals of Economics and Business* 66(4), 2019, 525-539

Capizzi Vincenzo, Caselli Stefano, Giovannini Renato, Pesic Valerio, (2012). "The role of private equity for firms restructuring: the going private strategy,” *Bancaria Editrice*, vol. 12, pages 29-45

Chaplinsky Susan, Ramchand Latha (2012) “What drives delistings of foreign firms from U.S.Exchanges” *Int. Fin. Markets, Inst. and Money* 22 (2012) 1126– 1148

Chapman Sydney. (1992) “the Rise of Merchant Banking” *Gregg Revivals, Happsire 1992.*

Croci Ettore, Del Giudice Alfonso;(2014) “Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe” *European Financial Management*, Vol. 20, No. 2, 374–405

DeAngelo Harry, DeAngelo Linda, Rice Edward (1984) “Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth” *The Journal of Law & Economics*, Oct., 1984, Vol. 27, No. 2

Deloitte Football Money League (2023)

Dietl Helmut, Franck Egon (2007) “Governance Failure and Financial Crisis in German Football” *Journal of Sports Economics*, Vol. 8 No. 6, 662–669.

Doidge Craig, Karolyi Andrew, Stulz Rene (2010) “Why Do Foreign Firms Leave U.S. Equity Markets?” *The Journal of Finance*, 2010, Vol. 65, No. 4

Faccio Mara, Lang Larry “The ultimate ownership of Western European corporations” *Journal of Financial Economics* Volume 65, Issue 3, September 2002, Pages 365-395

Financial Times, 1994, A year of corruption: Corruption has become so pervasive the practice carries no stigma, December 30, 4

Franck Egon, Lang Markus (2014) “A Theoretical analysis of the influence of money injections on risk taking in football clubs” *Scottish Journal of Political Economy*, DOI: 10.1111/sjpe.12052, Vol. 61, No. 4, September 2014

Geranio Manuela, Franzosi Alessandra, (2007) “Gli investimenti azionari internazionali di portafoglio: quale ruolo per l’Italia?”, *Bit Notes Borsa Italiana*, n 18/2007

Geranio Manuela, (2004) “I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze” *Newfin Università Bocconi*.

Gervasoni Anna, Sattin Fabio, (2008) “Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio”, *Guerini Studio*, Milano, 2008

Giudice Alessandro, (2020) “La finanza del goal. Come si crea valore nel calcio McGraw-Hill Education, 2020

Halpern Paul, Kieschnick Robert, Rotenberg Wendy (1999)” On the Heterogeneity of Leveraged Going Private Transactions” The Review of Financial Studies, Summer, 1999, Vol. 12, No. 2

Hamil Sean, Chadwick Simon (2010). “Managing Football: An International Perspective”. Oxford, Elsevier

Hamil Sean, Walters Geoff (2010) Financial performance in English professional football: ‘an inconvenient truth’, Soccer & Society, 11:4, 354-372

Hoehn Thomas, Szymanski Stefan, Matutes Carmen, Seabright Paul (1999) “The Americanization of European Football” Economic Policy, Apr., 1999, Vol. 14, No. 28 (Apr., 1999)

Intermonte e del Politecnico di Milano (2022), “Sliding Doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana” (2002- 2021)

Jensen Michael, Meckling William (1976) “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure” Journal of Financial Economics Volume 3, Issue 4, October 1976, Pages 305-360

Jensen Michael, (1986) “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers” The American Economic Review, May, 1986, Vol. 76, No. 2

Kaplan Steven (1989)” Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value” The Journal of Finance VOL. XLIV, NO. 3

Kaplan Steven, (1989) “Effects of management buyouts on operating performance and value” Journal of Financial Economics 24 217-254.

Kaplan Steven. (1991), «The staying power of leveraged buyouts», in Journal of Financial Economics, 29, pp. 287-313

Kaplan Steven, Stein Jeremy (1993) “The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s” *The Quarterly Journal of Economics*, May, 1993, Vol. 108, No. 2 (May, 1993), pp. 313-357.

Kieschnick Robert (1998) “Free Cash Flow and Stockholder gains In Going Private Transactions Revisited” *Journal of Business Finance & Accounting*, 25

KPMG (2023a) “Football Club” Valuation: The European Elite 2023” *Football Benchmark*

KPMG (2023b) “The European Champion Report” 7th edition 2023 *Football Benchmark*

Lago Umberto, Simmons Rob, Szymanski Stefan (2006) “The Financial Crisis in European Football” *Journal of Sports Economics*, Vol. 7 No.1,312

Leach Stephanie, Szymanski Stefan (2015) “Making money out of football” *Scottish Journal of Political Economy*, DOI: 10.1111/sjpe.12065, Vol. 62, No. 1

Lehn Kenneth, Poulsen Annette (1989) “Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions” *The Journal of Finance*, Jul., Vol. 44, No. 3

Leuz Christian (2008), Disclosure policy: A discussion of Leuz, Triantis and Wang on “going dark” *Journal of Accounting and Economics* 45 (2008) 209–220

Leuz Christian, Triantis Alexander, Wang Tracy Yue (2008) “Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations” *Journal of Accounting and Economics* 45 (2008) 181–208

Loureiro Gilberto, Silva Sónia (2020) “The impact of cross-delisting from the U.S. On firms’ financial constraints” *Journal of Business Research* 108 132–146

Lowenstein Louis (1985) "Management Buyouts" *Columbia Law Review*, May, 1985, Vol. 85, No. 4 (May, 1985), pp. 730-784

Macey Jonathan, O'Hara Maureen, Pompilio David;(2008) "Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process" *The Journal of Law & Economics*, Vol. 51, No. 4, pp. 683-713.

