

LEIPONELSETTORECALCISTICO:ILCASO
JUVENTUS SPA

Prof. Pierluigi Murro

RELATORE

Francesco De Risi Matr. 254381

CANDIDATO

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAP 1: LA QUOTAZIONE IN BORSA	5
<i>1.1 Definizione di mercato finanziari</i>	5
<i>1.2 Cosa sono le IPO</i>	7
<i>1.3 Le fasi di quotazione in Borsa e gli attori coinvolti</i>	8
<i>1.4 Perché quotarsi: vantaggi e svantaggi</i>	12
<i>1.5 Il fenomeno dell'underpricing</i>	16
<i>1.6 La Borsa: cenni storici ed evoluzione</i>	18
<i>1.7 Borsa italiana: segmenti e requisiti</i>	20
<i>1.8 Diritto di opzione e la sottoscrizione privilegiata</i>	23
CAP 2: ANALISI FINANZIARIA DEL SETTORE CALCISTICO	24
<i>2.1 L'importanza del calcio in Italia</i>	24
<i>2.2 Analisi economico-finanziaria del settore calcistico</i>	28
<i>2.3 L'importanza dello stadio</i>	34
<i>2.4 Modelli di governance delle società di calcio italiane</i>	36
<i>2.5 Il processo di finanziarizzazione</i>	38
<i>2.6 Il Fair Play Finanziario</i>	39
<i>2.7 Le società calcistiche italiane quotate</i>	42
<i>2.8 I vantaggi e i fattori di rischio per le società calcistiche quotate</i>	47
<i>2.9 Lo STOXX Europe Football Index</i>	49
CAP 3: IL CASO JUVENTUS SPA	50
<i>3.1 Il quadro storico della società</i>	50
<i>3.2 La prima quotazione</i>	51
<i>3.3 Lo scandalo Calciopoli</i>	58
<i>3.4 Lo Juventus Stadium</i>	63
<i>3.5 L'effetto Ronaldo</i>	65
<i>3.6 L'impatto del Coronavirus</i>	68
<i>3.7 Aumenti di capitale e prospettive future</i>	72
<i>3.8 L'inchiesta Prisma</i>	76
CONCLUSIONI	81
BIBLIOGRAFIA	83
SITOGRAFIA	85

INTRODUZIONE

Molte imprese, nel corso del loro ciclo di vita, decidono di quotarsi in Borsa tramite un'operazione molto famosa che prende il nome di IPO (Initial Public Offering) e ciò consente all'impresa di raccogliere fondi senza ricorrere al debito generando benefici non solo a livello finanziario ma anche a livello di governance e reputazione. Lo studio di Pagano, Panetta e Zingales mostrava che le imprese italiane tendevano ad utilizzare il capitale eventualmente raccolto alla quotazione per ridurre l'indebitamento piuttosto che per finanziare la crescita. L'IPO è la prima emissione di azioni di una società, vale a dire quel processo con cui la società decide di offrire al pubblico le proprie azioni quotandosi per la prima volta. A partire dagli anni 2000, in Italia e nel mondo, si assiste ad un forte incremento del numero di società calcistiche che decidono di quotare le proprie azioni e questo fenomeno andrà a creare un forte legame tra la dimensione sportiva e la dimensione economico-finanziaria. Le società calcistiche non possono più essere considerate delle semplici associazioni sportive poiché si sono trasformate in delle imprese business-oriented e devono mirare a conciliare l'ambito sportivo con quello finanziario. Bisogna ricordare un'intervista al Sole 24Ore di Walter Veltroni, vicepresidente del Consiglio durante il governo Prodi nel 1996, il quale con lungimiranza dichiarava: "Le società [calcistiche] devono fare un passo di qualità, entrare in una logica diversa, non aspettare che i soldi arrivino solo dal botteghino e dagli sponsor. Deve insomma formarsi una cultura d'impresa: né più né meno di una normale azienda industriale. Perché il calcio, come tutto lo sport, potrà essere un elemento trainante per l'economia mondiale con forte capacità d'espansione anche in campo occupazionale"¹. In questo elaborato si spiegherà il processo di quotazione andando ad analizzare il caso della Juventus SPA, società calcistica quotata in Borsa dal 2001.

Il primo capitolo illustra il procedimento che porta alla quotazione in Borsa. Partendo dalla definizione dell'IPO e delle sue caratteristiche per poi esaminare le fasi di quotazione analizzando anche vantaggi e svantaggi della quotazione, il fenomeno dell'underpricing esaminandone le varie cause, i soggetti coinvolti nel processo spiegando le funzioni svolte. Viene infine descritta la Borsa Italiana di cui si identificano segmenti e requisiti. Ci sarà spazio anche per parlare del diritto di opzione e della sottoscrizione privilegiata.

Nel secondo capitolo focalizziamo l'attenzione sull'aspetto finanziario nel settore calcistico in Italia. Analizziamo innanzitutto l'importanza del calcio in Italia, in seguito viene realizzata l'analisi economico-finanziaria tramite i dati dei principali campionati italiani quali Serie A e Serie B ed effettuando un confronto con i dati che emergono dalle analisi relative alle varie leghe europee cercando di comprendere le differenze, i punti di forza e di debolezza rispetto alle altre leghe. Si tratta anche del processo di finanziarizzazione del calcio e dell'importanza del fair play finanziario. Sono infine indicate le tre storiche società italiane quotate (consideriamo anche la Roma nonostante la sua recente uscita dalla Borsa) tramite cenni storici sulle loro IPO e analizzando i fattori di rischio in cui possono incorrere. L'ultimo paragrafo pone l'attenzione sull'indice di

¹ Intervista a Walter Veltroni al Sole24ore, 16 dicembre 1996

mercato utilizzato per analizzare l'andamento dei titoli delle società calcistiche, ossia lo STOXX Europe Football Index.

Nel terzo ed ultimo capitolo si spiega il caso della Juventus SPA poiché rappresenta la società calcistica italiana più al passo con le sfide finanziarie attuali. Il capitolo si sofferma sugli eventi più significativi in ottica borsistica come lo scandalo Calciopoli, la costruzione dello stadio di proprietà, l'impatto del COVID con i conseguenti aumenti di capitale. Il capitolo si chiude con l'inchiesta Prisma, inchiesta ancora in corso relativa alla manovra stipendi e all'iscrizione in bilancio di plusvalenze fittizie.

CAP 1: LA QUOTAZIONE IN BORSA

1.1 DEFINIZIONE DI MERCATO FINANZIARIO

Il mercato finanziario è il luogo dove avviene la compravendita di strumenti finanziari a medio e lungo termine, come azioni, obbligazioni, futures, options, contratti a termine e tutti gli altri prodotti finanziari che fanno parte della categoria. In altre parole, il mercato finanziario fa incontrare persone con un progetto da finanziare e persone con soldi risparmiati da investire; i primi sono agenti in deficit finanziario mentre i secondi sono agenti in surplus finanziario. Secondo la teoria dei saldi finanziari, le diverse necessità del mercato possono essere soddisfatte attraverso l'equilibrio tra disponibilità in eccesso (surplus) e mancanza di risorse (deficit). Gli operatori scambiano tra loro attività finanziarie stipulando un contratto che andrà a denotare regole che definiscono lo scambio, regole legittimate all'interno dei limiti di un ordinamento giuridico ben preciso che sia scelto dalle controparti, ad esempio l'ordinamento italiano oppure quello dello stato di New York. Le caratteristiche dei prodotti scambiati sui mercati finanziari, ovvero le attività finanziarie, determinano le peculiarità di tali mercati. I mercati finanziari sono luoghi in cui avvengono le transazioni di queste attività, che si differenziano dai beni materiali nel senso che non generano servizi direttamente, ma conferiscono al possessore il diritto a flussi monetari futuri in base a eventi specifici, come la scadenza del titolo, il pagamento degli interessi o la loro cessione. I mercati finanziari si distinguono per le caratteristiche dei prodotti che vengono scambiati al loro interno e per il grado di incertezza associato ai flussi monetari futuri determinati da contratti sottostanti. Ad esempio, le obbligazioni sono contraddistinte da pagamenti di importo definito, che possono essere stabiliti in modo assoluto o in base a parametri specifici. D'altra parte, le azioni offrono flussi monetari variabili in relazione alle performance dell'azienda emittente e sono subordinate agli obblighi finanziari nei confronti dei detentori di titoli di debito. Esistono anche titoli che combinano le caratteristiche di entrambe le categorie, come le obbligazioni convertibili. In aggiunta, ci sono i titoli derivati, come opzioni, futures e swaps, il cui prezzo deriva da altri titoli cui sono legati mediante obblighi contrattuali specifici. Nello specifico, le opzioni conferiscono al loro possessore la possibilità, ma non l'obbligo, di acquistare (opzione call) o di vendere (opzione put) il titolo di riferimento a un prezzo predeterminato (strike price). I futures rappresentano un impegno allo scambio di beni o valori mobiliari da effettuare a una data futura e a un prezzo preferissato. Gli swaps rappresentano un impegno simile, ma riguardano lo scambio di due serie di pagamenti basate su diversi tassi di interesse (swap di interesse) o su differenti valute (swap di valute)². I mercati finanziari sono suddivisi in base alle caratteristiche delle attività finanziarie che vi sono negoziate. Questi attributi degli strumenti finanziari consentono di distinguere i mercati e di affrontare tematiche tecniche come regolamentazioni, rischi e determinazione dei prezzi.

Le prime categorie che vengono osservate per analizzare i mercati sono:

² Tommaso Padoa Schioppa, Enciclopedia delle Scienze Sociali, Treccani, 1994

- Natura dell'oggetto degli scambi: individua lo scopo del contratto quindi se si tratta di un investimento, finanziamento o protezione dai rischi
- Durata degli investimenti: si distingue in generale tra investimenti a breve termine e a medio-lungo termine; possono esistere anche altre classificazioni in base alla necessità del singolo investitore
- Momento della negoziazione rispetto all'emissione: si parla di titolo emesso nel momento in cui questo viene creato; all'emissione gli investitori possono sottoscriverlo o scambiarlo con terzi in un secondo momento
- Regolamentazioni cui sono soggetti gli scambi: ogni contratto vincola le controparti entro alcuni limiti legislativi; il grado di regolamentazione incide su molti aspetti del contratto.

I mercati finanziari possono essere classificati secondo diversi criteri significativi. Uno di questi criteri riguarda il momento in cui avviene lo scambio e permette di distinguere tra mercati "spot" e mercati "a termine". Nel mercato "spot" la consegna del titolo avviene immediatamente, nei mercati "a termine" la consegna è posticipata. Un altro criterio importante riguarda la quotazione del titolo e permette di distinguere tra mercato "primario", in cui vengono negoziati i titoli di nuova emissione, e mercato "secondario", in cui vengono scambiati titoli già presenti sul mercato. La durata del titolo è un altro criterio che consente di individuare il mercato monetario, in cui vengono negoziati titoli a breve termine, e il mercato dei capitali, in cui si trattano titoli a lungo termine. La regolamentazione è un criterio che distingue tra mercati ufficiali e non ufficiali. Un ulteriore criterio è quello dei meccanismi di formazione dei prezzi che permette di distinguere tra mercati con asta e mercati con "market maker", ovvero la differenza tra mercati in cui la contrattazione avviene in modo continuo e mercati in cui è suddivisa nel tempo. Infine, un criterio basato sugli strumenti trattati distingue tra mercato di titoli di proprietà, di titoli di debito e di titoli "derivati".

La regolamentazione dei mercati finanziari ha lo scopo di tutelare l'interesse pubblico, garantendo un'operatività ordinata negli scambi di attività finanziarie, stabilità del sistema finanziario e la protezione degli investitori. La regolamentazione copre una vasta gamma di aspetti, inclusi gli strumenti finanziari (titoli), le tecniche di contrattazione, le strutture di negoziazione e scambio (borse valori e circuiti telematici) e gli intermediari presenti sul mercato³. Le norme mirano a standardizzare i contratti finanziari al fine di agevolare la valutazione dei titoli e l'esecuzione degli impegni e dei diritti ad essi collegati. La regolamentazione riguarda anche i meccanismi di contrattazione e scambio sui mercati finanziari, tra cui le modalità di presentazione delle offerte di scambio, le regole di priorità nell'esecuzione degli ordini, le definizioni degli impegni nella fase di liquidazione e gli obblighi di informazione al mercato. La regolamentazione relativa alla creazione dei mercati, come le borse valori o le reti telematiche, e le modalità di supervisione da parte delle autorità competenti sono di particolare importanza. La normativa si basa su due approcci distinti: nei paesi europei continentali i mercati sono considerati istituzioni di natura pubblica, mentre nei paesi anglosassoni sono

³ Tommaso Padoa Schioppa, Enciclopedia delle Scienze Sociali, Treccani, 1994

considerati imprese di natura privata. Vi è, inoltre, la regolamentazione degli intermediari che operano nel mercato finanziario al fine di garantire trasparenza e prevenire situazioni di insolvenza. Secondo l'art.1 del Testo sulla Finanza (TUF), in Italia il mercato regolamentato viene definito come un sistema gestito o amministrato da un gestore di mercato. Questo sistema facilita l'incontro tra diverse parti interessate che desiderano acquistare o vendere strumenti finanziari, conformemente alle regole non discrezionali stabilite dal gestore del mercato. L'obiettivo è quello di consentire le negoziazioni di contratti relativi agli strumenti finanziari che sono ammessi alla negoziazione secondo i sistemi e le regole del mercato regolamentato⁴.

Negli ultimi anni si è verificata un'internazionalizzazione dei mercati finanziari grazie alla rimozione delle barriere tecniche o amministrative che ostacolavano lo scambio di strumenti finanziari tra operatori di diversi paesi. Questo processo è stato favorito dallo sviluppo delle telecomunicazioni e dall'elaborazione dati, dalla liberalizzazione dei mercati dei capitali e dall'istituzionalizzazione dei mercati. L'internazionalizzazione ha portato ad un aumento significativo dei flussi finanziari e ha favorito una maggiore competizione tra i mercati nazionali, con alcune piazze come Londra e New York che hanno offerto condizioni più vantaggiose nella fornitura di servizi finanziari.

1.2 COSA SONO LE IPO

IPO, acronimo di Initial Public Offering, è la prima emissione o vendita al pubblico di azioni di una società. Può trattarsi di un'offerta primaria nella quale nuove azioni vengono vendute allo scopo di raccogliere altra liquidità per l'azienda oppure si può trattare di un'offerta secondaria nella quale gli azionisti esistenti decidono di vendere parte dei titoli da loro detenuti. In Italia, le offerte primarie prendono il nome di OPS, ossia offerte pubbliche di sottoscrizione, mentre quelle secondarie sono chiamate OPV, ossia offerte pubbliche di vendita. Può esistere una terza tipologia OPVS, offerta pubblica di Vendita e di Sottoscrizione, in cui parte delle azioni sono già esistenti mentre un'altra parte è di nuova emissione. Prima di intraprendere un'Offerta Pubblica Iniziale, la società interessata deve preventivamente informare la CONSOB, fornendo dettagli completi sull'offerta stessa, indicando tutti i partecipanti coinvolti nell'operazione e specificando il ruolo di ognuno. Allo stesso tempo la società deve redigere un Prospetto Informativo, seguendo le linee guida fornite dalla CONSOB. L'IPO è un processo complesso che può essere idealmente suddiviso in diverse fasi, coinvolgendo vari soggetti e mirando a obiettivi specifici. La procedura di quotazione in Borsa richiede un periodo di tempo che va da 4 a 6 mesi, durante i quali si svolgono attività di pianificazione, due diligence, redazione del prospetto informativo, preparazione della documentazione obbligatoria per la quotazione, ammissione alla quotazione, formazione del consorzio di collocamento, attività di marketing, road show, bookbuilding, collocamento effettivo e successiva negoziazione. Ci sono molteplici ragioni che spingono un'azienda a diventare pubblica, ad esempio, aumentare il capitale di investimento, finanziare l'espansione, coprire il debito, attrarre e trattenere

⁴ Per maggiori dettagli si rimanda all'art.1 del TUF al seguente link: <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-i/art1.html>

talenti e risorse, o semplicemente monetizzare gli asset. Un altro momento riguarda l'aumento del prestigio e dell'immagine pubblica della società.

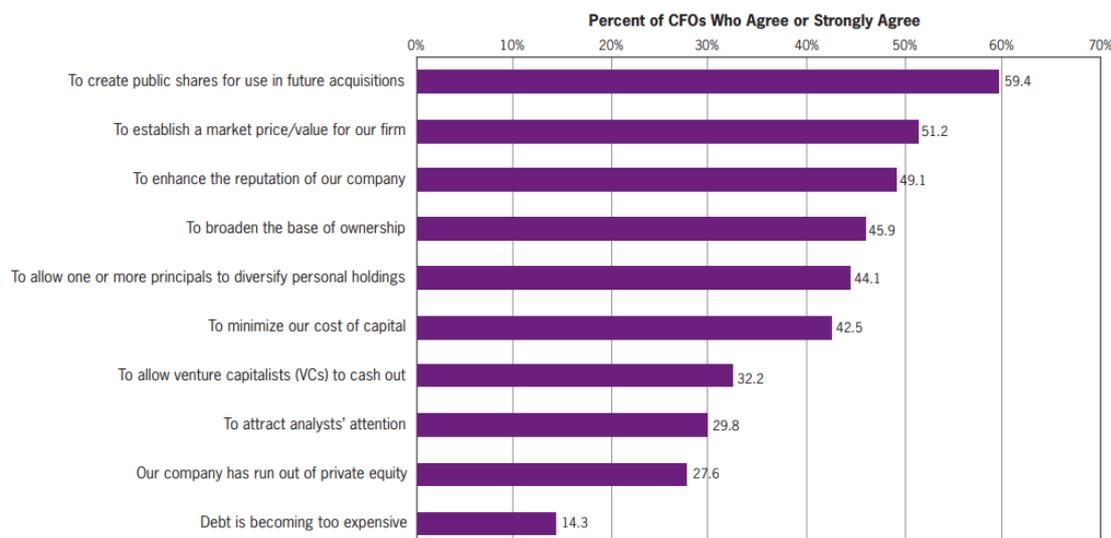


Figura 1⁵

Il grafico presentato rappresenta un'indagine sui motivi addotti dai CFO per quotare in Borsa le proprie aziende. La scelta tra pubblica e privata è una delle decisioni più importanti che deve prendere un'impresa, tuttavia non si dovrebbe pensare al processo di quotazione come ad una strada a senso unico poiché le società quotate vanno spesso in senso inverso e tornano ad essere private tramite l'operazione che prende il nome di delisting. Alcune grandi imprese statunitensi sono rimaste fuori dalla Borsa per tutta la loro vita. In molti Paesi, le imprese non quotate sono molto importanti, ad esempio le imprese private manifatturiere tedesche di medie dimensioni, conosciute come Mittelstand, rappresentano circa il 50% del reddito nazionale e l'80% della forza lavoro.

1.3 LE FASI DI QUOTAZIONE IN BORSA E GLI ATTORI COINVOLTI

La decisione di quotazione un'azienda in Borsa è una scelta strategica che ha un impatto significativo sui rapporti con gli stakeholder e su tutti gli aspetti della gestione quotidiana. Il successo della quotazione di un'azienda dipende non solo dalle sue caratteristiche e potenzialità di business, ma anche dall'impegno dedicato dall'azienda nel periodo precedente alla quotazione per migliorare i suoi sistemi di gestione. Questi sforzi mirano a consentire all'azienda di gestire in modo efficace gli elementi chiave della relazione con il mercato una volta che è quotata⁶. Quando un'impresa decide di effettuare la quotazione, deve verificare il rispetto dei requisiti formali e sostanziali necessari. Per quanto riguarda i requisiti sostanziali, è necessario stimolare l'interesse degli investitori che dovranno acquistare le azioni quindi tali requisiti fanno riferimento

⁵ Fonte: Brau J. C. e Fawcett S.E., "Evidence on What CFOs Think about IPO Process: Practice, Theory and Managerial Implications"

⁶ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri "Principi di finanza aziendale", 2020

alle caratteristiche che una società deve possedere per essere attraente. I requisiti formali dipendono sia dal mercato in cui la società si vuole quotare sia dal suo andamento economico quindi performance aziendale e fatturato. Il processo di quotazione è complesso e articolato in varie fasi:

- Riunione del Consiglio di Amministrazione che deve approvare il progetto di quotazione che viene presentato dal management. In seguito, deve convocare l'Assemblea ordinaria che deve deliberare la domanda di ammissione al listino di Borsa; qualora si tratti di un'offerta pubblica con aumento di capitale è necessario convocare l'Assemblea straordinaria. Dopo la delibera, vengono convocati i vari consulenti tra cui sottoscrittori, sponsor, consulente legale, società di revisione e altri consulenti. In occasione di una quotazione, i sottoscrittori hanno un ruolo multifunzionale: innanzitutto, forniscono consulenza legale e finanziaria alla società; in secondo luogo acquistano l'emissione e, infine, possono rivenderla al pubblico. I sottoscrittori (underwriter) come compenso ricevono un pagamento nella forma di uno spread, ossia la differenza tra il prezzo a cui un sottoscrittore acquista un'azione dall'emittente e il prezzo a cui viene rivenduta al pubblico. La responsabilità dei sottoscrittori è molto elevata poiché si accollano il rischio che l'emissione non abbia successo e si ritroverebbero a possedere azioni non richieste dal mercato. Per tutelarsi da tale rischio i sottoscrittori possono usufruire di alcune clausole che svincolano gli underwriter da un impegno fisso; queste sono: 1) best effort, clausola secondo la quale i sottoscrittori non si impegnano a vendere interamente l'emissione ma promettono di trattarla sulla base del miglior risultato; 2) all-or-none, clausola secondo la quale una sottoscrizione viene annullata se i sottoscrittori non riescono a vendere tutta l'emissione. Lo sponsor viene nominato dalla società ed è un intermediario finanziario indipendente dalla società stessa; ha il compito di dare assistenza durante l'intero processo di quotazione e di essere garante della qualità e della completezza delle informazioni fornite dall'emittente. Lo sponsor adempie anche ad alcuni servizi post-ammissione per il periodo di almeno un anno e che attengono alla pubblicazione di almeno due analisi finanziarie all'anno sulla società e di brevi analisi in occasione di eventi di rilievo straordinario per la società emittente e all'organizzazione di incontri tra il management della società e la comunità finanziaria. Il global coordinator è l'intermediario finanziario che svolge il ruolo di coordinatore dell'offerta globale nell'ambito del processo di quotazione. Egli è responsabile del processo di collocamento delle azioni della società sul mercato ed ha il compito di fornire alla società e ai suoi azionisti il supporto informativo necessario all'analisi e alla comprensione di ogni aspetto di tale processo. Sarà inoltre responsabile del risultato dell'operazione di quotazione connesso alla capacità di collocare il titolo a prezzi allineati con la valutazione post collocamento risultante dal mercato. Il financial advisor è un consulente esterno che assiste la società nell'intero iter di quotazione, dallo studio della fattibilità alla scelta degli altri consulenti e degli intermediari. La sua funzione si profila pertanto come quella di un consulente che deve coordinare i vari soggetti e tutte le attività proprie delle diverse fasi di quotazione. Assiste la società nella definizione della struttura dell'offerta e delle caratteristiche dei titoli da emettere. L'azienda affida l'incarico di consulenza legale a professionisti fidati che vantano una vasta

esperienza e competenza nel campo delle quotazioni in Borsa. Il consulente legale ha il compito di supportare l'azienda affrontando tutte le questioni legali sia durante le fasi preparatorie sia successive l'ammissione in Borsa. La società di comunicazione si occupa della gestione delle informazioni per tutto l'iter procedurale, nel periodo che precede la quotazione gestisce le attività di marketing per garantire una maggiore visibilità sul mercato. La società di revisione svolge un'attività di controllo sui dati di bilancio della società per verificare se sono in linea con i requisiti contabili e gli adempimenti di legge. La società inoltre deve procedere alla verifica della corrispondenza dei dati economici, finanziari e patrimoniali contenuti nel Prospetto Informativo e quelli iscritti in bilancio; collabora con la società e l'advisor alla formulazione e stesura del business plan; redige un documento in cui dichiara la veridicità e la correttezza dei dati e della documentazione presi in esame nello svolgimento delle sue attività.

- Riunione di lancio dell'operazione: fase in cui viene messa in atto la prima riunione in cui il management della società si incontra con tutti i consulenti incaricati. Durante questo incontro vengono pianificati i tempi della procedura di quotazione, di cui si identificano i principali passaggi, e sono assegnate le rispettive responsabilità.
- Processo di due diligence economico-finanziaria e legale: questa fase coinvolge lo sponsor e i consulenti che identificano i fattori critici di successo e raccolgono le informazioni necessarie per valutare la fattibilità della quotazione e determinare il valore dei titoli da emettere. Durante questa fase vengono redatti anche il Prospetto Informativo e la documentazione necessaria per le riunioni del Consiglio di Amministrazione e dell'Assemblea.
- Redazione del Prospetto Informativo: il Prospetto Informativo è un documento fondamentale nel processo di quotazione; la sua redazione avviene in collaborazione tra lo sponsor, il management della società e i consulenti legali, seguendo le linee guida fornite dalla CONSOB. Il Prospetto fornisce un'ampia gamma di informazioni riguardanti la struttura dell'offerta e la situazione finanziaria della società. Viene inclusa un'analisi dettagliata della performance passata, della posizione competitiva, del management, delle strategie e degli obiettivi della società. Vengono esaminate anche altre importanti componenti come fornitori, forza lavoro, creditori, clienti e contratti al fine di garantire che i rapporti finanziari siano accurati e adeguati. Include anche sezioni dedicate alle informazioni sulla sollecitazione e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta. Una volta completato, il Prospetto definitivo viene depositato presso la CONSOB che rilascia l'autorizzazione per la sua pubblicazione.
- Ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana: entro un periodo di due mesi dalla presentazione della domanda, redatta secondo il modello previsto nelle "Istruzioni al Regolamento", la Borsa Italiana valuta e comunica all'emittente l'esito della richiesta di ammissioni, che può essere l'accettazione o il rifiuto. Tale decisione viene comunicata contestualmente alla CONSOB e resa pubblica attraverso un avviso ufficiale. La validità della decisione di ammissione ha una durata di sei mesi e dipende dal deposito del prospetto di quotazione presso la CONSOB.

- Pubblicazione e distribuzione del rapporto di ricerca sul titolo agli analisti: la ricerca svolge un ruolo di grande importanza poiché è fondamentale per determinare l'opinione degli investitori sulla posizione e la valutazione dell'azienda. Il rapporto fornisce un'analisi approfondita del business e dell'azienda, descrive le metodologie di valutazione utilizzate e presenta la struttura dell'offerta. Costituzione consorzi di collocamento: il global coordinator, che spesso assume anche il ruolo di sponsor, forma un consorzio con altre istituzioni finanziarie al fine di raccogliere "dichiarazioni di interesse" da parte di istituzioni e intermediari al fine di determinare il numero finale di azioni e la loro distribuzione tra gli investitori.
- Pre-marketing: gli analisti delle banche coinvolte nel consorzio di collocamento organizzano incontri informali con i potenziali investitori, durante i quali presentano l'azienda e condividono la ricerca elaborata. L'obiettivo di tali incontri è valutare preliminarmente un intervallo di prezzo possibile per l'IPO. Durante questa fase, gli investitori hanno l'opportunità di esprimere eventuali preoccupazioni o dubbi e di familiarizzare con l'azienda, mentre le banche possono individuare possibili candidati per incontri individuali.
- Roadshow: l'obiettivo del roadshow è stimolare un maggiore interesse verso l'azienda. Durante il roadshow, i membri del top management partecipano a una serie di incontri in importanti centri finanziari internazionali, in cui presentano ai potenziali investitori i dati chiave dell'azienda. Questo richiede un notevole impegno di tempo ed energie da parte del management. Tuttavia, se pianificato in modo efficace, il roadshow offre l'opportunità di incontrare investitori istituzionali anche in incontri individuali e di dimostrare le capacità dell'azienda, evidenziando l'impegno nel mantenere un contatto regolare con la comunità finanziaria. Questo può influenzare positivamente il prezzo di offerta, favorendo la raccolta di capitale.
- Bookbuilding: durante questa fase, i potenziali investitori istituzionali comunicano al book runner la quantità di titoli che desiderano acquistare e il prezzo che sono disposti a offrire. Sulla base di tali ordini, viene determinato il prezzo e la quantità di titoli offerti nella fase di collocamento. Il processo del bookbuilding consente di stabilire il prezzo massimo al quale i titoli possono essere assegnati agli investitori istituzionali.
- Fissazione del prezzo: il processo si suddivide in due fasi: 1) inizialmente, l'Assemblea delibera sull'aumento di capitale e stabilisce un intervallo preliminare di prezzo sufficientemente ampio per tenere conto delle possibili fluttuazioni delle condizioni di mercato. Successivamente, il Consiglio di Amministrazione può decidere di ridurre l'intervallo preliminare al momento del lancio dell'operazione; 2) attraverso i risultati ottenuti dal bookbuilding, viene determinato il prezzo di collocamento per il lancio dell'OPV (Offerta Pubblica di Vendita) nel caso di offerta pubblica a prezzo fisso oppure viene individuato il prezzo massimo nel caso di offerta pubblica a prezzo aperto.
- OPV(S): Offerta Pubblica di Vendita (OPV) e/o Sottoscrizione, durante la quale le azioni vengono allocate ai membri del consorzio di collocamento, i quali sono responsabili di offrirle al pubblico

generale. Tale offerta si estende per un periodo di almeno due giorni, durante il quale gli investitori possono partecipare. Al termine dell'offerta pubblica, entro 5 giorni, è necessario effettuare il pagamento e la consegna delle azioni sottoscritte.

- Inizio delle negoziazioni e stabilizzazione: nel primo giorno di negoziazione ufficiale, si determina il prezzo di mercato del titolo, il quale rappresenta un importante indicatore dell'interesse degli operatori nei confronti dell'azienda. Successivamente, inizia un periodo di stabilizzazione del prezzo del titolo, solitamente della durata di 30 giorni, durante il quale il consorzio di collocamento ha la possibilità di intervenire sul mercato finanziario al fine di supportarne l'andamento. Durante questo periodo, il consorzio può anche utilizzare l'opzione greenshoe, se prevista nella struttura dell'offerta, per soddisfare una possibile domanda aggiuntiva da parte degli investitori⁷.

1.4 PERCHE' QUOTARSI: VANTAGGI E SVANTAGGI

In precedenza è stato già affermato che sono molteplici le ragioni che possono spingere un'impresa alla quotazione tuttavia bisogna ricordare che la quotazione in Borsa rappresenta una scelta chiave ed un momento rilevante nella vita dell'impresa poiché comporta una serie di modifiche dell'assetto organizzativo di ogni società. La decisione deve essere basata su un'attenta valutazione di tutti gli aspetti dell'attività aziendale, del management, dello stadio di sviluppo della società e delle sue prospettive e vanno considerate anche strade alternative attraverso cui la società può riuscire a conseguire i suoi obiettivi. Sarà, dunque, fondamentale che l'azienda analizzi vantaggi e svantaggi legati alla quotazione ed effettui il cosiddetto trade-off⁸. Le principali motivazioni che spingono una società a diventare pubblica non sono solo di natura finanziaria ma vengono considerati anche elementi di natura strategica, sociale, organizzativa e politica. Si può parlare di vantaggi per l'impresa, l'azionista e il management. Tra i vantaggi per l'impresa:

- Agevolare l'afflusso di capitali per finanziare la crescita poiché l'apertura al mercato borsistico rende sicuramente più facile e veloce per l'impresa trovare fonti di finanziamento in grado di apportare liquidità, necessaria per sostenere investimenti rilevanti per espandere le dimensioni e il raggio di azione dell'impresa, quali ad esempio investimenti per supportare l'internazionalizzazione, per aumentare la capacità produttiva o effettuare acquisizioni rilevanti.
- Diversificare le fonti di finanziamento dal momento che tramite la quotazione l'impresa ha accesso diretto a una fonte di finanziamento diversificata, che le permette di ridurre la dipendenza dal canale bancario, la cui erogazione del credito è sempre più frazionata e costosa. Ciò comporta, inoltre, un miglioramento qualitativo della struttura finanziaria, garantendo un ribilanciamento tra Equity e Debito: una struttura finanziario equilibrata rende l'azienda meno rischiosa agli occhi del mercato, più elastica nei piani di investimento e potenzialmente più competitiva.

⁷ Chiara Leardini "L'economia della quotazione in Borsa", 2003

⁸ M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, Why do companies go public? An empirical analysis, Journal of Finance, 1998, vol. 53

- Rafforzare la capacità di leadership accrescendo la visibilità e il prestigio dell'azienda anche a livello internazionale: la quotazione in Borsa attira l'attenzione dei media, contribuendo a migliorare l'immagine dell'azienda, dei suoi prodotti e dei suoi servizi.
- Sviluppare una rete di relazioni aziendali più ampia tramite una comunicazione finanziaria regolare, mantenendo un profilo pubblico e aumentando le opportunità di collaborazioni con distributori, fornitori e partner commerciali, nonché favorendo l'ideazione di nuovi progetti imprenditoriali.
- Accrescere lo standing creditizio nei confronti di fornitori e finanziatori, consentendo l'utilizzo di titoli quotati come garanzia presso istituti di credito sulla base del valore riconosciuto dal mercato.
- Ottenere una valutazione di mercato che renda possibile conoscere in ogni momento il valore della società per agevolare operazioni di acquisizione e fusione (in queste operazioni le azioni possono essere utilizzate come forma di pagamento, equity cash) e le successive offerte sul mercato, anche in casi di aumento di capitale.
- Rendere trasparenti gli obiettivi e visibili i risultati del management come conseguenza di una maggiore trasparenza informativa obbligatoria e di un'intensa attività di comunicazione finanziaria.
- Incentivare e motivare management e dipendenti anche con l'utilizzo di piani di stock option, riuscendo a creare una correlazione diretta tra il successo della azienda ed il loro investimento e influenzando positivamente la qualità e la produttività del lavoro; inoltre, grazie al migliorato standing della società, si riesce ad attrarre personale altamente qualificato.
- Migliorare l'immagine aziendale poiché l'ammissione ai mercati regolamentati determina un accrescimento della visibilità e del prestigio dell'azienda, configurandosi come un importante elemento di marketing strategico, in un mondo in cui l'immagine percepita dai consumatori implica le fortune e il successo delle aziende.
- Attrarre capitale umano qualificato infatti il miglioramento dell'immagine e il maggior prestigio rendono più facile per una società quotata reclutare personale qualificato e competente.
- Migliorare la disciplina del mercato azionario poiché diventare un'impresa pubblica riduce i problemi di agenzia tra azionisti e manager dato che il mercato azionario offre ulteriori modi per disciplinare il management.
- Ottenere agevolazioni fiscali quando vengono attuate quotazioni con emissioni di nuove azioni (DIT e DIT agevolata)⁹.

Per quanto concerne i vantaggi dell'azionista bisogna ricordare:

- Garantire una maggiore disponibilità di liquidità per le azioni consentendo agli attuali azionisti di cedere più facilmente, completamente o parzialmente, la propria quota di partecipazione. Si parla di 'way out', ossia la possibilità di monetizzare l'investimento nel capitale sociale della società emittente

⁹ <https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>

cedendo le sue azioni sul mercato in modo tendenzialmente immediato e conveniente, in qualsiasi momento egli desideri farlo. La quotazione, quindi, facilita le operazioni di replacement capital e si configura come un utile strumento sia per gli azionisti di controllo che intendono disinvestire e diversificare il proprio patrimonio sia per gli investitori istituzionali a titolo di investimento speculativo.

- Realizzare l'investimento nel caso in cui sia presente un investitore istituzionale.
- Mantenimento del controllo per il gruppo di controllo, esso può ridurre l'immobilizzo finanziario nel capitale azionario, senza tuttavia perdere il comando dell'impresa, il cui capitale è disperso ora presso una pluralità di risparmiatori.
- Agevolare il passaggio generazionale attuando riassetti proprietari e senza provocare la perdita del controllo da parte della famiglia. Bisogna permettere più facilmente a membri della famiglia azionista di poter mantenere la propria quota senza che sia coinvolta nella gestione aziendale.

La quotazione comporta, inoltre, anche vantaggi per il management; tali vantaggi sono maggiormente di natura personale in quanto il management di una società quotata è più esposto e soggetto ad una maggiore visibilità; in questo modo si accresce l'immagine personale dei manager e la loro reputazione generando per loro maggiori opportunità. I manager possono inoltre ottenere stock option che conferiscono loro il diritto all'acquisto delle azioni della società a un prezzo prefissato.

Accanto ai vari benefici, la quotazione porta nuove responsabilità per l'impresa quindi risulta importante prendere in considerazione gli obblighi e gli aspetti critici che la quotazione comporta. Questi aspetti variano in base alle circostanze e alla tipologia di impresa coinvolta e si identificano generalmente in:

- Necessità di realizzare cambiamenti manageriali, organizzativi e gestionali in vista della quotazione: per esempio, adozione di principi di corporate governance, adeguamento dei sistemi informativi, politiche di comunicazione, implementazione di un sistema conforme di controllo di gestione;
- Condivisione delle scelte strategiche: l'azienda quotata deve tenere conto dei pareri e delle reazioni di un ampio numero di azionisti riguardo a decisioni cruciali per la vita aziendale, come l'aumento di capitale, la definizione di piani di stock-options e l'offerta di nuovi strumenti finanziari. Anche se non è richiesta la loro approvazione formale, è importante considerare costantemente i loro interessi e opinioni;
- Trasparenza informativa: tali procedure, in primo luogo, sono necessarie al fine di mantenere e rafforzare un rapporto di fiducia con gli azionisti evitando che siano diffuse informazioni riservate dal punto di vista industriale o commerciale; in secondo luogo derivano da obblighi regolamentari;
- Suscettibilità del titolo alle condizioni del mercato: il valore delle azioni può essere influenzato da fattori speculativi e dalle oscillazioni del mercato, indipendentemente dalle politiche e strategie aziendali;
- Attenzione ad attività di insider trading: le società, per garantire parità informativa tra gli investitori e prevenire il verificarsi di fenomeni di insider trading, sono tenute a diffondere tempestivamente al

pubblico (Borsa Italiana e Consob) notizie su fatti o eventi che possano influenzare l'andamento delle quotazioni;

- Gestione della massimizzazione del valore per gli azionisti e partecipazione degli azionisti ai profitti della società: la quotazione in Borsa amplia il numero di azionisti che partecipano ai risultati positivi dell'azienda attraverso l'aumento del valore di mercato delle azioni e la distribuzione dei dividendi;
- Tempo del management da dedicare al processo di quotazione: il management deve dedicare una considerevole quantità di tempo e risorse nella preparazione dell'operazione, inclusa la selezione dei consulenti e la definizione di un business plan dettagliato che evidenzi i punti di forza e di debolezza dell'azienda. Durante il processo di quotazione, il management dovrà collaborare strettamente con il team di consulenti, prendendo decisioni cruciali per il successo dell'IPO. Inoltre, sarà necessario presentare l'azienda ai potenziali investitori e dialogare con gli operatori di mercato durante e dopo la quotazione.

Tra i principali adempimenti: comunicazione di tipo price sensitive; pubblicazione del bilancio d'esercizio, della relazione semestrale e trimestrale; comunicazioni riguardanti la variazione della composizione degli organi sociali e comunicazioni riguardanti assetti proprietari e partecipazioni. A tal proposito, è stato introdotto il Codice di Autodisciplina che contiene gli elementi essenziali di una struttura di organizzazione societaria, il cui punto di riferimento fondamentale è costituito dalla centralità del Consiglio di Amministrazione. Il Codice, inoltre, prevede la presenza di amministratori non esecutivi indipendenti e di altri meccanismi a tutela degli azionisti di minoranza. Obiettivo del Codice è la massimizzazione del valore per tutti gli azionisti.

Un ulteriore aspetto cui deve prestare attenzione una società che intende quotarsi è legato ai costi che dovrà sostenere. I costi tipici della quotazione sono due:

- Costi indiretti legati allo status di impresa e sono difficilmente quantificabili; i principali sono tre vale a dire la necessità di mantenere trasparenza e chiarezza nei confronti dei soci che necessitano di determinate informazioni per compiere in maniera consapevole le proprie scelte di voto, la perdita di vantaggio competitivo causata dalla diffusione di dati e informazioni riservate sul core business della società, il disincentivo a obiettivi di lungo periodo dal momento che il management potrebbe privilegiare le performance di breve periodo in quanto la società è esposta ad una continua valutazione da parte del mercato. Dunque, cercando di ottenere risultati economici immediati, gli obiettivi e i piani di medio-lungo termine avranno una minore considerazione¹⁰.

- Costi diretti associati al processo di quotazione che riguardano le spese specifiche necessarie per portare avanti le fasi preliminari e propedeutiche all'ammissione in Borsa. Per una società di medie dimensioni in Italia, si stima che i costi per l'ammissione al mercato di Borsa e il collocamento dei titoli rappresentino circa il 5% del valore totale dell'offerta. Tra i costi associati a questa operazione sono compresi la remunerazione per il servizio di sottoscrizione e collocamento, le spese per i servizi di consulenza legale e contabile, i costi

¹⁰ <https://startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/i-costi-indiretti-di-una-ipo/>

relativi alle comunicazioni e alle revisioni contabili, nonché i contributi richiesti dalla CONSOB. Tali costi possono variare a seconda delle dimensioni dell'offerta e del numero di consulenti coinvolti nel processo di quotazione. tra i costi diretti, inoltre, è compreso il corrispettivo di prima quotazione dovuto a Borsa Italiana, che è calcolato come una percentuale della capitalizzazione e ammonta a € 75 per ogni € 500.000. Infine, c'è un costo da pagare alla società che gestisce il mercato in base al segmento di mercato in cui si viene quotati, con un importo fisso per il primo anno e una proporzione del volume degli scambi a partire dal secondo anno in poi¹¹.

1.5 IL FENOMENO DELL'UNDERPRICING

Un'altra componente di costo delle IPO è rappresentata dal fenomeno dell'underpricing che rappresenta un costo implicito. L'underpricing è il costo che deriva dall'emissione di titolo a un prezzo inferiore rispetto al valore di mercato e ciò genera un eccesso di domanda dei titoli. L'underpricing si riferisce al fenomeno comune nelle IPO in cui il prezzo di emissione delle azioni è inferiore al loro valore di mercato al momento della quotazione. Risulta importante notare che le società possono intenzionalmente offrire i propri titoli al pubblico a un prezzo inferiore rispetto al presunto valore di mercato al fine di stimolare gli investitori a partecipare all'offerta, favorire una vasta diffusione dei titoli tra il pubblico e affrontare significative asimmetrie informative tra i partecipanti all'operazione¹². Altri fenomeni possono incidere sull'entità dell'underpricing come ad esempio lo squilibrio tra domanda e offerta dei titoli proposti oppure lo sconto che viene riconosciuto agli investitori rispetto a titoli già quotati di società confrontabili e, infine, esistono anche fenomeni di natura comportamentale. Da un punto di vista analitico si inquadra la formula dell'underpricing, la formula base è $[(P_m - P_o) / P_o] * 100$ dove P_m è il prezzo del titolo alla fine del primo giorno di negoziazione mentre P_o è il prezzo di offerta. Illustriamo alcune teorie che spiegano l'esistenza del fenomeno che lasciano comprendere il motivo che spinge un'impresa a fissare un prezzo inferiore rispetto a quello di mercato e il persistere del sottoprezzo. Tra le varie teorie:

- Teoria dell'asimmetria informativa: afferma che la maggior parte degli informatori non ha accesso a informazioni adeguate sull'IPO, inoltre gli investitori non si preoccupano di comprendere la qualità dell'IPO poiché la loro unica preoccupazione è l'accessibilità. Questo significa che vogliono investire nell'IPO che possono permettersi e che potrebbe garantire loro buoni rendimenti; così le imprese, per attirare tali investitori, decidono di sottovalutare le azioni. In conclusione, la teoria presuppone che ci siano più investitori disinformati di quelli informati. Legata a questa teoria è la maledizione del vincitore.
- Teoria del conflitto tra banche di investimento: secondo tale teoria, alcune banche di investimento incoraggiano le imprese a mantenere basso il prezzo dell'IPO. Le banche optano per questa scelta

¹¹ <https://startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/i-costi-diretti-di-una-ipo/>

¹² R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri "Principi di finanza aziendale", 2020

quando mantengono la commissione di sottoscrizione al minimo pertanto un prezzo più basso per azione compensa la minore commissione di sottoscrizione.

- Domanda pubblica poco chiara: in base a questa teoria, se la società e i vari sottoscrittori non hanno una chiara idea della domanda per il titolo allora ricorrono al sottoprezzo. Se valutano il prezzo più basso allora vi sarà un incremento della domanda che consentirà al titolo di raggiungere il suo valore equo, premiando sia gli investitori sia il management.
- Ipotesi delle bolle speculative: secondo l'ipotesi, alcuni sottoscrittori non riescono ad ottenere la quota durante l'IPO a causa di un eccesso di sottoscrizione così cercano di acquistare azioni quando le imprese concludono il processo di quotazione sul mercato portando ad un incremento del prezzo speculativo. Un esempio tipico è la fase del boom IT con la bolla speculativa delle Dot-com sviluppatasi tra il 1997 e il 2000 che raggiunse il punto di massimo il 10 marzo 2000.
- Conflitti manageriali: la teoria presuppone che il management pubblicizzi l'IPO e, allo stesso tempo, sottovaluta la quota per garantire un numero sufficiente di acquirenti.
- Contenziosità e regolamentazione: le leggi statunitensi sui titoli sono molto severe nei confronti dell'emittente e dei sottoscrittori in caso di errori e omissioni nell'IPO quindi impongono di fissare il prezzo al di sotto del valore atteso.

Il fenomeno dell'underpricing riguarda tutti i Paesi del mondo, in particolare quelli europei.

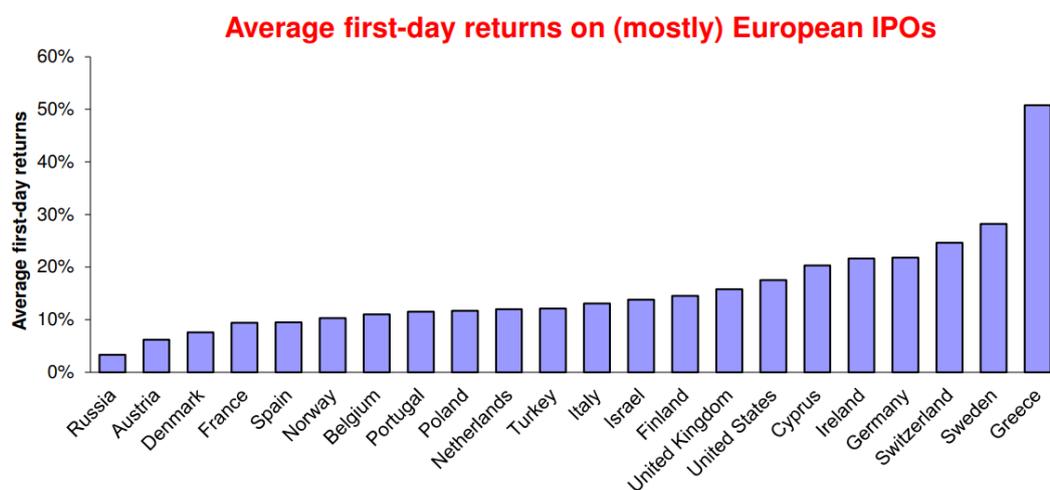


Figura 2¹³

¹³ J. Ritter e T. Loughran, "Why Has IPO Underpricing Changed Over The Time?", 2004

Average first-day returns on non-European IPOs

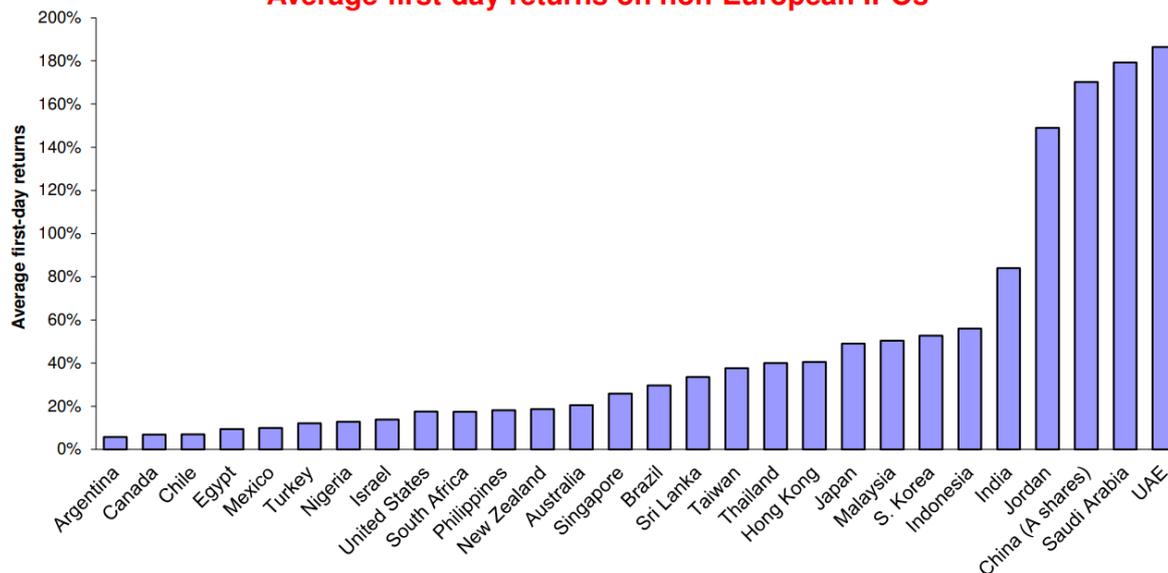


Figura 3¹⁴

Sono presentati due grafici, il primo inerente ai Paesi europei mentre il secondo ai Paesi non europei così si comprende come il fenomeno sia ampiamente diffuso. I grafici, in particolare, mostrano i rendimenti medi iniziali ottenuti dalla sottoscrizione delle IPO. In Europa il valore più elevato è quello della Grecia intorno al 50% mentre quello dell'Italia si aggira intorno al 10%. Per quanto riguarda gli Stati Uniti l'underpricing è del 20% e, inoltre, ci sono alcuni Paesi come India, Cina e Arabia Saudita in cui il dato raggiunge elevati livelli che superano il 100%.

1.6 LA BORSA: CENNI STORICI ED EVOLUZIONE

Per capire al meglio le IPO e il processo di quotazione bisogna analizzare la storia borsistica e la sua evoluzione nel corso degli anni. Le Borse cominciarono a nascere per accogliere le varie esigenze finanziarie che partivano dall'amministrazione degli affari finanziari: rappresentavano una sorta di spazio o luogo definito in cui i vari mercanti si riunivano. Nel 1500 presso la città belga di Bruges vi fu la prima compravendita di titoli nella storia dell'umanità. Le transazioni effettuate dai mercanti riguardavano titoli che rappresentavano un credito o una merce proveniente da paesi distanti e che non potevano essere scambiati fisicamente. In altre parole, questi titoli consentivano la negoziazione di crediti o merci virtuali provenienti da luoghi remoti. Secondo alcuni studiosi, il termine Borsa discende dal nome della famiglia veneziana Della Borsa che si trasferì nel corso del 1300 in Belgio, dove iniziarono a nascere le prime borse. La città di Anversa si affermò come luogo principale di incontro di mercanti e banchieri per la conclusione dei loro traffici, prendendo il posto della città di Bruges e pertanto la Borsa di Anversa, fondata nel 1531, viene riconosciuta come prima Borsa Valori della

¹⁴ J. Ritter e T. Loughran, "Why Has IPO Underpricing Changed Over The Time?", 2004

storia. Durante la seconda metà del XVI secolo e nei secoli successivi, emersero diverse Borse in importanti centri finanziari. In questo periodo, si svilupparono operazioni di prestito a favore di sovrani nei principali mercati borsistici e furono emessi titoli di debito pubblico negoziabili. In Francia, emersero le prime Borse a Lione nel 1548, Tolosa nel 1549, Rouen nel 1556 e Bordeaux nel 1571. La fondazione della Borsa di Parigi, invece, risale al 1724. Nel frattempo, nei Paesi Bassi, si verificò l'ascesa della Borsa di Amsterdam nel 1609, diventando il principale centro finanziario e la pioniera delle Borse moderne in Europa, prendendo il posto della Borsa di Anversa. In Inghilterra, si deve a Sir Thomas Gresham la creazione della Royal Exchange, il quale, dopo aver trascorso del tempo ad Anversa, fonda a Londra la Borsa inglese nel 1564. Nel 1773 da Royal Exchange si passa alla denominazione di Stock Exchange. Sir Thomas lasciò il suo incarico nel 1771 mentre nel 1773 viene costruito il palazzo della Borsa mentre nel 1801 si aprono le prime contrattazioni presso la London Stock Exchange cui si può accedere sottoscrivendo un atto formale. Si fa risalire la nascita della Borsa di Londra proprio al periodo di questi primi scambi regolamentati. In Germania molte città tedesche cominciarono ad organizzare le proprie Borse come quella di Amburgo del 1583, mentre l'istituzione della maggiore Borsa tedesca anche una delle più importanti al mondo, ossia quella di Francoforte, avviene nel 1946. In Austria, la Borsa di Vienna viene fondata nel 1771. In Italia, già nel corso del Medioevo e del Rinascimento si svilupparono mercati organizzati pubblici come il Mercato nuovo di Firenze o il Rialto di Venezia. La nascita della prima Borsa italiana avvenne a Venezia nel corso del XVII secolo. Successivamente, emersero altre Borse importanti, come la Borsa di Trieste nel 1775, la Borsa di Roma nel 1802 e le Borse di Milano e Firenze nel 1808. Negli anni si assiste alla nascita anche delle Borsa di Napoli nel 1810, di Torino nel 1850, di Genova nel 1855, di Bologna nel 1861 e di Palermo nel 1862. Ad oggi la Borsa di Milano è la più importante sul territorio nazionale, con l'indice Ftse-Mib che include le azioni delle quaranta aziende italiane ed estere quotate a Piazza Affari. Infine, se ci spostiamo oltre l'oceano negli Stati Uniti, il 17 maggio 1792 vi fu la fondazione del più grande e influente mercato finanziario del mondo, conosciuto come il New York Stock Exchange (NYSE) o, comunemente, "The Big Board". Il NYSE ha sede a Wall Street.