Marosi Andras, Massoud Nadia (2007) "Why Do Firms Go Dark?" *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Jun., 2007, Vol. 42, No. 2 (Jun., 2007), pp. 421-442

Martinez Isabelle, Serve Stephanie (2017) "Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda" *Journal of Economic Surveys* Vol. 31, No. 3, pp. 733–770

Martinez Isabelle, Serve Stéphanie (2011) "The delisting decision: The case of buyout offer with squeeze-out (Boso)" *International Review of Law and Economics* 31 (2011) 228– 239

Megginson William, Weiss Kathleen (1991), «Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings», in *Journal of Finance*, 46, pp. 879-903.

Mehran Hamid, Peristiani Stavros (2010) "Financial Visibility and the Decision to Go Private" *The Review of Financial Studies*, Feb., 2010, Vol. 23, No. 2

Merton Robert, (1987) "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information" *The Journal of Finance*, Jul., 1987, Vol. 42, No. 3

Morrow Stephen (1999). *The New Business of Football: Accountability and Finance in Football*. Hampshire: MacMillan Business.

Morrow Stephen (2003). "The People's Game?" *Football, Finance and Society*. Hampshire. Palgrave Macmillan.

Nicoliello Mario, Zampatti Davide (2016) "Football clubs' profitability after the Financial Fair Play regulation: evidence from

Italy” *Sport, Business and Management: An International Journal*
Vol. 6 No. 4, pp. 460-475

Pagano Marco (1993) “The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model” *European Economic Review*
Volume 37, Issue 5, June 1993, Pages 1101-1125

Pagano Marco, Röell Ailsa, Zechner Josef (2002) “The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?” *The Journal of Finance*, Dec., 2002, Vol. 57, No. 6

Peeters Thomas, Szymanski Stefan, Fumagalli Chiara, Thomas Catherine (2014) “Financial fair play in European football” *Oxford University Press Economic Policy*, April 2014, Vol. 29, No. 78 pp. 343, 345-390

Plumley Daniel, Wilson Rob, Ramchandani Girish (2019) “The unintended consequence of Financial Fair Play An examination of competitive balance across five European football leagues” *Sport, Business and Management: An International Journal* Vol. 9 No. 2,

Rajan Raghuram, (1992) “Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt” *The Journal of Finance*, Sep., 1992, Vol. 47, No. 4 (Sep., 1992), pp. 1367-1400

Renneboog Luc, Simons Tomas, Wright Christian (2007) “Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation” *Journal of Corporate Finance* 13 591–628

Rohde Marc, Breuer Christoph (2016) “Europe’s Elite Football: Financial Growth, Sporting Success, Transfer Investment, and Private Majority Investors: *Int. J. Financial Stud.*, 4, 12;

Rohde Marc, Breuer Christoph (2017) “The market for football club investors: a review of theory and empirical evidence from professional European football” *European Sport Management Quarterly*, 17:3, 265-289

Ruta Dino, Lorenzon Luca, Sironi Emiliano (2020) *The relationship between governance structure and football club performance in Italy*

and England” *Sport, Business and Management: An International Journal* Vol. 10 No. 1, pp. 17-37

Shah Salman, Thakor Anjan, (1988) “Private versus Public Ownership: Investment, Ownership Distribution, and Optimality” *The Journal of Finance*, Mar., 1988, Vol. 43, No. 1

Schubert Mathias (2014) “Potential agency problems in European club football? The case of UEFA Financial Fair Play”. *Sport, Business and Management: An International Journal* Vol. 4 No. 4, 2014

Storm Rasmus, Nielsen Klaus (2012) “Soft budget constraints in professional football” *European Sport Management Quarterly* Vol. 12, No. 2, 183

Testo Unico della Finanza Decreto legislativo (TUF) 24 febbraio 1998, n. 58. Aggiornato con le modifiche apportate dal D.Lgs. n. 129 del 3.8.2017 e dal D.L. n. 148 del 16.10.2017, convertito dalla L. n. 172 del 4.12.2017 in vigore dal 3.1.2018 articolo 108 pp- 243-244

The Economist, 1997, *Adventures with Capital*, January 25, 15-16

Tutino Marco, Panetta Claudia, Laghi Enrico, (2013) “Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence” *International Journal on Business Review (GBR)*, Vol.2. No.4.July 2013

Ventoruzzo Marco (2010) “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals” *Virginia Journal of International Law*

Wilson Robert (2011) *Managing Sport Finance*. London, Routledge

Wilson Robert, Plumley Daniel, (2011). Ownership structure and financial crisis in the English Premier League. In: 19th Easm conference 2011, 2011.

Wilson Robert, Plumley Daniel, Girish Ramchandani (2013)” The relationship between ownership structure and club performance in the English Premier League” *Sport, Business and Management: An International Journal* Vol. 3 No. 1, pp. 19-36.

You Leyuan, Parhizgari Ali, (2012) “Cross-listing and subsequent delisting in foreign markets” Journal of Empirical Finance 19 200–216

Zingales Luigi, Pagano Marco, Panetta Fabio (1998)” Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis “The Journal of Finance _Vol LIII No.1 1998

SITOGRAFIA

AS Roma sito ufficiale: Opa Volontaria 2022 Promossa da Romulus and Remus Investments LLC.

Assist Club AS Roma | Azioni AS Roma | OPA AS Roma

Borsa Italiana: sito ufficiale della Borsa di Milano – Borsa Italiana

Consob sito ufficiale: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Il Sole24Ore: sito ufficiale

London Stock Exchange: sito ufficiale

Treccani dizionario di Economia e Finanza (2012)