Elenchiamo a questo punto i principali eventi che hanno segnato la storia delle Borse Valori:

- Tardo 1400: diventa il centro del commercio internazionale la città Belga di Anversa. In questa "piazza" i mercanti acquistano merci in anticipo cercando di evitare l'aumento dei prezzi. Si riscontrano anche le prime negoziazioni di obbligazioni.
- 1611: nasce il primo mercato azionario moderno ad Amsterdam con la Compagnia Olandese delle Indie Orientali che si presenta come la prima società quotata in borsa e, per molti anni, rimane l'unica società con attività di negoziazione in borsa.
- Fine 1700: viene stipulato l'accordo di Buttonwood Tree, accordo per l'acquisto e lo scambio di azioni e obbligazioni. Questo approccio è alla base della nascita della Borsa di New York
- 1896: creazione del Dow Jones Industrial Average che originariamente comprendeva solo 12 componenti, principalmente società industriali.

- 1923: la società di Henry Barnum Poor, la Poor's Publishing crea la prima versione dello S&P 500 e dal 1926 inizia a monitorare 90 titoli.
- 1929: crollo del mercato azionario statunitense dopo il decennio dei "ruggenti anni '20" causato da alcune pratiche degli investitori che avevano deciso di speculare in Borsa mediante l'utilizzo della leva finanziaria che gonfiò i prezzi e causò il crollo del mercato.
- 1941: la Poor's Publishing si fonde con la Standard Statistics e viene fondata la Standard & Poor's.
- 1971: nascita della National Association of Securities Dealers Automated Quotations, nota come Nasdaq.
- 2000: crollo dei titoli tecnologici, a seguito di una bolla speculativa iniziata anni prima. Il crollo fu vertiginoso infatti ci vollero anni per tornare al livello pre-crisi.
- 2008: crisi finanziaria caratterizzata dal crollo del mercato azionario in seguito al collasso del settore immobiliare e alla diffusione dei titoli finanziari basati su ipoteche immobiliari¹⁵.

Le Borse sono collegate strettamente alla situazione economica dei vari Paesi, un esempio è il crollo della Borsa di Wall Street nel 1929 e gli effetti delle varie bolle immobiliari. La Borsa di Tokyo invece, a partire dal 1991, iniziò il suo declino a causa della discesa dell'indice Nikkei 225 che passò da una quota di 39000 punti a 15000 e, al giorno d'oggi, non è ancora tornato ai livelli del 1991. Ci si deve rendere conto di come non solo la Borsa sia un'istituzione antica e profondamente legata al passato ma sia anche in grado di compromettere gli andamenti futuri dell'economia. Nel corso degli anni 2000, l'equilibrio economico-finanziario è stato fortemente influenzato dalle quattro principali piazze finanziarie globali: New York, che detiene una posizione dominante nel mercato finanziario globale, seguita da Shanghai, Francoforte e Londra. Queste città hanno giocato un ruolo significativo nel determinare l'andamento e l'interconnessione dei mercati finanziari a livello mondiale.

1.7 BORSA ITALIANA: SEGMENTI E REQUISITI

Borsa Italiana nasce come conseguenza della privatizzazione dei mercati borsistici ed è responsabile della gestione, organizzazione e regolamentazione dei mercati finanziari. A partire dal 2007 è entrata a far parte dello Stock Exchange Group e ha sviluppato una solida infrastruttura per facilitare l'accesso ai capitali internazionali. Un'ampia varietà di investitori provenienti da tutto il mondo, tra cui circa 7400 fondi affiliati a 1600 società di investimento provenienti da oltre 45 paesi, scelgono di investire nei titoli quotati presso la Borsa Italiana, alla ricerca costante di nuove opportunità di investimento. Contemporaneamente, sempre più aziende stanno esplorando le opportunità offerte dal mercato dei capitali e trovano in Borsa Italiana un partner affidabile per soddisfare le proprie esigenze di finanziamento e visibilità, sia per le grandi società globali sia per le piccole e medie imprese in cerca di opportunità di crescita¹⁶. Dal 2009, Borsa Italiana e Confindustria

¹⁵ <https://www.investireinborsa.me/storia-della-borsa/>

¹⁶ <https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>

hanno stabilito un'alleanza volta a sostenere lo sviluppo economico del Paese. L'obiettivo principale di Borsa Italiana è quello di sviluppare i mercati finanziari e massimizzare la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza. Il sistema di contrattazione di Borsa Italiana è suddiviso in diversi listini per fornire regole e requisiti specifici per le diverse categorie di imprese quotate, agevolando l'accesso anche alle piccole e medie imprese. Il mercato finanziario gestito da Borsa Italiana è soggetto a continui sviluppi e adattamenti al fine di soddisfare le necessità degli operatori e degli investitori. Il sistema dei mercati è in costante evoluzione al fine di fornire un ambiente adeguato e aggiornato alle dinamiche del settore, permettendo una negoziazione efficiente e trasparente degli strumenti finanziari. In particolare, i suoi mercati azionari si suddividono in diverse categorie: la Borsa, dedicata alle aziende operanti in settori consolidati; il nuovo mercato, dedicato alle aziende con elevato potenziale di crescita nei settori ad alta innovazione; il mercato ristretto, riservato alle aziende operanti in settori tradizionali che non intendono essere quotate né nella Borsa né nel nuovo mercato.

I listini di Borsa Italiana sono quattro:

- **MTA:** Mercato Telematico Azionario in cui sono quotate le società di media e grande capitalizzazione; all'interno del MTA è presente anche MTA International, segmento dedicato ad azioni di alcuni importanti emittenti esteri che sono già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari. Per quotarsi su questo segmento un'impresa deve presentare almeno tre bilanci di esercizio verificati, deve avere un capitale flottante almeno pari al 25% e deve essere individuato uno sponsor che sia garante nei confronti del mercato.
- **STAR:** Segmento Titoli con Alti Requisiti per aziende di media e bassa capitalizzazione che si impegnano a mantenere un elevato standard di trasparenza e qualità della corporate governance. Per quotarsi su questo segmento le imprese devono avere un capitale flottante del 35% e nominare uno specialista che si impegna ad agire sul mercato per sostenere la liquidità del titolo. L'informativa societaria riveste un ruolo di fondamentale importanza. Le imprese devono pubblicare i bilanci, le relazioni trimestrali e semestrali sul proprio sito web. Inoltre, è necessario istituire un comitato per il controllo interno, composto da un numero adeguato di amministratori non esecutivi. Questo comitato ha il compito di analizzare le problematiche e stabilire pratiche rilevanti per il controllo delle attività aziendali. L'adesione al segmento STAR può comportare oneri aggiuntivi per le aziende che sono principalmente di natura indiretta e legati agli obblighi di comunicazione e reportistica più elevati. Il progetto STAR si propone di offrire alle PMI con un potenziale interessante un ambiente favorevole per ottenere visibilità, accedere ai capitali necessari e valorizzare il proprio titolo¹⁷.
- **MIV:** Mercato Telematico degli Investment Vehicles specificamente dedicato ai veicoli di investimento, come fondi chiusi, SPAC (Special Purpose Acquisition Company) e società di investimento immobiliare. Per essere quotati su questo mercato le società devono soddisfare determinati requisiti, ad esempio è richiesta una valutazione di almeno 40 milioni di euro e un flottante

¹⁷ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/star/home/caratteristiche.htm>

pari al 25%. Questo mercato offre un ambiente dedicato in cui i veicoli di investimento possono essere scambiati e offerti agli investitori. La quotazione su questo mercato fornisce una maggiore visibilità e accesso al capitale per queste società specializzate nel settore degli investimenti

- AIM: Mercato Alternativo del Capitale, dedicato alle piccole e medie imprese con alte possibilità di crescita. Per quotarsi sul segmento AIM non esistono vincoli particolari e i requisiti d'accesso sono molto semplificati; le società interessate devono individuare un Nomad, Nominated Advisor, un intermediario che svolge un'attività di tutoraggio prima e dopo la quotazione¹⁸.

Dal 25 ottobre 2021, i listini di Borsa Italiana hanno cambiato denominazione: MTA è diventato Euronext Milan, STAR è diventato Euronext STAR Milan, AIM è diventato Euronext Growth Milan e MIV è diventato Euronext MIV Milan.

Borsa Italiana gestisce il processo di ammissione al mercato attraverso una procedura che dura circa 60 giorni, suddivisa in diverse fasi. La società emittente presenta la domanda di ammissione, seguita da un'analisi di completezza formale e dalla comunicazione di avvenuta ricezione della domanda. Successivamente, viene condotta un'istruttoria e viene presa una decisione di ammissione da parte di Borsa Italiana. Una volta ammessa, la società può iniziare le negoziazioni. La società emittente deve fornire una documentazione accurata con la domanda di ammissione, tra cui prospetto informativo e copie dei bilanci annuali degli ultimi tre anni. Borsa Italiana può richiedere ulteriori informazioni, documenti o chiarimenti durante l'istruttoria. Recentemente è stato introdotto il QMAT, un questionario compilato dalle società che intendono quotarsi, che mira a migliorare la comunicazione tra Borsa Italiana, lo sponsor e l'emittente. Entro due mesi dalla presentazione della domanda, Borsa Italiana prende una decisione di ammissione o rigetto e comunica la sua determinazione all'emittente. La data di inizio delle negoziazioni viene stabilita con un provvedimento specifico. Borsa Italiana accoglie anche società estere che desiderano quotarsi in Italia o che hanno il loro mercato primario all'estero, ma scelgono di avere una doppia quotazione sulla piazza italiana. Borsa Italiana è considerata una professional service company altamente orientata al cliente, offrendo servizi di elevato valore; è un punto di riferimento sia per le società che desiderano quotarsi in futuro sia per quelle già quotate. Per le società che intraprendono un progetto di quotazione, svolge un'attività di marketing per supportare la società e promuovere la cultura della quotazione. Dopo l'ammissione al listino, Borsa Italiana fornisce assistenza professionale alle società quotate per questioni tecniche e normative legate alle operazioni sul capitale, alle emissioni di strumenti finanziari e alle fusioni e scissioni. L'Italian Exchange Academy, appartenente alla divisione New Business di Borsa Italiana, è un'istituzione dedicata alla formazione che organizza programmi di sviluppo della cultura finanziaria. Tramite corsi e seminari, l'Italian Exchange Academy supporta le imprese durante il processo di quotazione e fornisce loro strumenti e metodologie per gestire l'informativa societaria e valutare il valore dell'azienda sul mercato.

¹⁸ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri "Principi di finanza aziendale", 2020

1.8 DIRITTO DI OPZIONE E SOTTOSCRIZIONE PRIVILEGIATA

Le imprese, talvolta, piuttosto che effettuare una nuova emissione di azioni agli investitori in generale, concedono agli azionisti un diritto di prelazione e tali emissioni sono note come sottoscrizione privilegiata o emissioni offerte in opzione. Gli azionisti godono del diritto di opzione, che consente loro di avere la priorità nell'acquisto di nuove azioni emesse durante un'operazione di aumento del capitale sociale. In altre parole, viene garantita loro la possibilità di sottoscrivere le nuove azioni prima che vengano offerte ad altri investitori. Il diritto di opzione consente all'azionista di mantenere inalterata la propria quota di partecipazione all'interno della società infatti è proporzionale al numero di azioni possedute precedentemente l'operazione di aumento del capitale. In alcune situazioni, gli azionisti possono optare per non esercitare il loro diritto di opzione decidendo invece di venderlo sul mercato. Tutto ciò darà luogo alla formazione di un mercato dedicato ai diritti di opzione, in cui i soggetti possono acquistare e vendere tali diritti tra loro. La decisione di esercitare o meno il diritto dipende dal costo effettivo dell'operazione, in particolare conviene esercitare il diritto se il prezzo di mercato è inferiore al valore teorico mentre conviene vendere il diritto nel caso in cui il prezzo di mercato sia superiore al valore teorico. Assume particolare importanza il calcolo del valore teorico¹⁹. Il prezzo teorico optato è il prezzo ex, ossia prezzo di un'azione senza il diritto di opzione, che si dovrebbe realizzare dati l'ultimo prezzo cum (prezzo con il diritto di opzione incorporato) e le condizioni di emissione delle nuove azioni. Da un punto di vista analitico, $P_{to} = (n * P_{cum} + m * P_e) / (n + m)$ quindi è dato dal numero di azioni presenti sul mercato ante aumento di capitale moltiplicate per il prezzo cum diritto sommate alle nuove azioni emesse moltiplicate per il prezzo di emissione delle nuove azioni, tutto rapportato al numero totale di azioni post aumento di capitale. Per quanto riguarda il valore del diritto di opzione questo può essere derivato come semplice differenza tra l'ultimo prezzo cum e il prezzo teorico optato. Al fine di rendere omogenee e confrontabili le due serie di prezzi azionari, l'AIAF (Associazione Italiana Analisti Finanziari) calcola un fattore di rettifica delle quotazioni azionarie pari al rapporto tra prezzo teorico optato e prezzo cum. Nel corso di questo capitolo, sono state definite le due principali forme di emissione pubblica dei titoli: l'offerta pubblica di vendita a tutti gli investitori e l'offerta in opzione agli azionisti esistenti. La differenza sostanziale sta nel fatto che in un'emissione offerta in opzione il prezzo è irrilevante poiché gli azionisti possono vendere sul mercato le nuove azioni e possono aspettarsi di ricevere un giusto prezzo; in un'offerta pubblica il prezzo di emissione riveste un ruolo cruciale poiché se la società vende azioni ad un prezzo inferiore rispetto al prezzo di mercato, l'acquirente potrà beneficiarne ottenendo un profitto a spese degli azionisti. Consideriamo, in conclusione, l'effetto di un aumento di capitale in Italia. L'aumento di capitale comporta una modifica dell'atto costitutivo e deve essere stabilito in sede di assemblea straordinaria; viene regolato dagli articoli del Codice Civile tra cui l'articolo 2441 che sancisce il diritto di opzione. In Italia, la reazione del prezzo di un'azione all'annuncio di aumento del capitale è positiva in virtù del QSE, Quasi Split Effect. Il QSE è l'aumento percentuale del tasso di dividendo causato da un aumento di capitale offerto in opzione agli azionisti; da un

¹⁹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/diritto-di-opzione.html>

punto di vista analitico viene misurato sottraendo 1 dal reciproco del fattore AIAF quindi $QSE=(Pcum/Pto)-1$ ²⁰.

CAP 2: ANALISI FINANZIARIA DEL SETTORE CALCISTICO

2.1 L'IMPORTANZA DEL CALCIO IN ITALIA

Lo sport preferito in Italia è il calcio, seguito tanto negli stadi quanto in TV e che, in termini di redditività, non ha eguali. Nel 2017 il settore calcistico si assesta come terzo settore economico per investimenti, il che significa che il 35% del volume d'affari dello spettacolo in Italia è merito del calcio. Crescente è l'attenzione anche per le scommesse; in Italia, infatti, dalla nascita di Internet in poi è sempre maggiore il numero di siti di bookmakers per scommesse sportive, alcuni di questi si sono affermati con determinazione, ad esempio Eurobet, mentre altri sono finiti nel dimenticatoio. Rimanendo in un'ottica economica, secondo i dati del CONI, lo sport in Italia vale l'1.7% del PIL quindi circa 30 miliardi e, considerando anche l'indotto, la stima raddoppia tendendo ai 60 miliardi. Nello specifico il calcio italiano genera 4.7 miliardi di euro, circa il 12% del PIL del calcio mondiale. Possiamo notare come, nel corso degli anni, il panorama calcistico mondiale abbia subito un profondo cambiamento che ha completamente rivoluzionato le modalità di gestione dei club calcistici. Originariamente lo scopo delle associazioni sportive era connesso alla mera pratica sportiva e si trattava di un'attività senza scopo di lucro. Nel tempo la progressiva diffusione del calcio e il crescente aumento di interesse intorno al fenomeno resero le associazioni sportive consapevoli del fatto che il mero contributo finanziario degli associati non sarebbe stato sufficiente a sostenere spese sempre crescenti; lo spettacolo sportivo, quindi, andava remunerato dal pagamento di un prezzo commisurato alla qualità dell'offerta e alla misura della domanda. Si trattò del primo segnale della trasformazione del calcio in un'attività di business. L'evoluzione è segnata da due eventi principali: l'avvento dei ricavi da network con la nascita delle pay tv e la tendenza verso la quotazione in Borsa a partire dagli anni 2000. Ad oggi, si può assistere ad una crescita esponenziale di costi e ricavi segnati anche da un incremento incredibile del prezzo dei cartellini dei calciatori, ultimamente leggermente ridimensionati in seguito all'emergenza Covid-19 che ha colpito duramente anche le società di calcio. Alla base dell'evoluzione del settore calcistico, ci sono varie sfide che i club di calcio hanno dovuto affrontare; si tratta particolarmente di sfide di tipo finanziario poiché si ricerca una minore dipendenza dai risultati sportivi grazie alla diversificazione dei ricavi e delle fonti di finanziamento per rendere i club sostenibili come aziende. Questo spiega lo stretto legame tra la funzione finanza e le performance sportive che ha spinto molte società calcistiche ad effettuare il loro ingresso sul mercato azionario. Il calcio si caratterizza per tre elementi fondamentali: la rivalità, l'incertezza dei risultati e un sistema di regole. La rivalità può essere vista come un innato desiderio umano di confrontarsi con altri individui o gruppi. È strettamente connessa all'impegno degli atleti e ai successi che riescono ad ottenere. Infatti, gli atleti devono possedere non solo un talento naturale, ma anche la capacità di affrontare un lungo

²⁰ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri "Principi di finanza aziendale", 2020

percorso di perfezionamento e di acquisizione di abilità in un contesto altamente competitivo. L'incertezza del risultato, invece, è indispensabile per mantenere alta la tensione degli atleti che li spinge a migliorare il proprio rendimento sportivo ed è, nel contempo, necessaria per garantire un alto interesse degli spettatori. Se venisse meno tale incertezza e vi fosse il dominio di un'unica squadra verrebbe meno la tensione agonistica e ne risentirebbero le performance di giocatori e allenatori con conseguente perdita di interesse verso lo spettacolo sportivo e riduzione dei rendimenti economici. Fondamentale è introdurre un sistema di regole necessarie per salvaguardare i valori di correttezza e lealtà; si ricorda, a tal proposito, la sentenza Bosman che impone alcune regole relative al trasferimento dei calciatori, impone un tetto ingaggi e limiti alla spesa negli acquisti. La trasgressione di tali principi, sia durante le competizioni che al di fuori di esse, comporta conseguenze disciplinari. Di conseguenza, sono emerse varie organizzazioni come la FIGC (Federazione Italiana Giuoco Calcio) e istituzioni sportive come la Corte di Giustizia Federale, che stabiliscono e supervisionano il rispetto effettivo delle norme. Si può analizzare il settore calcistico tramite il più famoso modello di analisi dei settori, ossia il modello delle 5 forze di Porter che mette in evidenza alcuni aspetti:

- I livelli di rivalità o di collaborazione tra le diverse società di calcio professionistiche quindi altri club che competono nel medesimo campionato e che possono avere i medesimi obiettivi competitivi;
- I rapporti di forza contrattuali e di integrazione con i vari clienti tra cui spettatori, sponsor, acquirenti del merchandising, operatori televisivi;
- I rapporti di sostituzione con prodotti alternativi come altri sport, ad esempio pallavolo o rugby, o altre attività ricreative e di intrattenimento;
- La mobilità di entrata o di uscita di squadre di club che si spostano da un ambito competitivo all'altro, ciò avviene quando club retrocedono oppure raggiungono la promozione;
- Gli interlocutori sociali che, a loro volta, formano un sistema intorno alla società di calcio.

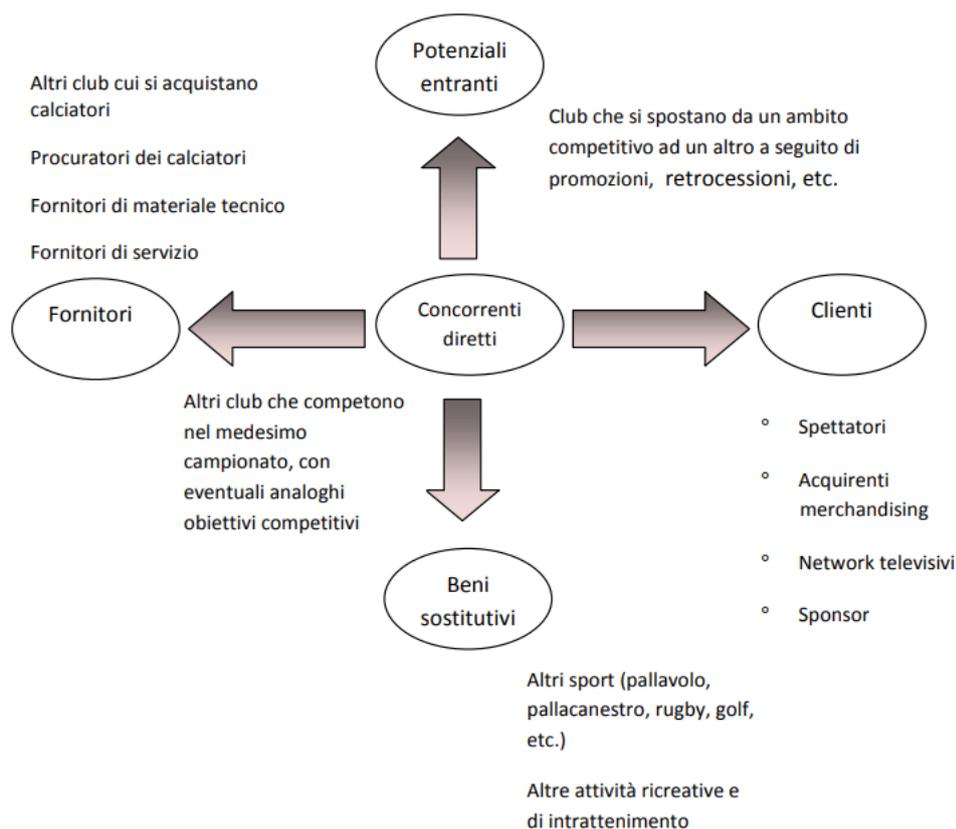


Figura 4²¹

Dallo schema indicato si evince che gli interlocutori presentano interessi di natura e intensità diversi:

- 1) la dimensione sportiva sostenuta da giocatori, tifosi, allenatori e enti di governo quali FIFA, UEFA, FIGC, CONI, ecc.;
- 2) la dimensione economica che interessa finanziatori, azionisti, produttori di facilities e servizi, media, ecc.;
- 3) la dimensione sociale che coinvolge i cittadini, gli spettatori e la pubblica amministrazione;
- 4) la dimensione comunicativa inerente media, sponsor e spettatori.

Una società calcistica è in grado di creare valore nel momento in cui garantisce il perseguimento dell'obiettivo sportivo, riuscendo a fornire intrattenimento ai propri spettatori e cercando di unire gli interessi dei vari stakeholder nei quattro ambiti sintetizzati in precedenza.

Un momento cruciale nell'evoluzione delle società calcistiche è rappresentato dalla decisione della FIGC del 16 settembre 1966 (comunicato ufficiale FIGC n.5 del 16/09/1966), che stabilì la dissoluzione delle associazioni esistenti e contemporaneamente la creazione di nuove società commerciali con personalità giuridica, come requisito fondamentale per l'iscrizione al campionato di calcio nella stagione sportiva 1966/1967²². Tuttavia, questa operazione non fu ratificata dalla giurisprudenza di alto livello che negò la

²¹ Fonte: G.M. Ciampiglia, La creazione di valore nelle società di calcio, Accademia Italiana Economia Aziendale (AIDEA), Roma

²² Per maggiori informazioni consultare la sentenza Bosman al link seguente <https://www.colucci.eu/Sentenza%20Bosman.pdf>

possibilità di sciogliere direttamente le associazioni sportive senza uno specifico provvedimento di legge. Le associazioni sportive, quindi, presero la decisione autonomamente di sciogliersi e di costituirsi come società di tipo capitalistico. Vigeva il divieto di perseguire scopi di lucro e di distribuire ai soci gli utili realizzati. Un grande cambiamento si ebbe con la sentenza Bosman del 1995 che abolì l'obbligo di corrispondere il 'parametro', ossia l'indennizzo che una società sportiva, interessata ad acquisire le prestazioni sportive di un atleta il cui contratto era scaduto, avrebbe dovuto corrispondere al club di provenienza dell'atleta. Nello stesso periodo fu emanato il decreto di legge n. 485 del 20 settembre 1996 che rese possibile la quotazione in Borsa per le società calcistiche ammettendo anche la possibilità di perseguire scopo di lucro. La trasformazione da associazioni a imprese commerciali ha determinato la sottoposizione delle società sportive al regime delle procedure concorsuali.

Per quanto riguarda il censimento del calcio italiano, i dati della FIGC mostrano che nel 2021 sono circa 840 mila tesserati e di questi 1237 sono professionisti uomini che giocano nella lega Serie A. Nel corso della stagione 2020-2021, i calciatori scesi in campo nei campionati professionistici sono stati 2451, di cui 1799 italiani e 652 stranieri. Tra gli italiani, la maggior parte è originaria della Lombardia (circa 18%) e della Campania (circa il 12%) mentre tra i professionisti stranieri la maggior parte sono provenienti da Francia e Argentina²³.

Il calcio costituisce un asset fondamentale in Italia a livello sportivo, economico e sociale così la FIGC, con l'obiettivo di rappresentare il crescente valore creato, ha avviato un programma di studio con la UEFA finalizzato all'analisi del Social Return On Investment (SROI). Lo studio ha consentito di descrivere i benefici derivanti dalla pratica calcistica e il conseguente impatto generato sul sistema paese, con la finalità di indirizzare maggiormente gli investimenti a lungo termine.

Negli ultimi anni, il calcio femminile ha registrato una crescita importante e continua sia dal punto di vista mediatico che commerciale e si è assistito ad un sensibile incremento dell'affluenza di spettatori allo stadio. La finale della Champions League femminile del 2022, che si è svolta allo Juventus Stadium di Torino, ha fatto registrare la presenza di oltre 30 mila spettatori. La FIGC, con il supporto della UEFA, ha elaborato un importante piano in cui vengono definiti i principali obiettivi che intende raggiungere entro il 2025, tra i vari:

- Aumentare il numero di giocatrici del 50%;
- Raggiungere successi internazionali con le rappresentative nazionali;
- Promuovere una maggiore competizione e coinvolgimento emozionante nelle gare;
- Incrementare il numero degli appassionati al calcio femminile;
- Sviluppare un sistema sostenibile per la Serie A femminile professionistica

Il settore calcistico, nell'ultimo periodo, è stato fortemente danneggiato dal COVID subendo un significativo contraccolpo anche dal punto di vista socio-economico. Effetti principali sono stati l'interruzione prolungata

²³ Report Calcio 2022

o cancellazione delle competizioni sportive, la necessità di disputare le partite a porte chiuse, riflessi diretti e indiretti prodotti su tutti gli stakeholder del settore. Gli impatti causati dalla pandemia si distinguono in due tipologie: diretti e indiretti.

Tra gli impatti diretti:

- Drastico calo dei ricavi da ticket, sponsorizzazione, merchandising e corporate hospitality ma anche ulteriori costi connessi all'attuazione dei protocolli sanitari
- Influenza sulla natura sportiva e gli esiti delle competizioni, in particolare a causa della necessità di giocare le partite senza spettatori

Tra i principali impatti indiretti:

- Crisi e fallimenti di società, associazioni sportive e imprese dell'indotto
- Calo dell'occupazione, anche a livello permanente
- Calo della domanda provocato da una disaffezione del pubblico, cambio delle preferenze di consumo, del paniere di spesa degli utenti e dell'allocazione del budget degli utenti
- Depressione del mercato dei trasferimenti
- Diminuzione del valore economico degli asset commerciali e minor potere di negoziazione
- Impatti patrimoniali dovuti alla perdita della capitalizzazione e del valore aziendale delle imprese (anche in relazione al portafoglio dei diritti).

2.2 ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA DEL SETTORE CALCISTICO

In questo paragrafo si affronta la vera e propria analisi economico-finanziaria del settore calcistico in Italia. I dati e i grafici indicati di seguito sono ricavati da Report Calcio 2022. I dati economici e finanziari presenti nel Report sono stati determinati tramite l'utilizzo di 437 bilanci di società calcistiche che hanno preso parte ai campionati professionistici italiani nel periodo 2016-2021.

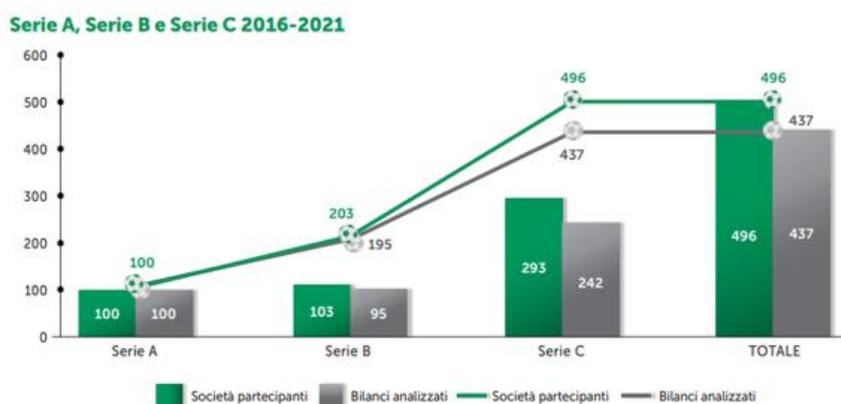


Figura 5²⁴

²⁴ Fonte: Elaborazione PwC

In base ai dati presentati nel grafico, le società professionistiche partecipanti ai campionati dalla stagione 2016-2017 alla stagione 2020-2021 sono state 496. I bilanci analizzati sono 437 pari all'88% mentre i bilanci non analizzati sono 59 (8 della Serie B e 51 della Serie C) che rappresentano il 12%.



Campione analizzato	20 su 20
Dati chiave/Indici	20-21
Valore della produzione	€ 2.996m
Costi operativi	(€ 2.789m)
Ebitda	€ 207m
Ammortamenti e svalutazioni	(€ 1.097m)
Ebit	(€ 890m)
Proventi (oneri) straordinari e finanziari	(€ 102m)
Ebt	(€ 992m)
Imposte	(€ 11m)
Risultato netto	(€ 1.002m)
<i>Costo del lavoro p.tesserato/ ricavi di vendita</i>	68%
<i>Patrimonio netto/totale attività</i>	12%
<i>Debiti finanziari/totale debiti</i>	35%
<i>% di club in utile</i>	10%
<i>Risultato netto/ valore della produzione</i>	-33%
Perdita aggregata 2007-2021	(€ 4.279m)

Figura 6²⁵

I dati presentati sono relativi alla Serie A nella stagione 2020-2021, tra i dati principali si osserva un valore della produzione pari a 2,996 milioni di euro e costi operativi pari a 2,789 milioni di euro. Il risultato netto è negativo pari a -1,002 milioni e anche l'evoluzione nel tempo è stata negativa infatti la perdita aggregata relativa al periodo 2007-2021 arriva a -4,279 milioni di euro. Di seguito si presenta il trend evolutivo nel quinquennio 2016-2021:

²⁵ Fonte: Elaborazione PwC

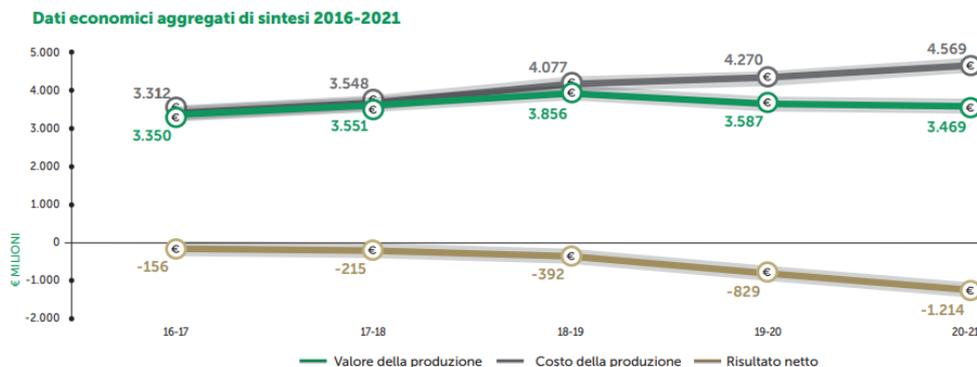


Figura 7²⁶

Il trend presentato è relativo ai dati economici e riguarda l'analisi del valore della produzione, del costo della produzione e del risultato netto. Osservando il trend, notiamo subito come negli anni tendano a crescere fortemente le perdite e quindi si registrano risultati sempre più negativi. Nello specifico, il valore della produzione è cresciuto dello 0,9% ma la problematica principale è data dal costo della produzione che ha registrato, in questi cinque anni, un +8,4%; l'evidenza è data dal fatto che i costi crescono di più rispetto ai ricavi e di questa situazione ne risente il risultato netto che si attesta al -67,1%.

Presentiamo a questo punto il trend relativo ai dati patrimoniali:

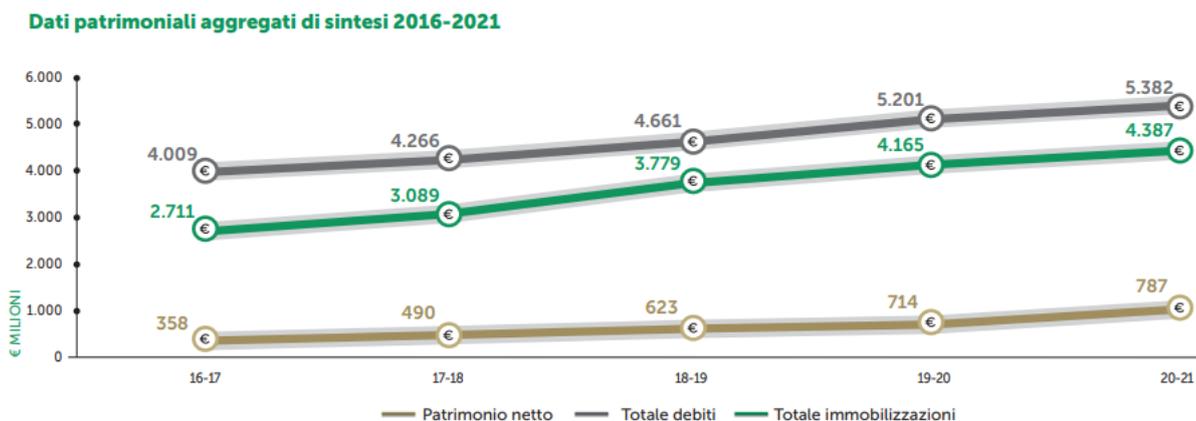


Figura 8²⁷

I dati analizzati in questo caso sono: patrimonio netto, totale debiti e totale immobilizzazioni; nel dettaglio, il totale delle immobilizzazioni ha subito una variazione pari al +12,8%, il totale dei debiti pari al 7,6% e il patrimonio netto +21,7%.

Entriamo a questo punto nello specifico della nostra analisi tramite la presentazione e il commento di valore e costo della produzione della Serie A.

²⁶ Fonte: Elaborazione PwC

²⁷ Ibidem



Campione analizzato	20 su 20		20 su 20		20 su 20		20 su 20		20 su 20	
Dati chiave reddituali	16-17	Var. %	17-18	Var. %	18-19	Var. %	19-20	Var. %	20-21	Var. %
Valore della produzione	€ 2.906m	+20,4%	€ 3.071m	+5,7%	€ 3.385m	+10,2%	€ 3.038m	-10,2%	€ 2.996m	-1,4%
Costi operativi	(€ 2.124m)	+3,0%	(€ 2.256m)	+6,2%	(€ 2.624m)	+16,3%	(€ 2.513m)	-4,2%	(€ 2.789m)	+11,0%
Ebitda	€ 782m	>100%	€ 815m	+4,3%	€ 761m	-6,7%	€ 526m	-30,9%	€ 207m	-60,6%
Ammortamenti e svalutazioni	(€ 629m)	+21,5%	(€ 713m)	+13,3%	(€ 871m)	+22,2%	(€ 1.088m)	+24,9%	(€ 1.097m)	+0,8%
Ebit	€ 153m	>100%	€ 103m	-32,9%	(€ 110m)	<100%	(€ 562m)	<100%	(€ 890m)	-58,3%
Proventi (oneri) straordinari e finanziari	(€ 89m)	+42,7%	(€ 106m)	+19,1%	(€ 75m)	-29,6%	(€ 95m)	+27,0%	(€ 102m)	+6,9%
Ebt	€ 64m	>100%	(€ 4m)	<100%	(€ 185m)	<100%	(€ 657m)	<100%	(€ 992m)	-50,9%
Imposte	(€ 93m)	>100%	(€ 94m)	+1,1%	(€ 90m)	-5,0%	(€ 40m)	-55,0%	(€ 11m)	-73,2%
Risultato netto	(€ 30m)	+88,2%	(€ 98m)	<100%	(€ 275m)	<100%	(€ 698m)	<100%	(€ 1.002m)	-43,7%
Dati di sintesi patrimoniali e reddituali	16-17	Var. %	17-18	Var. %	18-19	Var. %	19-20	Var. %	20-21	Var. %
Totale debiti	€ 3.625m	+18,2%	€ 3.883m	+7,1%	€ 4.311m	+11,0%	€ 4.718m	+9,4%	€ 4.882m	+3,5%
Patrimonio netto	€ 301m	>100%	€ 429m	+42,4%	€ 551m	+28,5%	€ 633m	+14,9%	€ 718m	+13,3%
Totale attività	€ 4.269m	+21,5%	€ 4.718m	+10,5%	€ 5.330m	+12,9%	€ 5.952m	+11,7%	€ 6.056m	+1,7%
Plusvalenze	€ 693m	+84,4%	€ 713m	+2,8%	€ 713m	-0,1%	€ 739m	+3,6%	€ 356m	-51,9%
Indici	16-17	17-18	18-19	19-20	20-21					
Costo del lavoro p.tesserato/ ricavi di vendita	57%	55%	60%	66%	68%					
Patrimonio netto/totale attività	7%	9%	10%	11%	12%					
Debiti finanziari/totale debiti	38%	30%	31%	33%	35%					

Figura 9²⁸

Analizzando il prospetto di Conto Economico, riportante i risultati di bilancio delle 20 società calcistiche italiane al termine della stagione 20-21, si nota come i risultati sintetizzino un andamento fortemente negativo del calcio in Italia. Il trend negativo parte dalla stagione 19-20 poiché risente fortemente della pandemia ma anche nella stagione 20-21 il valore della produzione registra una riduzione rispetto al 19-20 dell'1,40%. Il costo della produzione, rispetto alla stagione precedente, cresce dell'11% di conseguenza il risultato netto appare fortemente negativo con una perdita di 1,002 milione e una riduzione rispetto alla stagione precedente del 43,7%. Tenendo a mente questi numeri, ci soffermiamo su valore e costo della produzione e nello specifico:



Figura 10²⁹

²⁸ Fonte: Elaborazione PwC

²⁹ Ibidem

Il valore della produzione continua a calare e registra nella stagione 2020/2021 una variazione percentuale di -1,398%. Analizzando il valore della produzione, si osservano le principali fonti di ricavo per le varie società: ricavo da ingresso stadio, ricavi da sponsor e attività commerciali, ricavi da diritti televisivi e plusvalenze tramite la cessione dei giocatori. Inquadriamo nello specifico i ricavi:

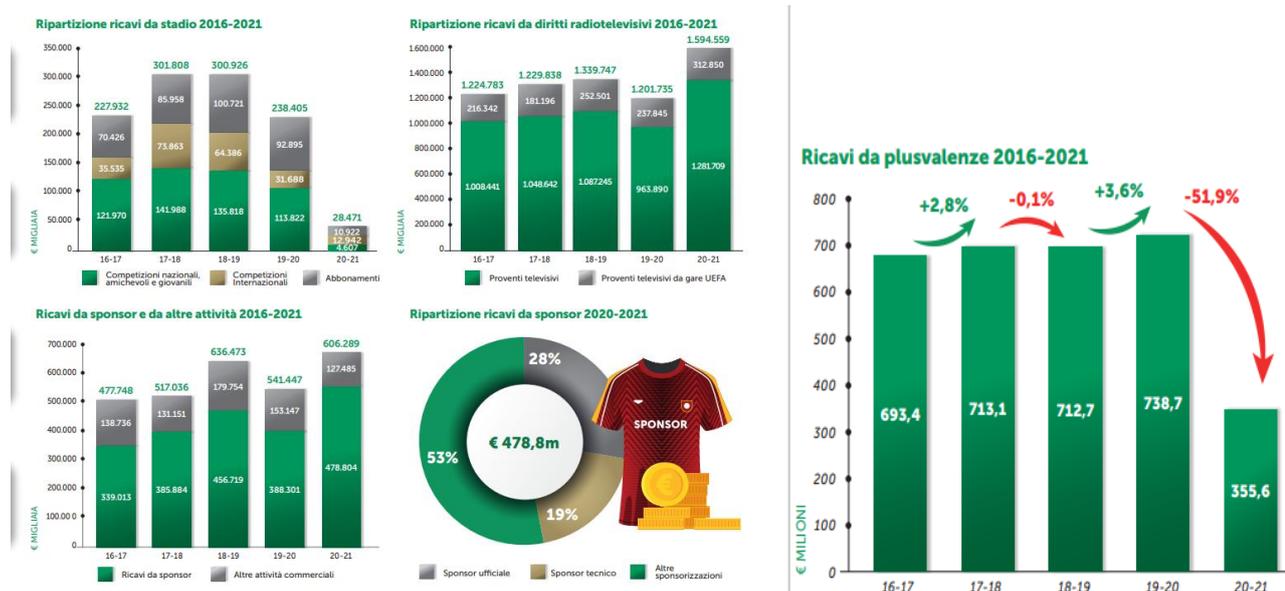


Figura 11³⁰

Considerando l'ultima stagione: i ricavi da stadio sono pari a circa 28,5 milioni e registrano una riduzione dell'88,1%; i ricavi da diritti televisivi hanno una crescita del 32,7% raggiungendo un ammontare di 1,59 miliardi di euro; i ricavi da sponsor e attività commerciali sono ancora in crescita con una variazione del +12% e un ammontare di circa 606,3 milioni; i ricavi da plusvalenze diminuiscono drasticamente del 52% circa.

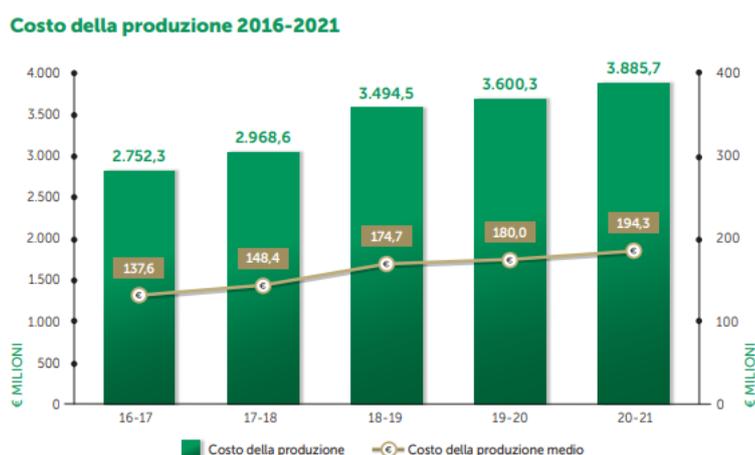


Figura 12³¹

³⁰ Fonte: Elaborazione PwC

³¹ Ibidem

Dopo aver osservato gli introiti delle società, osserviamo a questo punto il costo della produzione che negli ultimi cinque anni ha presentato un andamento crescente dettato dalla crescita del costo delle prestazioni sportive dei giocatori e un forte incremento dei loro stipendi. Una riduzione del valore della produzione e un aumento del costo della produzione generano ovviamente un decremento dell'EBITDA e, di conseguenza, anche del risultato netto.

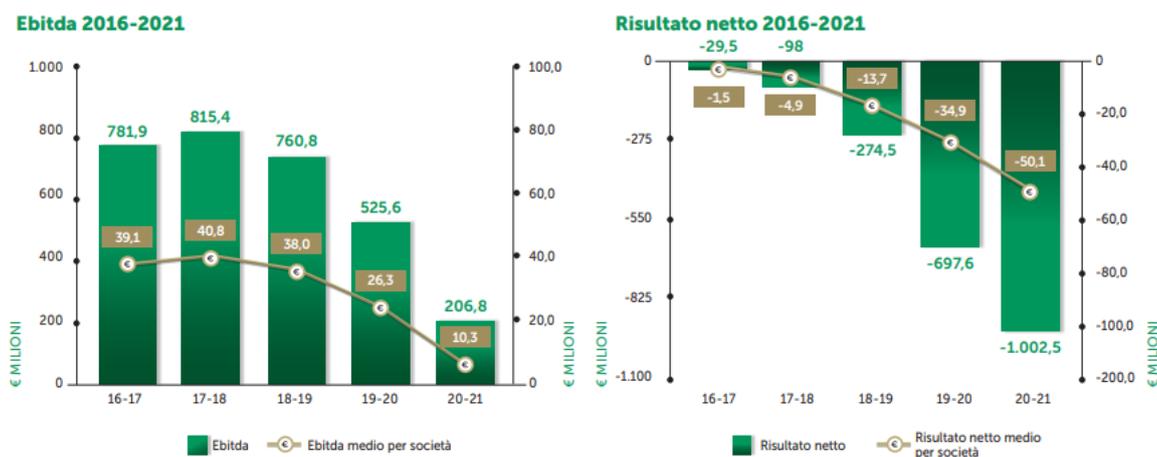


Figura 13³²

I valori rappresentati risentono molto dell'impatto del COVID 19 che ha contribuito ad un generale decremento del reddito delle società. Tra le principali perdite pre-pandemia ci sono state quella dell'Inter nella stagione 07/08 pari a 154,4 milioni e quella del Milan di 155,9 milioni nella stagione 18/19; post-pandemia, invece, nella stagione 19/20 la Roma registra una perdita di 204 milioni e nella stagione 20/21 l'Inter una perdita di 245,6 milioni e la Juventus di 209,9 milioni.

Il calcio incide fortemente sulla contribuzione fiscale del comparto sportivo; infatti, rispetto al totale delle aziende operanti in ambito sportivo, i 99 club di calcio professionistico incidono da soli per: il 42,9% della contribuzione IVA; il 63,7% della contribuzione IRAP; il 25,4% della contribuzione IRES; l'86% delle ritenute IRPEF; il 68,7% della contribuzione fiscale complessiva. Bisogna aggiungere a questi dati anche la contribuzione fiscale derivante dalle scommesse sul calcio poiché, grazie ad esse, il calcio italiano ha finanziato lo sport nel nostro Paese dal 1948 al 2003, generando circa 19,5 miliardi di euro per il CONI e altri 19,6 miliardi di euro per l'erario. I dati nel dettaglio evidenziano quanto segue:

³² Fonte: Elaborazione PwC

Confronto per tipologia - calcio professionistico

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR 2006-2019
Iva	183.384.101	196.814.523	207.776.374	208.285.508	206.293.833	198.477.612	210.787.065	224.983.151	233.479.263	236.186.978	245.920.387	254.632.172	249.883.499	213.740.952	+1,2%
Ires	1.492.599	11.525.944	7.422.423	8.495.824	11.252.599	16.107.375	7.856.181	4.773.396	6.463.501	5.992.672	14.748.405	16.873.704	17.794.311	15.914.097	+20,0%
Irap	34.664.426	43.919.930	43.859.629	43.732.026	39.738.046	40.829.526	41.559.812	43.946.325	42.193.986	49.729.245	62.833.564	47.282.822	67.246.619	50.946.959	+3,0%
Ritenute Irpef	399.136.527	447.571.551	505.425.472	524.318.578	553.879.364	543.856.113	524.877.353	504.543.799	542.173.547	548.870.932	591.166.995	623.275.087	711.056.315	797.264.599	+5,5%
Inps	74.195.779	84.421.864	92.360.517	89.470.737	92.499.798	92.369.728	99.482.066	116.810.214	120.312.806	121.315.151	136.778.425	137.169.884	141.721.615	149.776.106	+5,6%
TOTALE	692.873.432	784.253.812	856.844.415	874.302.674	903.663.641	891.640.354	884.562.477	895.056.886	944.623.103	962.094.978	1.051.447.776	1.079.233.669	1.187.702.359	1.227.642.713	+4,5%
Scommesse	171.664.767	141.580.856	176.683.476	155.080.592	166.103.679	142.108.217	138.353.571	125.515.566	128.678.280	140.415.070	132.488.226	192.006.613	211.002.838	248.466.831	+2,9%
TOTALE	864.538.199	925.834.668	1.033.527.891	1.029.383.266	1.069.767.320	1.033.748.571	1.022.916.048	1.020.572.452	1.073.301.383	1.102.510.048	1.183.936.002	1.271.240.282	1.398.705.197	1.476.109.544	+4,2%

Figura 14³³

A questo punto, prima di concludere l'analisi è importante il confronto tra le varie leghe per considerare le differenze tra la Serie A e le altre Top League europee.

Il Conto Economico delle Top League europee nel 2020 - dati medi per società

					
Numero di società	20	18	20	20	20
Ricavi media	€ 135,0m	€ 80,6m	€ 86,3m	€ 58,7m	€ 33,7m
Ricavi da gare	€ 33,1m	€ 16,1m	€ 22,0m	€ 10,6m	€ 12,3m
Sponsor, advertising e attività commerciale	€ 87,3m	€ 63,7m	€ 45,7m	€ 26,8m	€ 25,0m
Altri ricavi	€ 3,1m	€ 9,7m	€ 9,4m	€ 6,6m	€ 13,2m
Totale ricavi	€ 258,4m	€ 170,0m	€ 163,3m	€ 102,7m	€ 84,1m
Stipendi per il personale	€ 187,7m	€ 100,8m	€ 106,2m	€ 79,8m	€ 69,6m
Costi operativi	€ 70,2m	€ 58,1m	€ 49,8m	€ 34,2m	€ 33,0m
Costi netti non operativi	€ 7,9m	€ 4,6m	€ 4,4m	€ 6,4m	-€ 4,4m
Costi netti da trasferimenti	€ 50,9m	€ 19,7m	€ 3,5m	€ 19,6m	€ 3,9m
Totale costi	€ 316,6m	€ 183,1m	€ 163,9m	€ 139,9m	€ 102,0m
Risultato netto	-€ 58,2m	-€ 13,1m	-€ 0,6m	-€ 37,2m	-€ 18,0m

Figura 15³⁴

Considerando il Conto Economico delle cinque principali leghe di calcio europeo, notiamo che la Serie A si classifica quarta a livello di ricavi con un predominio in questo ambito della Premier League inglese dettato soprattutto da un elevato livello dei ricavi derivanti dai media. Il campionato inglese è però anche primo per totale dei costi a causa degli elevati stipendi pattuiti con il personale. Per quanto riguarda il risultato netto, la Liga spagnola registra le minori perdite mentre l'Italia anche in questo caso si classifica quarta.

2.3 L'IMPORTANZA DELLO STADIO

Un fattore discriminante nel settore calcistico è certamente lo stadio ed è per questo che negli ultimi tempi sono numerosi i progetti delle società calcistiche per cercare di abbandonare lo stadio comunale e costruire uno stadio di proprietà che consente di moltiplicare gli introiti. In Italia il primo stadio di proprietà fu lo Juventus Stadium, costruito dalla Juventus nel 2011. La Juventus è stata poi seguita da altre quattro società e, ad oggi, sono cinque gli stadi di proprietà in Italia; oltre allo Juventus Stadium vanno menzionati il Gewiss

³³ Fonte: Elaborazioni del Centro Studi della FIGC su dati MEF- Dipartimento delle Finanze, INPS (Fondo pensione sportivi professionisti) e ADM

³⁴ Fonte: Elaborazioni del Centro Studi FIGC su dati UEFA, IMF e OCSE

Stadium di Bergamo, la Dacia Arena di Udine, lo Stirpe di Frosinone e il Mapei Stadium di Reggio Emilia. Il numero è ancora molto ridotto e questo contribuisce a spiegare il motivo per cui il nostro calcio rimane indietro anni luce rispetto ad altre leghe europee. Negli anni non sono mancati importanti investimenti per rendere gli impianti sportivi italiani all'avanguardia. Tra il 2015-2016 e il 2020-2021, la capienza lorda è aumentata dello 0,2%, i posti al coperto del 6,7%, il numero di telecamere di videosorveglianza del 34,3%, il numero di Skybox del 31,11%. Il fattore stadio è quello che più di tutti ha risentito della pandemia, basti pensare che le partite erano disputate a porte a chiuse. Nel 2020, poco prima del lockdown, l'affluenza media della Serie A aveva raggiunto il dato record mentre post-pandemia si stima che siano circa di 23,1 milioni gli spettatori persi. Le società dopo la crisi hanno cercato di andare avanti e sono stati proposti nuovi investimenti; ad esempio sono 11 i nuovi progetti di stadio in fase di pianificazione (il più importante quello di Milan ed Inter) per un investimento di circa 2 miliardi di euro. Si stima che, in seguito a questi investimenti, l'affluenza allo stadio possa avere un incremento di circa 3 milioni di persone, i ricavi da stadio possano crescere del 160% e, inoltre, si andrebbe a ridurre il tasso di disoccupazione con circa 10 mila nuovi posti di lavoro.

Si confrontano a questo punto i dati della lega italiana e quelli delle principali leghe europee:

SOCIETÀ DI TOP DIVISION 2020-2021						TOTALE
Numero società	18	20	20	20	20	98
Numero partite di campionato	307	380	380	380	381	1.828
Affluenza media campionato	510	415	46	115	645	340
Affluenza totale campionato	156.499	157.675	17.645	43.550	245.767	621.136
Capienza media campionato	46.456	41.756	37.532	37.410	33.308	39.005
Riempimento % capienza	1.1%	1.0%	0.1%	0.3%	1.9%	0.9%
Affluenza potenziale totale	14.262.017	15.867.280	14.262.274	14.215.629	12.690.456	71.297.656
Posti invenduti	14.105.518	15.709.605	14.244.629	14.172.079	12.444.689	70.676.520
Numero partite coppe nazionali	18	53	10	34	19	134
Affluenza media coppe nazionali	0	113	0	107	0	72
Affluenza totale coppe nazionali	0	6.000	0	3.651	0	9.651
Riempimento % capienza	0.0%	0.3%	0.0%	0.3%	0.0%	0.2%
Affluenza potenziale totale	819.394	2.208.684	456.827	1.283.960	611.207	5.380.072
Posti invenduti	819.394	2.202.684	456.827	1.280.309	611.207	5.370.421
Numero partite coppe europee	27	41	36	32	19	155
Affluenza media coppe europee	37	146	0	78	262	93
Affluenza totale coppe europee	999	6.000	0	2.494	4.973	14.466
Riempimento % capienza	0.1%	0.3%	0.0%	0.1%	0.6%	0.2%
Affluenza potenziale totale	1.282.047	2.296.135	1.780.016	1.935.960	876.152	8.170.310
Posti invenduti	1.281.048	2.290.135	1.780.016	1.933.466	871.179	8.155.844
NUMERO PARTITE TOTALI	352	474	426	446	419	2.117
AFFLUENZA TOTALE EFFETTIVA	157.498	169.675	17.645	49.695	250.740	645.253
AFFLUENZA MEDIA	447	358	41	111	598	305
RIEMPIMENTO % CAPIENZA	1.0%	0.8%	0.1%	0.3%	1.8%	0.8%
AFFLUENZA POTENZIALE TOTALE	16.363.458	20.372.099	16.499.117	17.435.549	14.177.815	84.848.038
POSTI INVENDUTI TOTALI	16.205.960	20.202.424	16.481.472	17.385.854	13.927.075	84.202.785

Figura 16³⁵

Considerando l'affluenza potenziale e l'affluenza effettiva notiamo che il valore medio più elevato si registra nel campionato francese che detiene l'affluenza media di spettatori più elevata e il numero di posti invenduti più basso. Come per la Serie A, anche le altre leghe hanno risentito della pandemia infatti si stima che da 67,79 milioni di spettatori nel 2018-2019 si sia arrivati a meno di 650 mila spettatori nel 2020-2021, il decremento di spettatori più elevato si è avuto in Premier League e in Bundesliga rispettivamente -18 milioni e -16 milioni. Una problematica che da sempre affligge il calcio è quella relativa alla sicurezza; negli anni, infatti, si sono verificati numerosi scontri ultras che hanno provocato feriti e morti all'interno degli impianti sportivi. Un evento che rimane senza dubbio uno dei più simbolici è la terribile tragedia dell'Heysel, avvenuta il 29 maggio 1985, poco prima dell'inizio della finale di Coppa dei Campioni tra la Juventus e il Liverpool, presso lo stadio

³⁵ Fonte: Elaborazione Centro Studi FIGC su dati UEFA, transfermarket.com, FBref.com, europeanfootballstatistics.co.uk e soccerway.com

Heysel di Bruxelles. In quell'occasione, si verificò una situazione disastrosa che portò alla morte di 39 tifosi bianconeri e causò ferite a circa 600 persone. Negli anni, al fine di garantire una massima sicurezza, si è provveduto ad incrementare il numero di forze dell'ordine e degli steward impiegati.

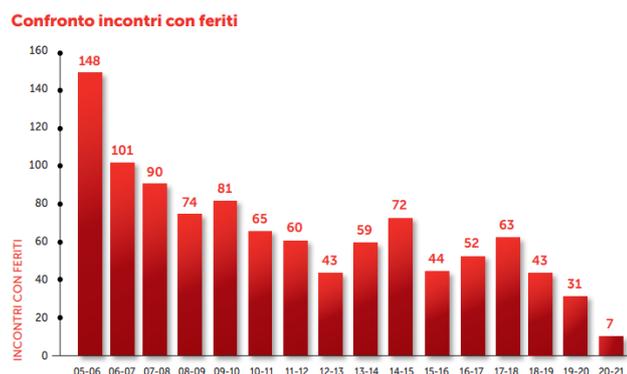


Figura 17³⁶

Quanto appena detto lo si evince anche dal grafico che mostra il numero di incontri con feriti che decresce fortemente negli ultimi anni. Basti pensare che tra il 2005-2006 e il 2019-2020 si è registrata una variazione di circa il -79%.

2.4 MODELLI DI GOVERNANCE DELLE SOCIETA' DI CALCIO ITALIANE

Il Report Calcio, redatto dalla Federazione Italiana Giuoco Calcio (FIGC), costituisce un fondamentale elemento del piano strategico dell'organizzazione, volto a promuovere la trasparenza nel calcio. Dal 2011, sono stati pubblicati undici rapporti che mirano a valorizzare e rendere più trasparente il panorama calcistico. L'ultimo è il Report Calcio 2022 che effettua un'attenta analisi dei modelli di governance che vengono adottati dalle società di calcio italiane nelle tre principali leghe, Serie A, Serie B e Lega Pro. Sono considerati, in particolare, gli assetti proprietari, la catena di controllo, le ricapitalizzazioni effettuate dai soci e la struttura organizzativa evidenziando anche i confronti rispetto alle stagioni precedenti.

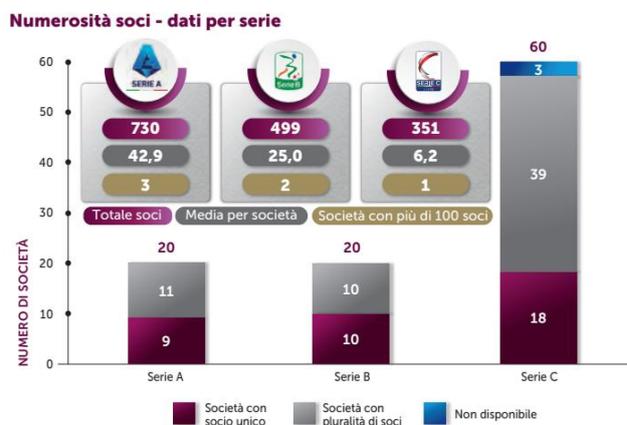


Figura 18³⁷

³⁶ Fonte: Ministero degli Interni

³⁷ Fonte: Elaborazioni del Centro Studi della FIGC e del gruppo di lavoro dedicato, composto dal prof. Ennio Lugli e dal prof. Pier Luigi Marchini

Analizzando 100 società calcistiche, in 37 casi la proprietà appartiene ad un unico socio mentre è prevista una pluralità di soci in 60 società.

Persone fisiche e giuridiche - dati per serie

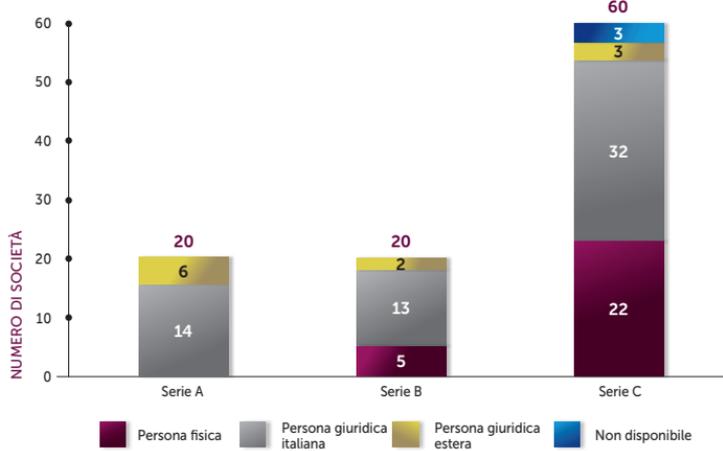


Figura 19³⁸

Secondo questo grafico, che mostra il numero di persone fisiche e giuridiche, possiamo osservare come in Serie A scompaia la persona fisica mentre la maggior parte dei club, 14 su 20, sono controllati da una persona giuridica italiana infine 6 club presentano una persona giuridica estera.

Livello di controllo - dati per serie 2020-2021



Figura 20³⁹

Il grafico mostra il livello di controllo e, per lunghezza di catena di controllo, si intende il numero di livelli societari tramite cui si esercita l'attività di direzione e coordinamento sul club calcistico. Nella maggior parte dei casi la persona fisica di riferimento controlla la società controllante, nel 25% dei casi la persona fisica di riferimento si trova oltre la controllante della società controllante. Per quanto riguarda il controllo diretto da parte di persona fisica di riferimento, questo si sta riducendo drasticamente nel corso degli anni infatti nel

³⁸ Fonte: Elaborazioni del Centro Studi della FIGC e del gruppo di lavoro dedicato, composto dal prof. Ennio Lugli e dal prof. Pier Luigi Marchini

³⁹ Ibidem

2010/2011 aveva un valore del 58% fino ad arrivare al 28% nel 2020/2021 con una riduzione sempre continua nel corso di questi 10 anni.



Figura 21⁴⁰

Il grafico sopra riportato evidenzia le ricapitalizzazioni effettuate dai soci nel corso del decennio e mostra come queste siano sempre crescenti e che i valori più elevati riguardano le ultime due stagioni 2019/2020 e 2020/2021 in cui le ricapitalizzazioni raggiungono quasi 1 miliardo di euro.

Si analizza, infine, la struttura organizzativa: in Serie B e serie C tutte le società adottano il sistema Tradizionale, in Serie A 19 società adottano il sistema Tradizionale e solo una dal 2004, la S.S. Lazio, adotta il sistema dualistico. Per quanto riguarda il numero di amministratori, la maggior parte delle società delle tre leghe prevede un numero di amministratori tra 2 e 4 con una percentuale del 34% e l'età media degli amministratori è tipicamente compresa tra 51 e 60 anni. Ultimo aspetto da analizzare è il controllo contabile: la maggior parte delle società si affida ad un revisore legale o una società di revisione mentre per una minoranza, circa il 13% delle società, il controllo contabile viene svolto dal Collegio Sindacale.

2.5 IL PROCESSO DI FINANZIARIZZAZIONE

Il processo di finanziarizzazione del calcio, che consiste nella possibilità delle società calcistiche di quotarsi in Borsa, ha introdotto nel calcio un'economia parallela fondata sul ricorso a meccanismi inediti di reperimento delle risorse⁴¹. La prima squadra a quotarsi fu il Tottenham nel 1983 e, negli anni successivi, molte squadre ne seguirono l'esempio scegliendo la via della quotazione, ampliando e diffondendo il fenomeno in tutta Europa. Entrando nei mercati azionari, i manager delle società miravano a raccogliere capitale per ripianare i debiti e per finanziare progetti di investimento. Nel 2002 si raggiunse il picco massimo con 36 squadre europee quotate, evidenziando il fenomeno della 'corsa alla quotazione'. Malgrado i buoni propositi e l'entusiasmo

⁴⁰ Fonte: Elaborazioni del Centro Studi della FIGC e del gruppo di lavoro dedicato, composto dal prof. Ennio Lugli e dal prof. Pier Luigi Marchini

⁴¹ <https://journals.openedition.org/qds/1132#:~:text=Il%20grande%20calcio%20induce%20un%E2%80%99economia%20parallela%20fondata%20sulla,quotazioni%20borsistiche%2C%20autorizzate%20da%20nuovi%20regimi%20legislativi%20nazionali>

iniziale, alcune società hanno assistito ad un crollo vertiginoso del valore azionario; le performance, infatti, non sono risultate per tutte le società redditizie. Le cause possono essere ricondotte ad un aumento dei costi, ad una iniziale sopravvalutazione dei titoli e alla forte dipendenza dai risultati sportivi; così molti club hanno optato per il delisting. Negli anni iniziò a scendere il numero di società quotate, nel 2009 erano 30, 25 nel 2015 fino alle attuali 24, di cui 22 presenti nell'indice STOXX Europe Football. Legato al processo di finanziarizzazione è certamente il fenomeno attuale che vede i grandi fondi investire nello sport. Nel corso dell'ultimo decennio, sono molti i grandi fondi di investimento che si sono interessati allo sport attratti soprattutto dalle crescenti opportunità offerte da un settore in forte crescita. Gli effetti della pandemia hanno accelerato questo processo al punto che i fondi di investimenti vengono considerati come il primo grande impatto a lungo termine che la pandemia ha avuto sul settore. Tra i principali acquisti da ricordare: nel 2003 Roman Abramovich acquistò il Chelsea per 190 milioni di dollari facendo arrivare il suo valore a 3.2 miliardi di dollari in base a quanto evidenziato da Forbes; nel 2008 lo sceicco Mansour, il cui patrimonio è stimato intorno ai 19 miliardi di euro, acquistò il Manchester City ad un prezzo di 360 milioni di dollari portandolo a raggiungere un valore sette volte superiore rispetto al costo iniziale; nell'estate 2011 la Qatar Investment Authority acquistò il PSG per 143 milioni di dollari rendendola, al giorno d'oggi, regina del mercato spendendo dal 2011 circa 1.5 miliardi sul mercato; nel 2021 il PIF acquista il Newcastle, il fondo ha un patrimonio di 434 miliardi euro. In Italia invece tra gli acquisti principali vanno ricordati: l'acquisto della Roma nel 2020 per 591 milioni di euro da parte di Dan Friedkin il cui patrimonio si aggira intorno ai 4.2 miliardi di dollari; l'acquisto del Milan nel 2022 da parte del fondo americano RedBird Capital Partners per una cifra di 1.2 miliardi di dollari; l'acquisto dell'Inter nella stagione 2016/2017 da parte della Suning Holding Group per un ammontare di 480 milioni di dollari; l'acquisto della Fiorentina nel 2019 da parte del miliardario italo-americano Rocco Commisso per una cifra di circa 135 milioni di euro.

2.6 IL FAIR PLAY FINANZIARIO

Il Fair Play Finanziario è stato approvato nel 2010 dalla Uefa e ha avuto ufficialmente inizio nel 2011 con l'obiettivo di rendere le società europee di calcio più solide e ridurre il rischio di fallimento. Da quel momento in poi, le squadre che ottengono la qualificazione alle competizioni UEFA devono dimostrare di non avere alcun debito in sospeso verso altre squadre, giocatori o enti fiscali. Il Fair Play Finanziario (FPF) si pone due obiettivi fondamentali: garantire la sostenibilità finanziaria dei club, impedendo loro di spendere più di quanto guadagnano, e regolare le spese eccessive che potrebbero compromettere l'equilibrio finanziario. Inoltre, mira a prevenire il cosiddetto "doping" finanziario, ovvero l'ingresso di capitali esterni che consentirebbero a un club di effettuare investimenti superiori alle sue entrate⁴², esempio emblematico è il caso del PSG che, da quando è stato acquistato nel 2011, ha speso cifre enormi sul mercato per acquistare i migliori giocatori. Il

⁴² <https://www.pecunya.com/it/blog/fair-play-finanziario-come-funziona/>

FPF, inoltre, stimola i club nella crescita dei settori giovanili e delle infrastrutture che vengono valutati come investimenti a lungo termine che porteranno benefici e ricchezza ai club. La regola principale del FPF è il requisito di break-even, vale a dire l'obbligo di pareggiare il bilancio quindi le spese non possono essere superiori ai ricavi. Il calcolo del break-even avviene attraverso la differenza tra il fatturato e le spese significative sostenute da un club. Le spese rilevanti comprendono l'acquisto dei giocatori, gli stipendi e altre spese finanziarie, mentre non vengono considerate nel calcolo le spese relative al settore giovanile e l'ammortamento di attività immobiliari come lo stadio e i campi sportivi. L'Organo di Controllo Finanziario del Club indipendente (CFCB) effettua annualmente un'analisi dei tre bilanci annui di tutti i club qualificati alle competizioni UEFA. Dal giugno 2015, la UEFA ha aggiornato i suoi regolamenti così il lavoro del CFCB viene ampliato per includere anche i club non qualificati per competizioni UEFA. La regola del break-even, ad ogni modo, permette ai club di avere un deficit a patto che sia coperto da aumenti di capitale da parte degli azionisti. A partire dalla stagione 2018/2019, è stato introdotto un limite massimo di deficit consentito per i club, pari a 30 milioni di euro su un periodo di tre anni. L'Organo di Controllo Finanziario dei Club determina le sanzioni da applicare. È fondamentale sottolineare che la violazione delle regole non comporta automaticamente l'esclusione immediata del club. La UEFA ha istituito una serie di sanzioni in base all'infrazione commessa. Tra queste sanzioni, vi sono diverse modalità di intervento tra cui:

- Avvertimenti
- Richiamo
- Multe
- Decurtazione di punti
- Revoca di un titolo conquistato oppure di un premio
- Esclusione dalle competizioni in corso e/o dalle future competizioni
- Impossibilità di iscrivere di nuovi giocatori alle competizioni UEFA
- Numero limitato di giocatori che un club può iscrivere alle competizioni UEFA
- Trattenuta degli introiti ricavati dal club da una competizione UEFA⁴³

Guardando la realtà dei fatti, in più di una circostanza queste sanzioni non sono state attuate o lo sono state solo parzialmente. Un esempio è il caso del Manchester City che nel 2020 venne sanzionato con l'esclusione dalle coppe europee per due stagioni ma, pochi mesi dopo, il TAS di Losanna invertì la decisione e annullò la squalifica sostituendola con una multa di ammontare pari a 10 milioni di euro. Di recente, Lunedì 6 Febbraio 2023 la Premier League, campionato di calcio inglese di prima divisione, ha accusato il Manchester City di aver violato ripetutamente il regolamento finanziario tra il 2009 e il 2018. Le accuse riguardano: le sponsorizzazioni gonfiate, l'occultamento dei costi, in quanto si accusa il club inglese di aver ridotto artificialmente gli stipendi di giocatori e allenatori, e la violazione della sostenibilità.

⁴³ <https://it.uefa.com/news/0212-0e89268bfa74-02f3a02f0463-1000--tutto-cio-che-c-e-da-sapere-sul-fair-play-finanziario/>

Nel caso in cui il proprietario di un club decida di fornire liquidità al club stesso attraverso una sponsorizzazione proveniente da un'azienda collegata, gli organi competenti dell'UEFA condurranno un'indagine e, se necessario, adegueranno i risultati delle valutazioni di bilancio tenendo conto dei ricavi derivanti dalla sponsorizzazione, stabilendo un valore equo in base ai prezzi di mercato. Secondo i nuovi regolamenti, qualsiasi entità legata al club che rappresenti più del 30% dei ricavi totali viene automaticamente considerata un partner.

Non mancano criticità relative al FPF e molti si domandano come sia possibile che alcuni club spendano cifre sempre più folli, come ad esempio il Chelsea che, nell'ultima finestra di calciomercato invernale, ha speso circa 300 milioni di euro. Alcune società aggirano la regola gonfiando artificialmente il fatturato con delle sponsorizzazioni fittizie, come ad esempio nel caso del Manchester City. Nel 2009 Etihad è diventato il principale sponsor della squadra inglese in cambio di 67.5 milioni di sterline a stagione; in seguito un'inchiesta scoprì che solo una parte di quell'importo veniva effettivamente pagato da Etihad mentre la restante parte era pagata dallo sceicco Mansour, proprietario del club, il quale immetteva capitale nel club fingendo che provenisse da uno sponsor. Aumentando il fatturato, una società calcistica può spendere di più e offrire migliori contratti ai calciatori. La UEFA ha il potere di svalutare tali sponsorizzazioni stimando il fair value del contratto ma ciò accade raramente. Un altro caso è legato al PSG che, per evitare di gonfiare i costi in bilancio, acquistò nel 2018 Mbappé in prestito secco con obbligo di riscatto a 180 milioni di euro riuscendo in questo modo ad allungare l'inserimento a bilancio della spesa relativa all'acquisto del giocatore francese. Un'altra problematica è legata ai compensi che vengono versati dai club ai procuratori che hanno raggiunto oramai cifre da capogiro.

Negli anni, al fine di rendere ottimale il Fair Play Finanziario, sono state attuate varie riforme di cui le più importanti sono quelle del 2018 e 2022. Nel 2018 il Comitato Esecutivo UEFA ha approvato una serie di regole tese al miglioramento del sistema, al contrasto di alcune criticità evidenziate negli anni e a garantire una maggiore trasparenza nei bilanci dei club. Con la riforma divenne obbligatorio per i club di Serie A pubblicare il bilancio certificato dalla FIGC in cui vanno inserite anche le commissioni pagate agli agenti, i bonus presenti nei contratti dei calciatori e il ricavato proveniente dalla vendita dei biglietti, dai diritti televisivi, dalle sponsorizzazioni e dai vari accordi commerciali. Divenne anche obbligatorio definire il valore di un determinato giocatore, indicando il ricavo derivante dalla cessione o la spesa per l'acquisto e definendo le modalità di trasferimento (titolo definitivo, prestito secco, prestito con diritto/obbligo di riscatto). Le società, infine, non potevano avere un debito superiore ai 30 milioni di euro e non poteva essere superato un saldo negativo di oltre 100 milioni tra acquisti e cessioni in fase di calciomercato. Nell'aprile del 2022 la UEFA ha annunciato le nuove regole del FPF e Ceferin, presidente UEFA, dichiarò: "l'evoluzione dell'industria del calcio, insieme agli inevitabili effetti finanziari della pandemia, ha mostrato la necessità di una riforma globale e di nuove riforme di sostenibilità finanziaria". Le nuove regole si basano su tre pilastri principali:

- Solvibilità: i debiti nei confronti delle società calcistiche, dipendenti, autorità fiscali e UEFA devono essere pagati entro 15 giorni dalla data di scadenza in modo da garantire maggiore protezione ai creditori.
- Stabilità: rappresenta un'evoluzione del break-even, il deficit consentito su un periodo di tre anni aumenta da 30 a 60 milioni di euro e deve sempre essere coperto con capitale degli azionisti. Rimane l'obbligo di raggiungere il pareggio di bilancio.
- Gestione delle spese: mantiene un controllo sui costi legati ai salari, trasferimenti e commissioni degli agenti, mantenendoli al di sotto del 70% del fatturato⁴⁴.

Le nuove regole sono entrate in vigore nel giugno del 2022 ma saranno attuate gradualmente nel corso di tre anni per consentire alle società di adeguarsi nel tempo.

In conclusione si può certamente dire che non tutti i club siano soddisfatti del Fair Play Finanziario ma si può notare come esso abbia, indubbiamente, raggiunto risultati positivi nel corso del decennio. Si è passati da un saldo negativo di 1.7 miliardi di euro ad un profitto di circa 600 milioni di euro. Osserviamo come sia stato, quindi, raggiunto uno degli obiettivi principali ma la strada è ancora lunga e necessiterà di nuove riforme che dovranno tendere soprattutto a ridurre la disparità tra i club.

2.7 LE SOCIETÀ ITALIANE QUOTATE

Il ricorso al mercato azionario, al giorno d'oggi, rappresenta uno strumento utilizzabile dalle principali società calcistiche italiane e internazionale per finanziare la propria operatività, per ottenere nuovi flussi monetari ma anche per ridurre l'indebitamento. Come detto nel corso di questo capitolo, in Italia il processo che ha portato alla quotazione è stato lungo e insidioso fino alla svolta del 1996. Lo stesso approccio finanziario legato al calcio è stato soggetto, negli anni, a varie riforme fino ad affermarsi come una realtà consolidata da cui il calcio non riesce più a prescindere. Dal 1996 le società italiane di calcio possono quotarsi in Borsa e, ad oggi, si contano due società: S.S. Lazio SPA e Juventus FC SPA. Fino a pochi mesi fa tra le società italiane quotate vi era anche la A.S. Roma SPA che, da poco, ha attuato il delisting. Le società appartengono al segmento MTA, Mercato Telematico Azionario, di Borsa Italiana ad oggi denominato Euronext Milano. La prima società a quotarsi fu la Lazio nel 1998, seguita due anni dopo dalla Roma. L'ultima società italiana a sbarcare a Piazza Affari fu la Juventus nel 2001.

Il 15 Aprile 1998 sono ammesse a quotazione le azioni della S.S. Lazio dopo un lungo percorso di crescita segnato in particolare dalla bravura del presidente Sergio Cragnotti. La motivazione principale che spinse la società alla quotazione era la ricerca di importanti fonti di finanziamento che le consentissero di ripianare l'eccessivo indebitamento. La Lazio poteva contare sul vantaggio di essere first-mover e quindi sulla curiosità dei tifosi-investitori per la prima società quotata. Il prezzo dell'IPO fu fissato a 11500 lire (5,9 euro) con un

⁴⁴ <https://it.uefa.com/news/0212-0e89268bfa74-02f3a02f0463-1000--tutto-cio-che-c-e-da-sapere-sul-fair-play-finanziario/>

underpricing dell'11,5%⁴⁵ e riuscì a raccogliere circa 60 milioni di euro, suddivisi tra il club del presidente Cragnotti e la controllante Cirio. Negli anni il titolo si è mostrato alquanto volatile e, ad oggi 20 Febbraio, ha un valore pari a 1,03 euro dunque, considerando un valore iniziale di 5,9, ha registrato una perdita del valore di Borsa di circa l'80%. Il titolo raggiunse il minimo storico il 15 Dicembre 2003 con un valore di 0,031 mentre il massimo storico si registra il 15 Maggio 2000 con un valore delle azioni pari a 7,67. Il 14 Maggio 2000 la Lazio vinse il suo secondo ed ultimo scudetto e, dal punto di vista finanziario, il titolo della società raggiunse il massimo storico il giorno seguente evidenziando la stretta relazione che intercorre tra risultati sportivi e andamento dei titoli.

Il 13 Maggio 2000 l'A.S. Roma, guidata dall'allora presidente Franco Sensi, fece il suo ingresso in Borsa Italiana con il collocamento di circa 13 milioni di azioni, ossia 28,75% del capitale sociale del club, per una cifra pari a 5,5 euro ad azione. Anche in questo caso, il motivo della quotazione era strettamente legato alla ricerca di fonti di finanziamento per ripianare l'indebitamento. L'obiettivo fu raggiunto poiché, con l'ingresso a Piazza Affari, la Roma riuscì ad incassare circa 71,5 milioni di euro andati in parte a ripagare i debiti e in parte alla famiglia Sensi. Relativamente all'andamento del titolo negli anni, questo raggiunge il minimo storico, pari a 0,13, il 29 Ottobre 2020 mentre il massimo storico pari a 7,08 il 3 Maggio 2001. L'ultimo valore delle azioni della Roma, prima della chiusura del titolo, è di 0,45 quindi ha registrato negli anni una perdita di valore pari al 90%, motivo per cui la società ha optato per il delisting. La Roma ha avviato le procedure per uscire dalla Borsa poiché il delisting fa parte di una strategia ben definita dai Friedkin sin dal momento in cui divennero proprietari del club. Bisogna ricordare che il momento storico in cui la Roma decise di entrare in Borsa rappresentava un periodo di boom del mercato azionario di cui tutte le società volevano approfittare. Essere in Borsa è un progetto affascinante per qualsiasi impresa poiché si ritrova in un panorama immenso di capitali e azionisti ma l'ingresso è corretto quando la società ha raggiunto una certa maturità; ad oggi, per la Roma, l'uscita dalla Borsa sarebbe un vantaggio. Non è detto che il delisting sia permanente; l'intenzione della società potrebbe essere quella di effettuare una riorganizzazione cercando di attirare nuovi sponsor e magari anche attuando il progetto stadio per poi ripresentarsi nuovamente in Borsa.

Ultima società calcistica italiana ad entrare in Borsa fu la Juventus FC il 20 dicembre 2001. Le premesse erano eccellenti in quanto la società presentava bilanci in utile e poteva contare su un'ottima struttura dal punto di vista patrimoniale e finanziario. La Juventus godeva di grande prestigio dal punto di vista sportivo e l'ingresso in Borsa poteva consentire alla società di valorizzare e accrescere il suo brand. Il prezzo di emissione delle azioni fu di 3,55 euro ad azione generando immediatamente elevati guadagni, circa 63 milioni per il club, circa 80 milioni alla controllante della famiglia Agnelli e 5,5 milioni all'AD Girardo. Ad oggi il valore delle azioni è di 0,30 considerando anche il caos causato, nelle ultime settimane, dall'inchiesta Prisma e dalla

⁴⁵ Vittorio Malagutti "I conti truccati del calcio", 2002

penalizzazione di 15 punti inflitta dalla Corte Federale il 20 Gennaio 2023. Le azioni della società registrarono il minimo storico il 31 Gennaio 2012 con un valore di 0,12 e il massimo storico di 3,05 il 22 Aprile 2002.

Osservando i dati indicati possiamo certamente concludere che le tre società hanno subito pesanti perdite con la quotazione in Borsa. Anno record per le società calcistiche italiane quotate in Borsa fu il 2017, il titolo della Juventus ha segnato un +154% raggiungendo una capitalizzazione di 780 milioni di euro, terza in Europa dietro Manchester United e Arsenal. La crescita esponenziale nel 2017 va ricondotta agli importanti risultati sportivi con l'arrivo in finale di Champions League, ai contratti di sponsorship messi in atto e alla solida linea manageriale attuata. Per quanto riguarda le società romane, la Lazio segnò un +103% e la Roma +47%⁴⁶.

Quando si parla del fenomeno della quotazione in Borsa associato al settore calcistico, il primo fattore che bisogna considerare, in base anche a quanto detto in precedenza, è la stretta relazione tra performance sportive e andamento del titolo. Questa relazione genera un'elevata volatilità dei titoli rendendoli così maggiormente rischiosi. La volatilità misura la sensibilità di un titolo ai movimenti di mercato quindi fornisce importanti informazioni sugli andamenti dei titoli. Negli anni sono stati condotti vari studi che hanno cercato di spiegare al meglio il rialzo/ribasso del prezzo di un titolo in seguito ad una partita vinta, pareggiata o persa. In linea generale, numerosi studi empirici evidenziano come le vittorie abbiano un impatto positivo sul prezzo dei titoli mentre pareggi e sconfitte generano risultati negativi. Gli studi condotti prendono in considerazione un determinato arco temporale e verificano le variazioni dei titoli in seguito alle partite giocate in questo periodo di tempo. Tali studi mostrano come il mercato sia maggiormente sensibile per le sconfitte infatti queste comportano una riduzione del valore del titolo pari all'1,8%; i pareggi una riduzione di 0,34% mentre le vittorie un aumento dell'1,3%⁴⁷.

Analizziamo, a questo punto, cosa è accaduto alle tre società italiane quotate in seguito ad alcuni risultati sportivi. Sono compilate di seguito tre tabelle (la prima relativa alla Juventus, la seconda alla Roma e la terza alla Lazio) in cui si individua un determinato evento e si inquadrano i valori del titolo pre-evento, i valori del titolo post-evento e la variazione del valore del titolo.

DATA	EVENTO	VALORE TITOLO PRE-EVENTO	VALORE TITOLO POST- EVENTO	VARIAZIONE VALORE TITOLO
06/05/2012	Vittoria scudetto 2011/2012	0,252	0,2754	+9,28%

⁴⁶ <https://startingfinance.com/approfondimenti/calcio-borsa-le-societa-europee-quotate-sul-mercato/>

⁴⁷ Renneboog L. and Vanbrabant P., Share price reactions to sporty performance of soccer clubs listed on the London Stock Exchange and the AIM, Economic Research Working Paper No.19, 2000

13/05/2015	Accesso in finale di Champions League 2015	0,2707	0,2919	+7,83%
12/01/2022	Sconfitta in finale di Supercoppa Italiana	0,3460	0,3400	-1,73%
25/10/2022	Eliminazione dalla Champions League	0,2904	0,2888	-1,77%
29/01/2023	Sconfitta per 2-0 contro il Monza	0,3054	0,2984	-2,29%

Tabella 1⁴⁸

DATA	EVENTO	VALORE TITOLO PRE-EVENTO	VALORE TITOLO POST-EVENTO	VARIAZIONE VALORE TITOLO
17/06/2001	Vittoria scudetto 2000/2001	2,805	2,465	-12,12%
10/04/2007	Sconfitta per 7-1 contro il Manchester United	0,420	0,386	-8,09%
30/04/2017	Sconfitta per 3-1 nel derby della capitale	0,503	0,476	-5,37%
10/04/2018	Vittoria per 3-0 contro il Barcellona in CL	0,480	0,596	+24,17%
25/05/2022	Vittoria Conference League	0,428	0,430	+0,47%

Tabella 2⁴⁹

⁴⁸ Fonte: Elaborazione personale basata sui dati di investing.com

⁴⁹ Ibidem

Il titolo Roma presenta un'anomalia in occasione della vittoria dello scudetto 2001 in quanto, a partire dal Maggio 2001, periodo in cui il titolo raggiunse il suo valore massimo, il valore del titolo iniziò a calare drasticamente a causa di una bolla speculativa degli investitori che avevano previsto la vittoria del campionato di Serie A da parte della Roma.

DATA	EVENTO	VALORE TITOLO PRE-EVENTO	VALORE TITOLO POST-EVENTO	VARIAZIONE VALORE TITOLO
05/04/2000	Sconfitta per 5-2 contro il Valencia in CL	41,7985	37,8207	-9,52%
14/05/2000	Vittoria scudetto 1999/2000	38,5152	61,2455	+59,02%
13/08/2017	Vittoria della Supercoppa Italiana	0,7100	0,7265	+2,32%
15/05/2019	Vittoria della Coppa Italia	1,1580	1,2480	+7,77%
03/11/2022	Eliminazione dall'Europa League	1,0250	1,0100	-1,46%

Tabella 3⁵⁰

Oltre alle partite giocate, emergono numerosi altri fattori che possono comportare una variazione del valore del titolo. Fattore fondamentale è rappresentato dai calciatori che assumono un grande peso in quest'ottica; dunque, il loro acquisto o permanenza o cessione hanno grande importanza sulla percezione degli investitori. Un calciatore considerato centrale in un progetto tecnico della squadra, che offre importanti prestazioni sportive genera buoni risultati sui prezzi delle azioni. Considerando la Juventus non si può non pensare all'acquisto di Cristiano Ronaldo, avvenuto il 10 Luglio 2018, che all'epoca era considerato il calciatore più forte in circolazione. Prima dell'acquisto del calciatore le azioni avevano un valore di 0,7699 mentre in seguito all'acquisto il valore sale a 0,8289 registrando una variazione pari a +7,66%. Un altro esempio che si può considerare è quello relativo all'infortunio di Federico Chiesa, considerato in miglior giocatore della Juventus, avvenuto il 9 Gennaio 2022 e che ha tenuto il giocatore lontano dai campi di gioco per circa 10 mesi. In

⁵⁰ Fonte: Elaborazione personale basata sui dati di investing.com

quell'occasione il valore del titolo registrò un -3,22% e, nel corso della giornata del 10 Gennaio, il titolo della società bianconera arrivò a perdere fino al 4,08%. Sono molti altri, ovviamente, gli eventi che determinano variazioni del valore del titolo e che non sono strettamente legati ai risultati sportivi, come ad esempio la costruzione di uno stadio di proprietà, la stipulazione di contatti di partnership e sponsorizzazione, tutti elementi da tenere sotto controllo.

2.8 I VANTAGGI E I FATTORI DI RISCHIO PER LE SOCIETÀ' CALCISTICHE QUOTATE

L'IPO offre alle società calcistiche la possibilità di generare rapidamente una grande quantità di capitale che potrà essere utilizzato per finanziare importanti spese, ad esempio la costruzione e ristrutturazione di stadi, per riuscire ad assicurarsi le prestazioni sportive dei migliori talenti disponibili ma anche per ridurre il debito. Tra le società calcistiche inglesi si ricorda il Tottenham che il 24 Marzo 2019 ha inaugurato il suo nuovo stadio denominato Tottenham Hotspur Stadium, anche chiamato New White Hart Lane, che sorge nella città di Londra e la cui costruzione ha abbracciato un lasso di tempo di circa 20 anni con costi che si aggirano intorno al miliardo di sterline. Il Manchester United, altra società calcistica quotata, sta invece considerando l'ipotesi di ristrutturare l'Old Trafford, uno degli stadi più gloriosi e affascinanti da 108 anni casa della squadra di Manchester. La società inglese punta ad ingrandirlo ulteriormente e l'investimento di ristrutturazione potrebbe costare circa 200 milioni di sterline; l'obiettivo è quello di aumentare la capienza dell'impianto passando dai 75 mila posti attuali agli 88 mila futuri. Esempio italiano è invece la Juventus con la costruzione del nuovo stadio nel 2011 noto come Juventus Stadium o Allianz Stadium. L'uso di raccolte di fondi esterni può essere utilizzato anche per acquisire e mantenere un importante vantaggio competitivo finanziario tramite l'acquisizione delle prestazioni sportive dei giocatori. Le squadre che non hanno fondi elevati non saranno in grado di competere nel mercato del reclutamento e questo genererà una perdita di competitività sul campo e, di conseguenza, una corrispondente perdita di reddito. Raccogliendo fondi attraverso il mercato azionario, un club riesce ad ottenere il denaro necessario per soddisfare le commissioni di trasferimento e gli stipendi rafforzando la propria squadra. Infine una società calcistica può considerare l'utilizzo dei proventi di una IPO per ridurre l'indebitamento⁵¹. Quando la famiglia Glazer acquistò il Manchester United nel 2005 faticò molto ad attrarre i migliori giocatori poiché il club non era in grado di eguagliare le offerte dei rivali anche a causa dell'elevato indebitamento; ciò portò il club a cercare una quotazione alla Borsa di New York nel 2012 indicando nella dichiarazione di registrazione che il club intendeva utilizzare i proventi derivanti dall'offerta per ridurre il debito. L'IPO ha avuto un enorme successo riducendo i livelli di indebitamento e rendendo più gestibili i pagamenti degli interessi.

Derivano dalla quotazione in Borsa potenziali incertezze che vengono indicate nel Prospetto Informativo alla sezione 'Avvertenze per l'investitore'. Tra le principali criticità:

⁵¹ Cassian Goode, "The opportunities and issues for sports team considering an IPO", 2014

- Rischi connessi all'influenza del settore sportivo: ne abbiamo ampiamente discusso nel paragrafo precedente in cui abbiamo spiegato la stretta relazione che intercorre tra andamento del titolo e risultati sportivi. Bisogna dunque considerare anche l'aleatorietà connessa ai risultati sportivi poiché una squadra, pur avendo molti calciatori di elevato livello tecnico, potrebbe comunque non centrare gli obiettivi prefissati a causa di uno scarso affiatamento tra di loro, infortuni o squalifiche.
- Rischi connessi allo stato fisico dei calciatori: tutte le società per ambire ai massimi risultati in ambito sportivo devono poter contare su una rosa di grande livello poiché maggiore sarà il suo livello e maggiori saranno le probabilità di una squadra di ottenere i risultati prefissati. In quest'ottica assumono un ruolo centrale tutti quei calciatori definiti validi e centrali all'interno di una squadra e in grado di cambiarne le sorti. Bisogna però considerare innumerevoli eventi che potrebbero rendere negative le prestazioni di un calciatore, ad esempio infortunio, squalifica, mancata integrazione nella squadra, frizioni con l'allenatore. Influiscono sull'andamento dei titoli anche i rumors di mercato. Questi fenomeni correlano l'andamento dei titoli alle prestazioni dei calciatori rendendo i titoli maggiormente volatili.
- Rischi connessi alla dipendenza dal mercato dei diritti televisivi: i ricavi delle società dipendono in larga parte dalla cessione dei diritti televisivi e dai termini e modalità di vendita degli stessi. Un'eventuale contrazione del mercato dei diritti o una modifica dei criteri adottati per la ripartizione delle risorse derivanti dalla commercializzazione centralizzata dei diritti televisivi potrebbero portare a delle condizioni meno favorevoli rispetto a quelle in corso, con conseguenze negative sui risultati e attività delle società.
- Rischi connessi all'indebitamento della società: le società calcistiche per essere ammesse all'iscrizione ai campionati nazionali sono tenute a mantenere il rapporto tra ricavi e indebitamento non inferiore a tre. In caso di mancato rispetto del parametro, il rapporto deve essere ripristinato mediante un incremento dei mezzi propri da destinare a riduzione dell'indebitamento. Nel calcolo della voce ricavi sono esclusi, per tutte le società, i ricavi derivanti dalla cessione temporanea del diritto alle prestazioni dei calciatori, ossia le plusvalenze eventualmente generate dal calciomercato. Risulta, pertanto, evidente il fattore di rischio per gli investitori e la società poiché l'eventualità di non partecipare al campionato avrebbe delle ripercussioni catastrofiche.
- Rischi connessi alla normativa del settore: l'attività calcistica professionistica è disciplinata da una normativa stringente ed articolata; eventuali modifiche del quadro normativo, all'interno del quale le società operano, potrebbero influire sulla gestione della società, comportare un incremento dei costi connessi alla gestione della squadra e una riduzione dei ricavi. Vi sono le norme di giustizia ordinaria e di giustizia sportiva. Secondo la normativa, le società sono responsabili degli atti commessi dal personale tesserato e dai propri sostenitori all'interno e nell'area antistante lo stadio in cui vengono disputate le partite. Le possibili sanzioni sono l'ammenda, la squalifica, la penalizzazione e, in casi eccezionali, provvedimenti che modifichino sostanzialmente l'andamento sportivo. Esempio eclatante

è il caso Calciopoli del 2006 con la Juventus condannata alla retrocessione in Serie B. In definitiva, eventuali processi giudiziari possono causare imponenti danni economici e svantaggi sportivi influenzando negativamente sul valore delle azioni.

- Rischi legati ai rapporti con le parti correlate: sono inclusi tutti gli eventuali comportamenti distorsivi legati alle relazioni contrattuali che i club intrattengono con gli azionisti di riferimento e le società controllanti, vale a dire contratti rilevanti di natura commerciale, esposizione debitoria, rapporti finanziari, fidejussioni e garanzie. Tali rapporti potrebbero minare all'autonomia di impresa con conseguente ricaduta sul corso azionario⁵².

2.9 LO STOXX EUROPE FOOTBALL INDEX

L'importanza crescente del fenomeno della quotazione con le conseguenti opportunità e minacce per le società calcistiche ha portato, a partire dalla fine degli anni 90, alla nascita di una serie di indici tesi a rappresentare l'andamento azionario delle principali società quotate sui mercati internazionali. Gli indici diventano utili strumenti di analisi che favoriscono la diffusione dell'informativa e dei dati rilevanti per i vari investitori. Si cerca in questo modo di contribuire alla rapida diffusione del fenomeno del going public delle società di calcio. Gli indici inizialmente venivano creati da banche di investimento e il primo indice fu generato da Nomura nel 1992, in seguito nacque il Bloomberg Kick Index che considerava i prezzi delle azioni delle prime 20 società quotate inglesi per capitalizzazione. Il 22 Aprile 2002 a New York, la STOXX Ltd ha comunicato la nascita del primo indice di calcio per l'Europa denominato Dow Jones STOXX Index Football, in seguito è stato rinominato STOXX Europe Football Index⁵³. In occasione di tale annuncio Scott Stark, AD di STOXX Ltd, dichiarava l'orgoglio per la creazione di un indice unico e riteneva che l'indice di calcio europeo fosse lo strumento più idoneo per monitorare le prestazioni delle squadre di calcio. In fase di creazione, l'indice comprendeva i 33 club calcistici quotati in Borsa mentre ad oggi i club sono 22(21 considerando l'imminente uscita dell'A.S. Roma dal mercato azionario). Lo STOXX Europe Football Index ha una struttura di capitalizzazione di mercato ponderata ridotta al 10% al fine di prevenire l'emergere di una posizione dominante da parte di un singolo club. I coefficienti attribuiti ad ogni club e la composizione vengono aggiornati trimestralmente. Lo STOXX Europe Football Index è utile per analizzare i risultati finanziari del settore calcistico ma negli anni la sua crescita percentuale è stata molto bassa se confrontata agli altri indici azionari. L'indice inoltre rappresenta una bassa percentuale del totale del market cap europeo poiché il fenomeno della quotazione è ancora scarsamente diffuso nel mondo del calcio. L'indice negli anni ha avuto un'evoluzione disomogenea con forti oscillazioni, ad esempio nel 2010 è cresciuto del 30%, nel 2011 è sceso del 40% e nel 2012 è sceso nuovamente del 10%. Queste oscillazioni ovviamente non generano molta fiducia negli investitori. Tra i fattori che indicano sui prezzi delle azioni bisogna ancora una volta ricordare i risultati

⁵² Dati ricavati dai Prospetti Informativi di Juventus FC SPA, AS Lazio SPA e AS Roma SPA

⁵³ Anna Micaela Cirrapico, Stefania Cosci, Paolo Pinzuti, Risultati sportivi e performance di Borsa nel calcio europeo, Vol. VI, Fasc. 2, 2010

sportivi, l'importanza della vincita di trofei, la realizzazione di importanti acquisti, i diritti televisivi ma anche la gestione economica della società determinante per comprendere il suo reale status. I valori delle azioni sono anche influenzati dalla stipula di importanti contratti di sponsorizzazione, dal cambio della guida tecnica e da eventuali danni di immagine in seguito a vicende extra-campo. I club devono contare su un team manageriale competente che sia in grado di tradurre i risultati sportivi in ottime performance finanziarie. Una strategia basata sulla diversificazione delle fonti di finanziamento e investimenti strategici mirati consentirebbe alle società calcistiche di avere un buon successo borsistico a prescindere dai risultati sportivi.

CAP 3: IL CASO JUVENTUS SPA

3.1 IL QUADRO STORICO DELLA SOCIETA'

La Juventus Football Club è una delle squadre di calcio più famose e vincenti al mondo, con una storia di successi e riconoscimenti che si estende per oltre un secolo. La società viene fondata il giorno 1 Novembre 1897 da un gruppo di studenti del liceo Massimo D'Azeglio di Torino e nasce come una società sportiva amatoriale che, nel corso degli anni, ha attraversato periodi di successo e difficoltà riuscendo sempre a mantenere una posizione di prestigio nel calcio italiano ed europeo. Agli inizi del Novecento, le squadre italiane erano poche; la prima partecipazione della Juventus ad un campionato, infatti, risale al 1900 e solo 5 anni più tardi ci sarà la vittoria del primo titolo italiano. Nel luglio 1923 Edoardo Agnelli viene eletto presidente del club e, da questo momento, il nome della società sarà per sempre legato a quello della famiglia Agnelli, ancora oggi detentrici delle redini della società. Il primo periodo di grande successo per la Juventus arrivò negli anni '30, quando la squadra vinse cinque titoli nazionali consecutivi, record eguagliato dalla stessa Juventus circa 80 anni dopo. Artefici della cavalcata furono l'allenatore Carlo Carcano e il leggendario attaccante Borel, che diventò un'icona del calcio italiano. Dopo la Seconda Guerra Mondiale, Gianni Agnelli, detto "L'Avvocato", divenne presidente della Juventus e, durante la sua gestione, il club venne riorganizzato come un'azienda con capitale privato e a responsabilità limitata, con la famiglia Agnelli azionista di maggioranza. Nel 1955 la presidenza passò al fratello minore di Gianni, Umberto Agnelli. Nel 1958, sotto la guida di Umberto, la Juventus vinse il suo decimo campionato nazionali, guidata dal trio magico Boniperti-Sivori-Charles, diventando il primo club italiano a conquistare una stella. Nel 1967 la Juventus cambia ragione sociale diventando una società per azioni a capitale interamente privato. Nei primi anni '70 inizia l'era Boniperti che, dopo essere stato giocatore del club, divenne presidente mantenendo la carica fino al 1990 e il suo fu uno dei cicli più vincenti della storia considerando anche la vittoria della Coppa dei Campioni nel 1985. Negli anni '90 il nome del club fu strettamente legato a quello di Roberto Baggio che porterà la Juventus alla conquista di trofei nazionali e internazionali. Gli anni 2000 si aprirono con la quotazione in Borsa nel 2001 ma il nuovo millennio portò anche molte difficoltà alla Juventus che nel 2006, coinvolta nello scandalo Calciopoli, fu retrocessa dalla giustizia per la prima volta in una serie inferiore così da militare nella stagione seguente in Serie B. Nel 2011, dopo alcuni anni di difficoltà, la presidenza fu affidata ad Andrea Agnelli, artefice della rinascita bianconera. Sotto la sua presidenza, venne inaugurato nel 2011 lo Juventus Stadium e

il club arriverà a vincere nove scudetti consecutivi. La presidenza di Andrea Agnelli si chiude il 29 Novembre 2022, quando il numero uno bianconero, insieme all'intero CDA, decise di dimettersi a causa delle indagini dell'inchiesta Prisma. Dall'excurus storico mostrato, si può notare come la Juventus, nonostante le difficoltà, sia sempre riuscita a mantenere la sua identità e il suo spirito vincente grazie a una solida gestione aziendale e alle capacità di adattarsi ai cambiamenti del mercato. Dopo questo quadro storico iniziale, il capitolo procederà con la descrizione del cammino in Borsa della società e degli eventi più significativi che hanno riguardato il club⁵⁴.

3.2 LA PRIMA QUOTAZIONE

La Juventus, dopo Lazio e Roma, fu la terza società calcistica a quotarsi in Borsa nel dicembre 2001 quando le sue azioni furono ammesse alla quotazione presso il Mercato Telematico Azionario. In seguito, le sue azioni furono quotate presso il segmento STAR fino al 2011 quando, dopo aver registrato una perdita superiore a un terzo del capitale sociale, Borsa Italiana dispose l'esclusione dalla qualifica di STAR delle azioni Juventus e il loro trasferimento al mercato MTA. La società è stata inserita nell'indice FTSE MIB di Borsa Italiana e ciò ha consentito alla società di avere una maggiore visibilità a livello internazionale e di accrescere la sua reputazione. La decisione di quotarsi in Borsa fu motivata dal desiderio della società di diventare una realtà moderna e innovativa, in grado di rispondere alle sfide e alle opportunità del mercato globale. La Juventus cercò di trasformarsi da semplice squadra di calcio in una vera e propria azienda, capace di diversificare le sue attività e di espandere la sua presenza sui mercati internazionali. La prima quotazione in Borsa rappresentò un'opportunità per la Juventus di incrementare la propria visibilità e credibilità sul mercato finanziario, attirando nuovi investitori, ma comportò anche un maggior livello di trasparenza e responsabilità nei confronti degli investitori. La Juventus si impegnò a fornire informazioni chiare e complete sulla propria attività e sui propri risultati, al fine di garantire la fiducia degli investitori e la trasparenza nei confronti del mercato finanziario. La società ha anche dovuto fare i conti con le fluttuazioni e la volatilità dei mercati finanziari che influenzarono la sua reputazione e le sue performance future.

Il lancio della prima offerta pubblica coincide con un periodo di importanti risultati sia dal punto di vista economico sia dal punto di vista sportivo. Nel periodo 1999-2001, i ricavi della Juventus hanno registrato un +92,75%, passando da 88716 a 171000, come risulta dalla tabella sottostante.

Euro/Migliaia	30 giugno 1999		30 giugno 2000		30 giugno 2001	
Ricavi da gare	17.833	20,1%	14.645	10,6%	12.835	7,5%
Ricavi da cessione dei diritti radio-televisivi, telefonici e proventi da <i>Champions League</i>	34.212	38,6%	83.167	60,3%	96.189	56,2%
Ricavi da sponsorizzazioni e proventi commerciali	23.993	27,0%	29.261	21,2%	45.795	26,8%
Altri ricavi	12.678	14,3%	10.954	7,9%	16.281	9,5%
Totale	88.716	100%	138.027	100%	171.100	100%

⁵⁴ www.juventus.com

Figura 22⁵⁵

Nell'esercizio chiuso al 30 Giugno 2001, la Juventus ha ottenuto un risultato netto positivo per il quinto anno di fila e per il terzo esercizio consecutivo ha distribuito dividendi agli azionisti, unico esempio tra le società calcistiche italiane di Serie A.

(Euro/migliaia)	Esercizio al 30 giugno 1999				Esercizio al 30 giugno 2000				Esercizio al 30 giugno 2001			
	Gestione corrente	Gestione calciatori	Totale	%	Gestione corrente	Gestione calciatori	Totale	%	Gestione corrente	Gestione calciatori	Totale	%
Ricavi da gare	17.833	-	17.833	20,1%	14.645	-	14.645	10,6%	12.835	-	12.835	7,5%
Diritti radiotelevisivi, telefonici e proventi da Champions League	34.212	-	34.212	38,6%	83.167	-	83.167	60,3%	96.189	-	96.189	56,2%
Ricavi da sponsorizzazioni e proventi commerciali	23.993	-	23.993	27,0%	29.261	-	29.261	21,2%	45.795	-	45.795	26,8%
Altri ricavi	11.940	738	12.678	14,3%	9.995	959	10.954	7,9%	14.278	2.003	16.281	9,5%
Totale Ricavi	87.978	738	88.716	100%	137.068	959	138.027	100%	169.097	2.003	171.100	100%
Spese per materie prime, sussidiarie e di consumo	(1.476)	-	(1.476)	(1,7%)	(1.358)	-	(1.358)	(1,0%)	(1.997)	-	(1.997)	(1,2%)
Spese per servizi	(16.499)	-	(16.499)	(18,6%)	(25.413)	-	(25.413)	(18,4%)	(25.677)	-	(25.677)	(15,0%)
Spese per il godimento di beni di terzi	(2.883)	(57)	(2.940)	(3,3%)	(3.333)	(5)	(3.338)	(2,4%)	(2.517)	-	(2.517)	(1,5%)
Spese per il personale	(48.095)	-	(48.095)	(54,2%)	(78.779)	-	(78.779)	(57,1%)	(100.948)	-	(100.948)	(59,0%)
Oneri diversi di gestione	(9.973)	-	(9.973)	(11,2%)	(20.122)	-	(20.122)	(14,6%)	(15.482)	-	(15.482)	(9,0%)
Totale Costi Operativi	(78.926)	(57)	(78.983)	(89,0%)	(129.005)	(5)	(129.010)	(93,5%)	(146.621)	-	(146.621)	(85,7%)
Margine Operativo Lordo	9.052	681	9.733	11,0%	8.063	954	9.017	6,5%	22.476	2.003	24.479	14,3%
Ammortamenti Svalutazioni e Accantonamenti per rischi	(495)	(17.507)	(18.002)	(20,3%)	(767)	(33.183)	(33.950)	(24,6%)	(674)	(37.028)	(37.702)	(22,0%)
Proventi(Oneri) finanziari netti	(979)	-	(979)	(1,1%)	(2.338)	-	(2.338)	(1,7%)	(6.245)	-	(6.245)	(3,7%)
Rettifiche di attività finanziarie	1.837	(89)	1.748	1,9%	2.988	10	2.998	2,2%	2.655	7.914	10.569	6,2%
Proventi(Oneri) da gestione diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori	-	-	-	-	-	-	-	-	(519)	-	(519)	(0,3%)
Risultato ordinario	9.415	(5.850)	3.565	4,0%	7.946	3.294	11.240	8,1%	17.693	(6.673)	9.020	5,3%
Proventi(Oneri) straordinari netti	3.391	-	3.391	3,8%	708	-	708	0,6%	1.735	-	1.735	1,0%
Risultato ante imposte	12.806	(5.850)	6.956	7,8%	8.654	3.294	11.948	8,7%	19.428	(6.673)	10.755	6,3%
Imposte sul reddito di esercizio	-	-	(1.732)	(1,9%)	-	-	(6.437)	(4,7%)	-	-	(4.980)	(2,9%)
Risultato netto di esercizio	-	-	5.224	5,9%	-	-	5.511	4,0%	-	-	5.775	3,4%

Figura 23⁵⁶

Dal Prospetto Informativo presentato alla CONSOB, si evince che la Juventus mirava alla valorizzazione del brand, a diversificare e incrementare i propri ricavi, accrescendo ulteriormente la propria redditività e rendendola meno sensibile alle performance sportive. Ad illustrare in maniera più dettagliata la quotazione in Borsa fu l'allora AD Antonio Giraudo, il quale insieme a Roberto Bettega e Luciano Moggi componeva la famosa "Triade bianconera". Giraudo sottolineò che il progetto Juventus si ispirava a quello di squadre come Chelsea e Manchester United con l'intento di essere ancor più innovativi poiché il progetto avrebbe consentito di creare valore non solo sull'evento sportivo. Era un passaggio rivoluzionario che avrebbe consentito alla Juventus di non essere un semplice club calcistico bensì una vera e propria entertainment company. Le iniziative principali cui si riferiva Giraudo erano in particolar modo due: il progetto dello stadio di proprietà,

⁵⁵ Prospetto Informativo Juventus FC SPA

⁵⁶ Prospetto Informativo Juventus FC SPA

ultimato poi nel 2011, e l'acquisizione di un terreno nei pressi di Vinovo dove sarebbe sorto il nuovo centro sportivo⁵⁷.

Il Prospetto Informativo venne depositato presso il 5 dicembre 2001 mentre il periodo di offerta fu tra il 10 dicembre e il 14 dicembre. Di seguito viene riportato il calendario delle principali attività previste ai fini dell'Offerta Pubblica.

Calendario dell'Offerta Pubblica	
Pubblicazione dell'avviso contenente l'elenco dei Collocatori	Entro il 5 dicembre 2001
Pubblicazione dell'avviso integrativo con indicazione del Prezzo Massimo	Entro il 9 dicembre 2001
Inizio del Periodo di Offerta	10 dicembre 2001
Chiusura del Periodo di Offerta	14 dicembre 2001
Pubblicazione dell'avviso integrativo con indicazione del Prezzo di Offerta	Entro il 16 dicembre 2001
Comunicazione delle assegnazioni (*)	Entro il 18 dicembre 2001
Regolamento dell'Offerta Globale (Data Pagamento)	20 dicembre 2001
Previsione di inizio delle negoziazioni	20 dicembre 2001

Figura 24⁵⁸

L'IPO prevedeva un'Offerta Globale il cui 35% era destinata al pubblico indistinto mentre la parte rimanente era ripartita tra il consorzio per l'Offerta Pubblica e quello per il Collocamento Istituzionale. L'IPO avvenne mediante un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS) avente come oggetto 38.700.000 di azioni ordinarie della società del valore nominale di 0,10 euro ciascuna ripartite in questo modo:

- N. 16.930.210 di azioni derivanti da un aumento di capitale sociale con l'esclusione del diritto di opzione;
- N. 21.769.790 di azioni ordinarie poste in vendita da IFI SPA (Istituto Finanziario Industriale) e dall'Amministratore Delegato Antonio Giraud (circa 1.600.000 azioni furono offerte in vendita dall'AD Giraud).

L'offerta fu coordinata e diretta da Banca IMI.

Nell'ambito dell'offerta era prevista anche l'opzione greenshoe, in base alla quale IFI SPA poteva concedere al Coordinatore Globale di acquistare un massimo di 5.805.000 azioni ordinarie della società, pari al 15% complessivo dell'ammontare dell'Offerta Pubblica, ai fini di un'eventuale sovra allocazione (Over Allotment). Il ricavato netto derivante dall'offerta fu destinato al perseguimento dei programmi futuri della società e delle strategie di sviluppo. Nel prospetto sottostante sono riportati i dati essenziali dell'Offerta Globale che riassumono quanto detto.

⁵⁷ <https://www.vitadaimprenditore.it/juventus-quotata-in-borsa/>

⁵⁸ Prospetto Informativo Juventus FC SPA

Numero Azioni oggetto dell'Offerta Globale		38.700.000
di cui numero Azioni rivenienti da aumento di capitale	16.930.210	
di cui numero Azioni in vendita	21.769.790	
Numero totale azioni in caso di completo collocamento delle Azioni oggetto dell'Offerta Globale		120.932.000
Ammontare capitale sociale in caso di completo collocamento delle Azioni oggetto dell'Offerta Globale (in Euro)		12.093.200
Percentuale del capitale sociale rappresentata dalle Azioni oggetto dell'Offerta Globale		32%
Percentuale dell'Offerta Pubblica rispetto all'Offerta Globale		35%
Numero Azioni oggetto della <i>Greenshoe</i>		5.805.000
Percentuale del capitale sociale rappresentata dalle Azioni oggetto della <i>Greenshoe</i>		4,8%
Percentuale del capitale sociale rappresentata dalle Azioni oggetto dell'Offerta Globale in caso di integrale esercizio della <i>Greenshoe</i>		36,8%
Lotto minimo		500

Figura 25⁵⁹

L'azionariato della Juventus, in seguito all'ingresso nel mercato azionario, subì un cambiamento radicale che rappresentiamo con il prospetto seguente.

Azionista	Situazione antecedente all'Offerta Globale		Azioni offerte nell'ambito dell'Offerta Globale		Situazione successiva all'Offerta Globale		<i>Greenshoe</i>		Situazione successiva alla Offerta Globale e alla <i>Greenshoe</i>	
	Azioni	%	Azioni	%	Azioni	%	Azioni	%	Azioni	%
IFI - Istituto Finanziario Industriale S.p.A.	102.019.100	98,09	20.169.790	52,12	81.849.310	67,68	5.805.000	4,80	76.044.310	62,88
Antonio Giraudo	1.600.000	1,54	1.600.000	4,13	-	-	-	-	-	-
Aumento di capitale	-	-	16.930.210	43,75	-	-	-	-	-	-
Mercato	382.690 (*)	0,37	-	-	39.082.690	32,32	-	-	44.887.690	37,12
Totale	104.001.790	100	38.700.000	100	120.932.000	100	5.805.000	4,80	120.932.000	100

(*) Azioni detenute da circa 600 azionisti della Società.

Figura 26⁶⁰

La tabella mostra l'azionariato della società prima e dopo l'IPO; in base a quanto riportato, possiamo notare che, prima dell'IPO, l'azionista di maggioranza detenesse il 98,09% delle quote societarie mentre, dopo l'offerta pubblica, la sua quota scese al 62,88%. Il 37,12% era invece rappresentato dal flottante, ossia le quote libere in circolazione sul mercato. Veniva espressamente indicato, nel Prospetto Informativo depositato alla CONSOB che, in caso di integrale collocamento delle azioni oggetto dell'Offerta Globale e di integrale esercizio della *greenshoe*, Giovanni Agnelli e C. S. a. p. Az. avrebbe mantenuto in maniera indiretta, tramite IFI SPA, il controllo di diritto della società detenendo il 62,88% dei diritti di voto nell'Assemblea Ordinaria dell'emittente.

Ad oggi, l'azionariato della Juventus FC è così suddiviso:

⁵⁹ Prospetto Informativo Juventus FC SPA

⁶⁰ Ibidem

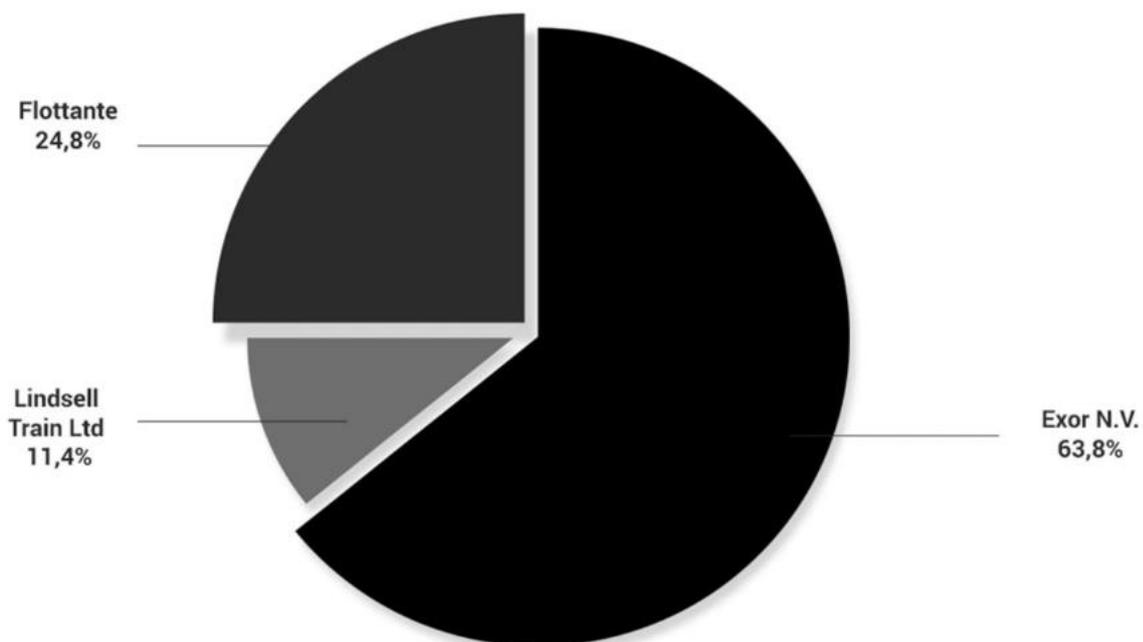


Figura 27⁶¹

L'azionista di maggioranza è Exor N.V. SPA che detiene il 63,8% delle quote societarie; società nata dalla fusione di IFIL Investments in IFI SPA. Il flottante rispetto al 2001 si è ridotto dal 37,12% al 24,8%, infine vi è un'azionista di minoranza che detiene l'11,4% delle quote societarie.

Ritornando alla prima quotazione della società, il 20 dicembre 2001 le azioni iniziarono ad essere liberamente scambiate sul mercato con un prezzo di offerta di 3,7 euro per azione e venne raccolto un ammontare pari a 164 milioni di cui 62 milioni, al lordo delle commissioni e degli oneri accessori, destinati al club e la restante parte destinata ad IFI SPA. Ad Antonio Giraudo venne invece riconosciuto un premio. A seguito dell'operazione, in base a quanto viene indicato nella Relazione Trimestrale al 31 Dicembre 2001, il capitale sociale della Juventus FC SPA risultò pari a 12.093.200, diviso in 120.932.000 azioni nominali da 0,1 euro.

⁶¹ Fonte: <https://www.juventus.com/it/club/investitori/azionariato-titolo/azionariato-corrente>

30/06/2001		31/12/2001	30/09/2001	Δ 31/12/2001 30/09/2001	31/12/2000	Δ 31/12/2001 31/12/2000
A) PATRIMONIO NETTO						
10.400.179	I) CAPITALE	12.093.200	10.400.179	1.693.021	10.742.489	1.350.711
-	II) RISERVA DA SOVRAPPREZZO AZIONI	60.948.756	-	60.948.756	-	60.948.756
1.347.381	IV) RISERVA LEGALE	1.636.112	1.636.112	-	1.005.071	631.041
-	VII) ALTRE RISERVE	288.731	433.097	- 144.366	275.553	13.178
14.937.711	VIII) UTILI PORTATI A NUOVO	18.722.924	18.722.924	-	14.937.711	3.785.213
5.774.627	IX) UTILE	37.249.697	56.825.665	- 19.575.968	10.562.094	26.687.603
32.459.898	TOTALE PATRIMONIO NETTO (A)	130.939.420	88.017.977	42.921.443	37.522.918	93.416.502

Figura 28⁶²

Da quanto si evince, il capitale sociale ottenne un incremento di 1.693.021 rispetto al trimestre precedente (+16,28%) e un incremento pari al +12,57% rispetto al valore al 31 Dicembre 2000.

Osservando i primi mesi del titolo Juventus, nella Relazione Trimestrale al 31 Marzo 2002 emerge che il 7 Maggio 2002 il prezzo ufficiale del titolo era 3,22 euro, in flessione di circa il 12,9% rispetto al valore di collocamento del 20 Dicembre 2001, pari a 3,7 euro. Tra il 20 Dicembre 2001 e il 7 Maggio 2002, il valore delle azioni della Juventus si è mantenuto intorno a una media di circa 3,45 euro, con variazioni giornaliere poco rilevanti, salvo per i due giorni successivi alla conquista dello Scudetto (5 Maggio 2002). Nel periodo di tempo indicato, il controvalore medio degli scambi è stato pari a circa 1.160.000 euro. Nel grafico seguente si mostra l'andamento del titolo, come tesi di quanto spiegato.

Andamento quotazione titolo Juventus Football Club S.p.A. e controvalori scambiati

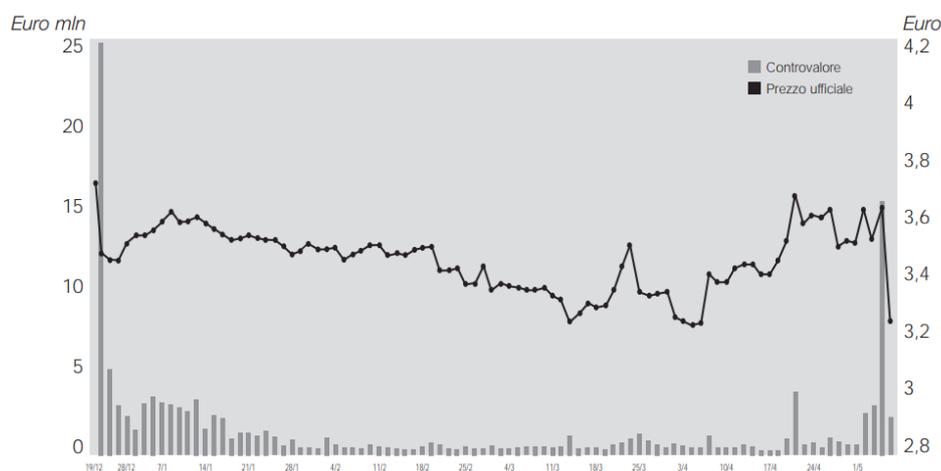


Figura 29⁶³

⁶² Fonte: Relazione Trimestrale al 31 dicembre 2001, Juventus FC SPA

⁶³ Fonte: Relazione Trimestrale al 31 marzo 2002, Juventus FC SPA

La Relazione Trimestrale al 30 Giugno 2002 mostra che il 31 Luglio 2002 il prezzo ufficiale del titolo Juventus era pari a 2,075 euro, in flessione di circa il 44% rispetto al valore di collocamento del 20 Dicembre 2001 principalmente in seguito alla flessione registrata dopo la vittoria dello scudetto. Dal momento della quotazione al 3 Maggio, il titolo ha oscillato intorno ad una quotazione media di circa 3,45 euro; dal 6 Maggio ha presentato un trend discendente con scostamenti giornalieri marcati e un conseguente aumento della volatilità. Nel periodo 20 Dicembre 2001-31 Luglio 2002, il controvalore medio giornaliero degli scambi è stato di circa 0,8 milioni; i volumi scambiati hanno avuto un andamento decrescente, passando da 7,3 milioni di azioni scambiate il 20 Dicembre 2001 (controvalore di circa 25,3 milioni) a circa 42.000 azioni scambiate mediamente nel mese di luglio (controvalore medio giornaliero di circa 90 migliaia). Inseriamo il grafico che riporta l'andamento del titolo nel periodo indicato.

Andamento quotazione titolo Juventus Football Club S.p.A. e controvalori scambiati



Figura 30⁶⁴

Secondo quanto emerso dalle Relazioni analizzate possiamo concludere che il debutto in Borsa non seguì le aspettative iniziali e ciò fu dovuto a molteplici fattori tra cui la volatilità del titolo e la scarsa fiducia degli investitori nei confronti dei titoli azionari di società calcistiche dal momento che il loro prezzo aveva registrato una flessione rispetto all'IPO.

⁶⁴ Fonte: Relazione Trimestrale al 30 giugno 2002, Juventus FC SPA

3.3 LO SCANDALO CALCIOPOLI

Lo scandalo Calciopoli rappresentò uno dei momenti più difficili e controversi nella storia della Juventus e del calcio italiano in generale. L'inchiesta rivelò un sistema di manipolazione delle partite e favoritismi arbitrali a favore di alcune squadre, tra cui la stessa Juventus. Calciopoli nacque da alcuni sospetti rapporti illeciti tra dirigenti di club e designatori arbitrali con lo scopo di influenzare il corso delle partite. La Juventus fu accusata di aver corrotto alcuni arbitri e di aver influenzato le decisioni degli organi sportivi a proprio vantaggio. Le accuse furono sostenute da numerose intercettazioni telefoniche che rivelarono un sistema di corruzione diffuso e organizzato nel calcio italiano. Agli inizi di Maggio 2006, la Federcalcio rese noti i lavori su episodi di presunta corruzione nel mondo calcistico. L'11 Maggio si dimise il CDA della Juventus e, il giorno seguente, la procura di Napoli rese noti i nomi dei 41 principali indagati, tra questi figuravano: Luciano Moggi e Antonio Giraudo, rispettivamente direttore generale e amministratore delegato della Juventus, Claudio Lotito, presidente della Lazio, Leonardo Meani, dirigente del Milan, e i Della Valle, proprietari della Fiorentina. Pochi giorni dopo, il 14 Maggio, la Juventus vinse lo scudetto della stagione 2005/06 ma, nello stesso giorno, Luciano Moggi rassegnò le sue dimissioni da direttore generale della Juventus. Agli inizi del mese di giugno, iniziarono gli interrogatori e le principali squadre sotto inchiesta erano Juventus, Milan, Lazio e Fiorentina colpevoli di aver violato gli articoli 1 e 6 del codice di giustizia sportiva. La prima sentenza fu annunciata il 4 Luglio 2006 e prevedeva la retrocessione in Serie B e penalizzazioni da scontare nella stagione 2006/07 per Milan, Lazio e Fiorentina. Per quanto riguarda la Juventus, oltre alla retrocessione e alla penalizzazione, fu disposta la revoca dello scudetto 2004/05 e la non assegnazione dello scudetto 2005/06. La Corte Federale emise la sentenza d'appello il 25 Luglio 2006 che comportò le seguenti conseguenze:

- Juventus: retrocessione in Serie B, revoca dello scudetto 2004/05, non assegnazione dello scudetto 2005/06 e 17 punti di penalizzazione, poi ridotti a 9, da scontare nella stagione 2006/07;
- Lazio: 30 punti di penalizzazione nella stagione 2005/06, 11 punti di penalizzazione, poi ridotti a 3, da scontare nella stagione 2006/07
- Milan: 30 punti di penalizzazione nella stagione 2005/06, 8 punti di penalizzazione da scontare nella stagione 2006/07
- Fiorentina: 30 punti di penalizzazione nella stagione 2005/06, 19 punti di penalizzazione, poi ridotti a 15, da scontare nella stagione 2006/07.

Si può, evidentemente, comprendere come lo scandalo Calciopoli ebbe un impatto profondo sulla Juventus che affrontò una delle crisi più gravi della sua storia. La società perse la propria reputazione e credibilità e dovette fare i conti con una serie di sanzioni che ebbero un impatto significativo sulle sue attività e sulle sue performance future. La retrocessione in Serie B fu un danno senza eguali per una società del calibro della Juventus che, oltre ai danni di immagine, subì anche una notevole riduzione dei ricavi commerciali. Per ridurre i costi, la Juventus fu costretta a cedere molti dei suoi principali giocatori, eccetto alcuni che seguirono la squadra in Serie B e la aiutarono nella conquista della promozione nella stagione successiva, vale a dire quella 2006/07. Nonostante le iniziali difficoltà, la Juventus riuscì a rialzarsi dalle ceneri dello scandalo Calciopoli

dimostrando la sua capacità di riuscire ad adattarsi alle varie sfide del calcio. Dopo l'excursus sullo scandalo, l'analisi si concentra sui principali effetti che, inevitabilmente, ha subito il titolo. Viene di seguito compilata una tabella in cui sono inserite alcune delle tappe fondamentali della vicenda Calciopoli e si osserva il valore del titolo Juventus prima e dopo il verificarsi dei vari eventi.

DATA	EVENTO	VALORE TITOLO PRE-EVENTO	VALORE TITOLO POST-EVENTO	VARIAZIONE VALORE TITOLO
02/05/2006	La Federcalcio rende note le indagini su episodi di corruzione nel calcio	0,7638	0,7201	-5,72%
11/05/2006	Dimissioni CDA della Juventus	0,7110	0,6811	-4,21%
22/06/2006	Il procuratore Palazzi deferisce la Juventus	0,4454	0,4424	-0,67%
25/07/2006	Sentenza d'appello della Corte Federale	0,5755	0,5369	-6,71%

Tabella 4⁶⁵

Lo scandalo Calciopoli scoppiò in un periodo altamente positivo per le azioni della Juventus; dalla Relazione Trimestrale al 31 Marzo 2006, infatti, emerge che all'inizio di Maggio 2006 il prezzo del titolo Juventus era pari a 2,348, in rialzo del 76,7% rispetto al valore registrato a fine Aprile 2005. Fino agli inizi del mese di Marzo 2006, il titolo fu sostanzialmente stabile oscillando intorno ad un valore di 1,4. Nelle settimane successive il titolo registrò un forte incremento dei volumi scambiati, dovuto principalmente all'incredibile stagione, dal punto di vista sportivo, per i bianconeri poi conclusa con la vittoria dello scudetto e alle notizie relative la costruzione del nuovo stadio. Nel corso della metà di maggio, il titolo iniziò a crollare registrando una perdita di circa il 68% poiché le notizie di possibili sanzioni a carico del club terrorizzarono gli azionisti. Alla fine del mese di luglio, in seguito alla sentenza d'appello della Corte Federale, il titolo iniziò a risalire raggiungendo il 7 agosto 2006 un prezzo pari a 2,026 in rialzo del 43,5% rispetto al valore registrato ad inizio agosto 2005.

⁶⁵ Fonte: Elaborazione personale basata sui dati di investing.com

Di seguito un grafico che mostra l'andamento del titolo nel corso della stagione 2005/06 che confermerà quanto appena esposto, vale a dire un andamento del titolo piuttosto stabile fino a fine marzo, un trend crescente ad aprile e maggio, un crollo pesante tra maggio e giugno e un'iniziale ripresa tra fine luglio e agosto.

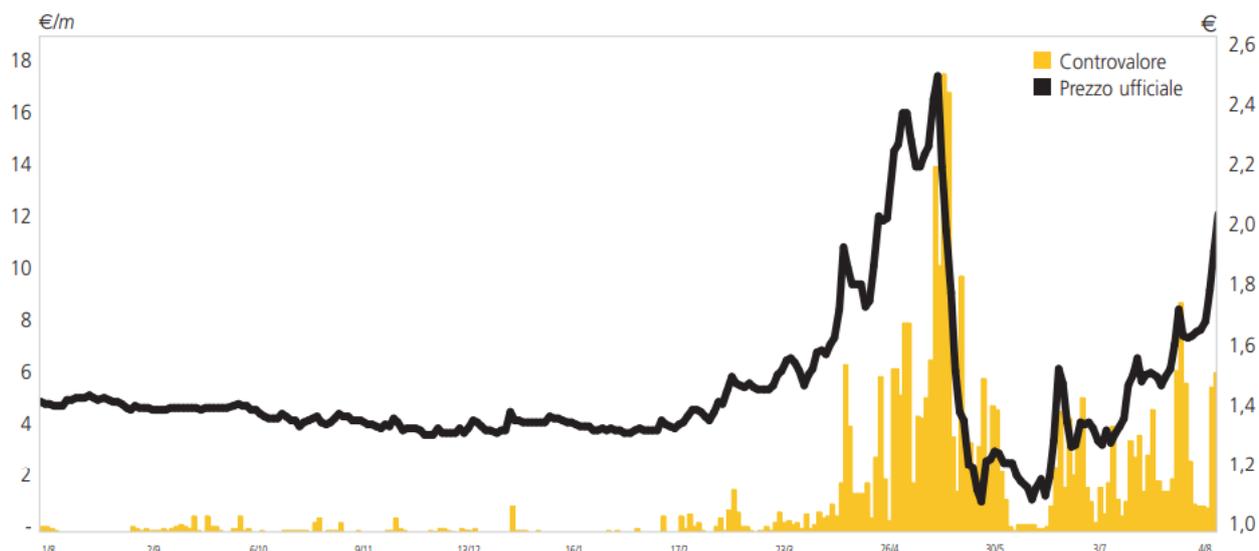


Figura 31⁶⁶

La Juventus iniziò la stagione 2006/07 nel campionato di Serie B; da subito fu evidente la superiorità della squadra da un punto di vista sportivo rispetto agli altri team della competizione. La Juventus infatti, nonostante l'iniziale penalizzazione, chiuderà al primo posto il campionato di Serie B, raggiungendo immediatamente la promozione in massima serie. La sicurezza della promozione in Serie A spinse molti investitori a riacquistare fiducia nei confronti del titolo. Il 31 gennaio 2007 il prezzo del titolo Juventus era pari a 1,928 in rialzo del 45,2% rispetto al valore registrato 12 mesi prima.

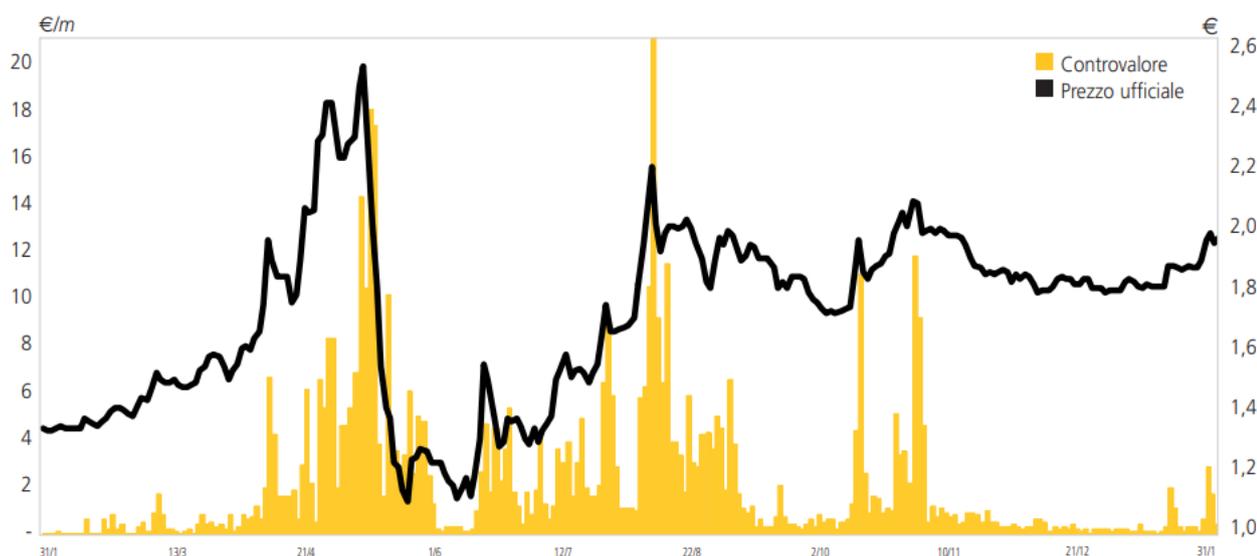


Figura 32⁶⁷

⁶⁶ Fonte: Relazione Trimestrale al 30 giugno 2006, Juventus FC SPA

⁶⁷ Fonte: Relazione Trimestrale al 31 dicembre 2006, Juventus FC SPA

Dopo aver analizzato le fluttuazioni del titolo in seguito alle vicende del caso Calciopoli, è opportuno considerare i risultati di bilancio ponendo attenzione alle variazioni dei ricavi e dei costi.

Emerge una forte differenza tra il fatturato della società al 30 giugno 2006 e quello al 30 giugno 2007 causata in particolare da una forte riduzione dei ricavi.

Relativamente ai ricavi, la campagna abbonamenti risentì della ridotta capienza dello stadio Olimpico e della politica di riduzione dei prezzi adottata in seguito alla retrocessione in Serie B; nello specifico, nella stagione 2006/07 furono sottoscritti 12.716 abbonamenti contro i 23.073 della stagione precedente, con un ricavo netto totale pari a 3 milioni in diminuzione rispetto ai 5,5 milioni della stagione 2005/06.

La composizione dei ricavi al 30 giugno 2007 era così suddivisa: ricavi da gare 4,2%; diritti radiotelevisivi e proventi media 49,8%; ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità 18,5%; proventi da gestione calciatori 22,2%; altri ricavi 5,3%. I ricavi dell'esercizio 2006/07 registrarono un valore pari a 186,7 milioni in calo del 17,4% rispetto ai 226 milioni dell'esercizio 2005/06; tra le cause principali di questo crollo, oltre alla campagna abbonamenti, vi furono la mancata partecipazione alla UEFA Champions League, la rinegoziazione al ribasso dei contratti relativi ai diritti radiotelevisivi e, soprattutto, la rescissione dell'accordo di sponsorizzazione finanziaria con Tamoil. Nel dettaglio:

valori in €/000	Esercizio 2006/2007	Esercizio 2005/2006	Variazioni
Ricavi da gare	7.744	17.509	(9.765)
Diritti radiotelevisivi e proventi media	92.996	127.527	(34.531)
Ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità	34.498	55.400	(20.902)
Proventi da gestione diritti calciatori	41.531	5.714	35.817
Altri ricavi	9.917	19.879	(9.962)
Totale	186.686	226.029	(39.343)

Figura 33⁶⁸

Gli effetti del calo dei ricavi furono parzialmente compensati dai proventi della gestione dei diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori, pari a 41,5 milioni contro i 5,7 milioni della stagione 2005/06. In questo scenario “catastrofico”, la società decise di attuare un piano incisivo di contenimento dei costi, in particolare quelli relativi agli stipendi e all'ammortamento dei diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori. Nello specifico, nella stagione 2006/07 si registrarono costi operativi pari a 147,4 milioni, in diminuzione del 28,8% rispetto ai 206,9 milioni dell'esercizio 2005/06. Nel dettaglio:

valori in €/000	Esercizio 2006/2007	Esercizio 2005/2006	Variazioni
Acquisti di materiali, fornitura e altri approvvigionamenti	3.159	2.815	344
Servizi esterni	28.400	37.228	(8.828)
Personale tesserato	95.019	127.297	(32.278)
Altro personale	7.872	8.045	(173)
Oneri da gestione diritti calciatori	4.526	3.112	1.414
Altri oneri	8.421	28.367	(19.946)
Totale	147.397	206.864	(59.467)

Figura 34⁶⁹

⁶⁸ Fonte: Relazioni e Bilancio al 30 giugno 2007, Juventus FC SPA

⁶⁹ Ibidem

Nella stagione 2007/08, come detto in precedenza, la Juventus tornò a disputare il campionato di Serie A cancellando una pagina buia della sua storia. Il club, per poter tornare a competere ad alti livelli, aveva ovviamente bisogno di tempo e così, nella primavera del 2007, approvò un piano di sviluppo a medio-lungo termine che avrebbe consentito il rilancio della società dal punto di vista sportivo, commerciale e finanziario. Per sostenere il progetto di sviluppo, il CDA deliberò un aumento di capitale di 104,8 milioni mediante l'emissione di 80.621.332 azioni con un prezzo di 1,30 ad azione. Gli obiettivi principali del piano erano:

- Affermazione della leadership sportiva a livello europeo: si mirava al raggiungimento di importanti risultati sportivi tramite il miglioramento della squadra in modo da garantire la massima competitività a livello nazionale e internazionale. Obiettivo fondamentale era anche il potenziamento del settore giovanile e dello scouting per consentire un costante afflusso di talenti alla prima squadra.
- Nuova strategia commerciale: obiettivo del piano era l'introduzione di una nuova strategia di marketing che potesse contribuire all'ulteriore sviluppo e valorizzazione del "brand Juventus".
- Solidità patrimoniale e finanziaria: l'obiettivo era quello di attuare un modello di sviluppo sostenibile che potesse consentire il raggiungimento di importanti risultati sportivi e del giusto equilibrio da punto di vista economico-patrimoniale. L'aumento di capitale consentì una riduzione del livello di indebitamento e una maggiore capacità di investimento.

Il ritorno in Serie A, dal punto di vista azionario, non fu dei migliori infatti il 17 settembre 2008 il prezzo del titolo Juventus era di 1,036 in flessione del 20,3% rispetto al valore registrato il 17 settembre 2007. Nel corso dell'esercizio 2007/08 il titolo registrò un trend negativo con un leggero rialzo delle quotazioni nell'ultimo trimestre.



Figura 34⁷⁰

⁷⁰ Fonte: Relazioni e Bilancio al 30 giugno 2008, Juventus FC SPA

Calciopoli, ancora oggi, rimane una ferita aperta per la Juventus e da molti viene definita una farsa in virtù di tutto ciò che accadde negli anni successivi. Dopo la condanna inflitta alla Juventus, tra il 2010 e il 2011, il procuratore Palazzi effettuò nuove indagini da cui emerse che anche l'Inter era colpevole della violazione dell'articolo 6 del CGS. Nel caso Inter erano coinvolti l'allora presidente Giacinto Facchetti, scomparso nel settembre 2006, e Massimo Moratti ma il procuratore rilevò la sopraggiunta prescrizione per tutte le violazioni contestate e, di conseguenza, l'impossibilità di accertare i fatti in un procedimento. L'operato della Procura viene ancora oggi giudicato incomprensibile poiché il processo fu istituito nel giro di pochissimo tempo e anche alla luce del fatto che, per quel processo, venne nominato commissario straordinario Guido Rossi, ex dirigente dell'Inter, che assegnò lo scudetto 2005/06, vinto dalla Juventus, all'Inter arrivata terza in classifica. Quello che si può certamente dire è che i fatti caddero in prescrizione e ciò tolse la pena ma non certo l'immoralità e la vergogna di ciò che accadde allora e che ancora oggi lascia pensare che Calciopoli sia stata una farsa tuttora in corso.

3.4 LO JUVENTUS STADIUM

Il giorno 8 settembre 2011, dopo una spettacolare cerimonia, vi fu l'inaugurazione, sotto la guida del Presidente Andrea Agnelli, dello Juventus Stadium che fu il primo stadio di proprietà costruito in Italia. Nel progetto di diversificazione dei ricavi messo in atto dalla società avevano un ruolo cruciale le infrastrutture e la costruzione di nuovi impianti tra cui proprio lo stadio. L'idea di uno stadio di proprietà risaliva agli anni '90 quando l'amministratore delegato Girardo ebbe questa intuizione ispirandosi al modello inglese e comprendendo che la costruzione di stadi di proprietà fosse un modo per rilanciare il calcio italiano. Il 18 giugno 2002 la società siglò un accordo con il Comune di Torino con cui acquisì, a fronte di un corrispettivo di 25 milioni, il diritto di superficie sull'area dello stadio "Delle Alpi" per i successivi 99 anni e per la costruzione di un'area commerciale di 35mila mq. Il 18 marzo 2008, il CDA della Juventus deliberò la costruzione del nuovo stadio al posto del "Delle Alpi" e l'investimento totale fu di circa 155 milioni di euro⁷¹. Lo stadio fu inaugurato con il nome di "Juventus Stadium" e, dal luglio 2017, assunse il nome di "Allianz Stadium" in seguito alla cessione dei diritti di denominazione ad Allianz. Tutto ciò ha avuto ovviamente ripercussioni sul cammino in Borsa della Juventus; ad esempio, in seguito all'accordo raggiunto con il Comune di Torino nel 2002, il titolo Juventus registrò un aumento di 0,92% mentre, in seguito alla delibera del CDA nel 2008, segnalò un aumento di 0,42%. L'aumento si ottenne anche con l'inaugurazione dello stadio, in quel caso fu del 2,96%. La prima partita ufficiale di Serie A fu disputata tra Juventus e Parma il giorno 11 settembre 2011 e l'incontro terminò con il successo del club juventino; per quanto riguarda il titolo, in seguito all'evento, registrò un aumento del 2,81%. In ambito europeo, la prima gara ufficiale di Champions League fu disputata il 2 ottobre 2012 e il titolo ottenne un aumento dell'1,01% nonostante la partita fosse terminata in parità. Nei

⁷¹ <https://www.juventus.com/it/allianz-stadium/la-nostra-casa>

giorni successivi alla costruzione dello stadio e nello specifico il 19 settembre 2011, in base a come riportato nel Resoconto Intermedio al 30 settembre 2011, Borsa Italiana (con il provvedimento n.7044) dispose l'esclusione straordinaria della qualifica di STAR delle azioni Juventus ed il conseguente trasferimento delle stesse al mercato MTA. Osservando l'andamento generale della società nel corso della stagione 2011/2012, si evince che i ricavi totali furono di 213,8 milioni registrando un aumento del 24,2% rispetto ai 172,1 della stagione 2010/2011. Nello specifico:

<i>importi in milioni di Euro</i>	Esercizio 2011/2012	%	Esercizio 2010/2011	%	Variazioni
Ricavi da gare	31,8	14,9%	11,6	6,7%	20,2
Diritti radiotelevisivi e proventi media	90,6	42,4%	88,7	51,5%	1,9
Ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità	53,5	25,0%	43,3	25,2%	10,2
Proventi da gestione diritti calciatori	18,4	8,6%	18,2	10,6%	0,2
Altri ricavi	19,5	9,1%	10,3	6,0%	9,2
Totale	213,8	100%	172,1	100%	41,7

Figura 35⁷²

I ricavi da gare nel 2011/2012 rappresentavano il 14,9% dei ricavi totali mentre nel 2010/2011 erano il 6,7%; dai dati riportati si osserva un incremento di questa voce, precisamente del 20,2%, dettato dai maggiori introiti derivanti dalla presenza dello stadio di proprietà.

Per quanto riguarda l'andamento generale del titolo azionario, si può constatare che, dopo il mese di settembre, ha subito un trend decrescente per poi stabilizzare intorno al valore di 0,2 con alcune importanti crescite a fine dicembre quando la Juventus divenne campione d'Italia e quella del 7 maggio, giorno seguente la vittoria dello scudetto.

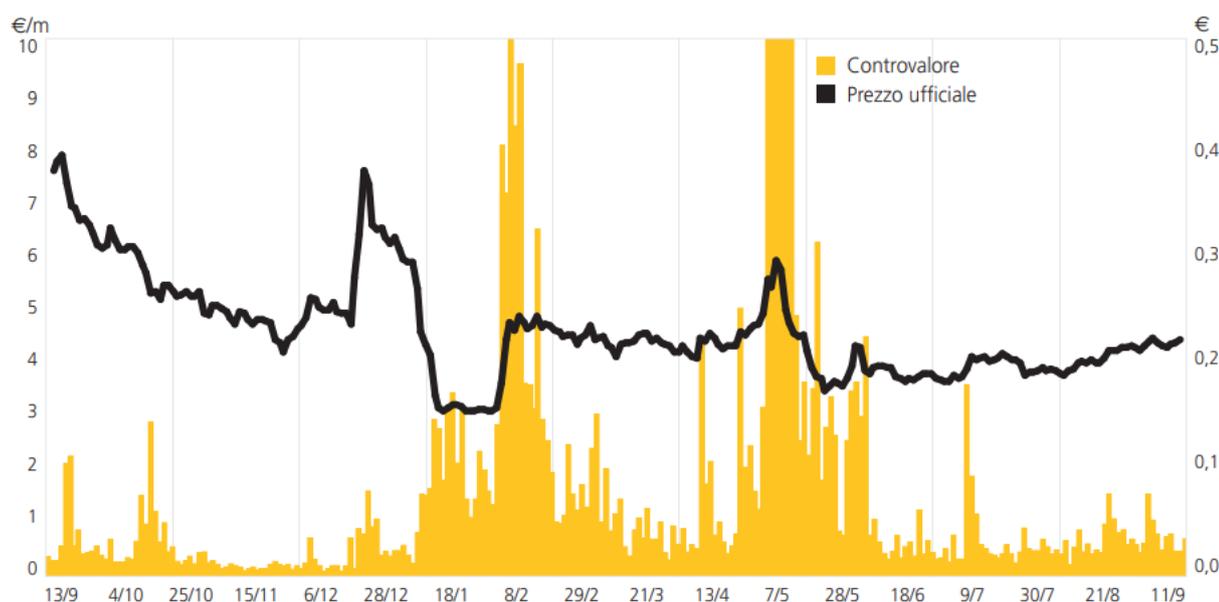


Figura 36⁷³

⁷² Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2012, Juventus FC SPA

⁷³ Ibidem

La Juventus, con la costruzione dello stadio di proprietà, si è dimostrata una società all'avanguardia in grado di far fronte alle variazioni e alle opportunità del mercato inoltre è stata in grado di creare un vero e proprio centro commerciale, di avere ricavi esterni al mondo dei media e di generare un indotto alternativo ai diritti televisivi. Alcune squadre, seguendo le orme della Juventus, nel corso degli anni hanno iniziato a costruire stadi di proprietà, è il caso di Sassuolo, Udinese, Atalanta e Frosinone.

3.5 L'EFFETTO RONALDO

Il ciclo Agnelli sarà per sempre ricordato come uno dei più vincenti della storia del calcio e la società divenne un vero e proprio esempio da seguire sia dal punto di vista sportivo sia dal punto di vista aziendale. La squadra fu in grado di stabilire un record assoluto con la vittoria di nove scudetti consecutivi e per due anni, nel 2015 e nel 2017, sfiorò anche la vittoria della Champions League venendo poi sconfitta in finale. Il 2017 fu un anno record per la società; si registrò il record assoluto di incasso allo Stadium pari a 4 milioni in occasione della sfida di Champions League tra Juventus e Barcellona; dal punto di vista finanziario si registrò un aumento dei ricavi pari al 45,1% rispetto alla stagione precedente e un incremento del risultato operativo pari al 233,7% rispetto alla stagione 2015/2016. Per quanto riguarda il mercato azionario, il titolo Juventus ha vissuto un anno formidabile; nella prima metà del 2017, infatti, il valore del titolo quadruplicò rispetto al valore di inizio anno. Dopo la sconfitta in finale di Champions League, il valore del titolo seguì un trend decrescente per poi stabilizzarsi tra agosto e settembre intorno al valore di 0,80.

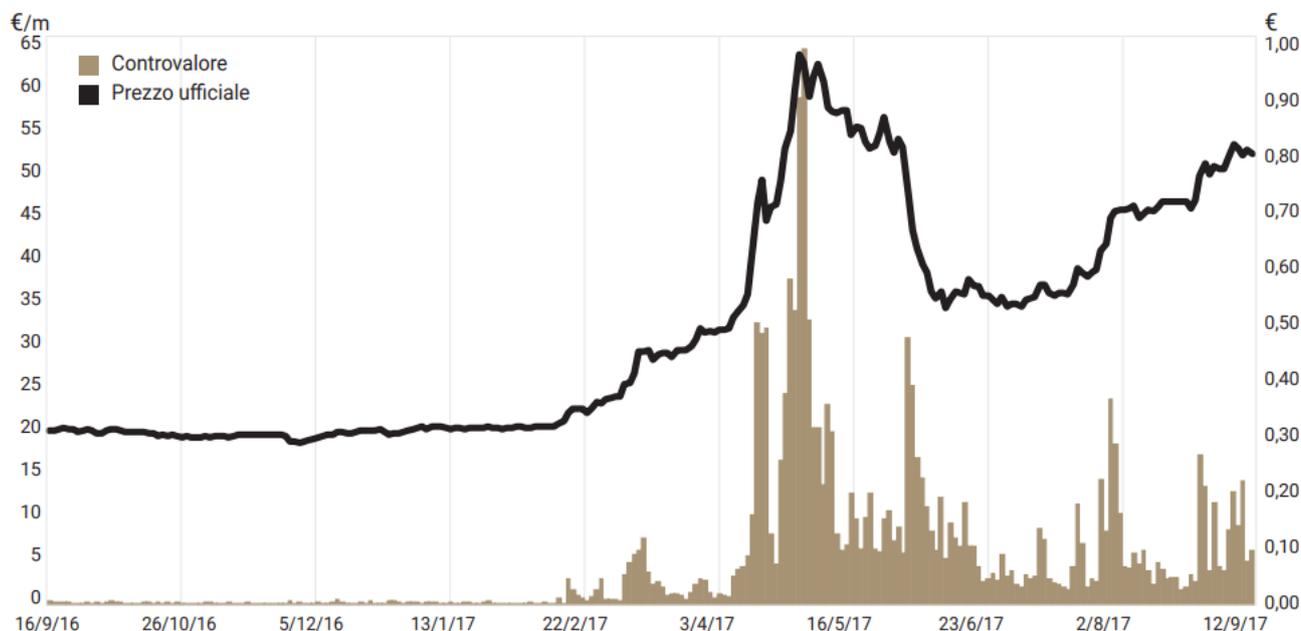


Figura 37⁷⁴

⁷⁴ Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2017, Juventus FC SPA

Con l'inizio della stagione 2017/2018, il titolo riprese a correre guadagnando nel corso dell'anno più del 150%. L'estate del 2018, in particolare il giorno 10 luglio 2018, verrà per sempre ricordata poiché la Juventus all'apice della sua forza riuscì ad acquistare per circa 110 milioni Cristiano Ronaldo. Molti definirono l'acquisto di Ronaldo come il colpo del secolo poiché la visibilità del campione portoghese avrebbe generato un considerevole incremento dei ricavi da gara, sponsorizzazioni, merchandising. Tutto ciò spinse gli investitori a muoversi in anticipo e, infatti, già nei primi giorni di luglio, quando ancora non era ufficiale il passaggio di Ronaldo alla Juventus, il titolo Juventus ottenne un balzo registrando una crescita del 12,85% e incrementando la capitalizzazione di 70 milioni, raggiungendo un valore di 730 milioni.

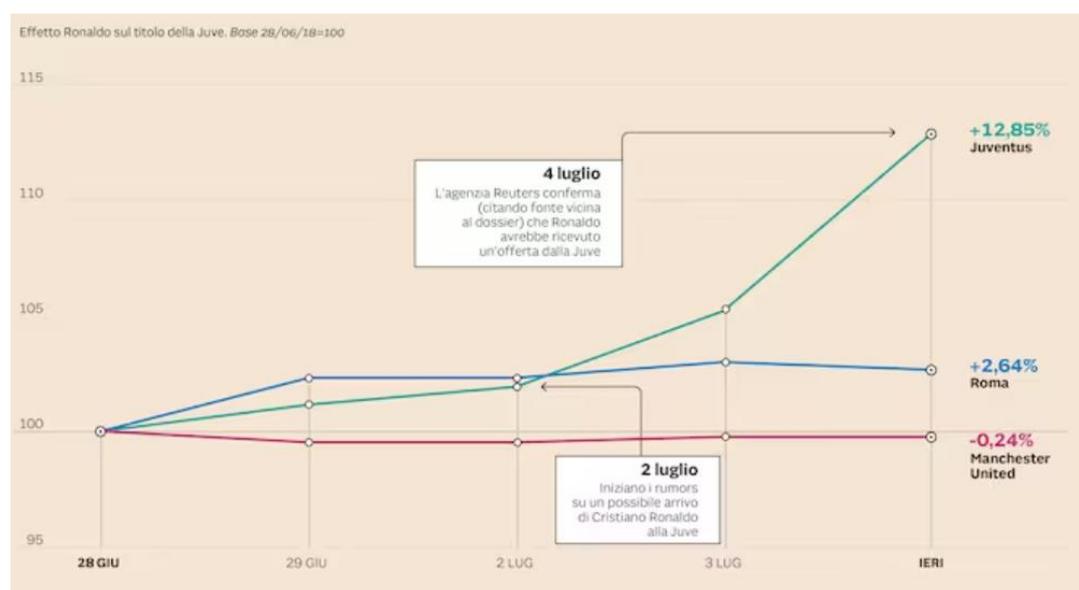


Figura 38⁷⁵

L'11 luglio 2018, giorno successivo all'ufficialità dell'acquisto di Ronaldo, il titolo Juventus aprì con un valore di 0,8104 registrando un incremento del 6,02%. Nel dicembre 2018, la Juventus fece il suo ingresso nell'indice FTSE MIB, principale indice azionario di Borsa Italiana che racchiude le società quotate che presentano i titoli più liquidi e più capitalizzati. Fu il primo caso di una società calcistica all'interno dell'indice FTSE MIB e, grazie all'arrivo di Ronaldo, il titolo ebbe una crescita incredibile tanto che nessun titolo dell'indice indicato presentò mai una crescita come quella della Juventus. Questa circostanza è indubbiamente legata all'acquisto di Ronaldo, basti pensare che a fine giugno 2018 il prezzo delle azioni era di 0,7 mentre 6 mesi dopo raggiunsero il valore di 1,81, un balzo del 91%⁷⁶. Ad un anno dal suo acquisto, il 10 luglio 2019 le azioni Juventus chiusero con un prezzo pari a 1,3971 ottenendo un incremento del 68,94% rispetto al 10 luglio 2018, quando il prezzo di chiusura del titolo fu 0,8270. Nello specifico l'andamento del titolo fu il seguente:

⁷⁵ Fonte: Il Sole 24 Ore, L'effetto Ronaldo sulle azioni Juve: in 3 giorni valore su di 70 milioni, 5 luglio 2018

⁷⁶ <https://www.tuttomercatoweb.com/serie-a/juve-in-serie-a-della-borsa-in-6-mesi-balzo-del-91-con-l-effetto-ronaldo-1197651>

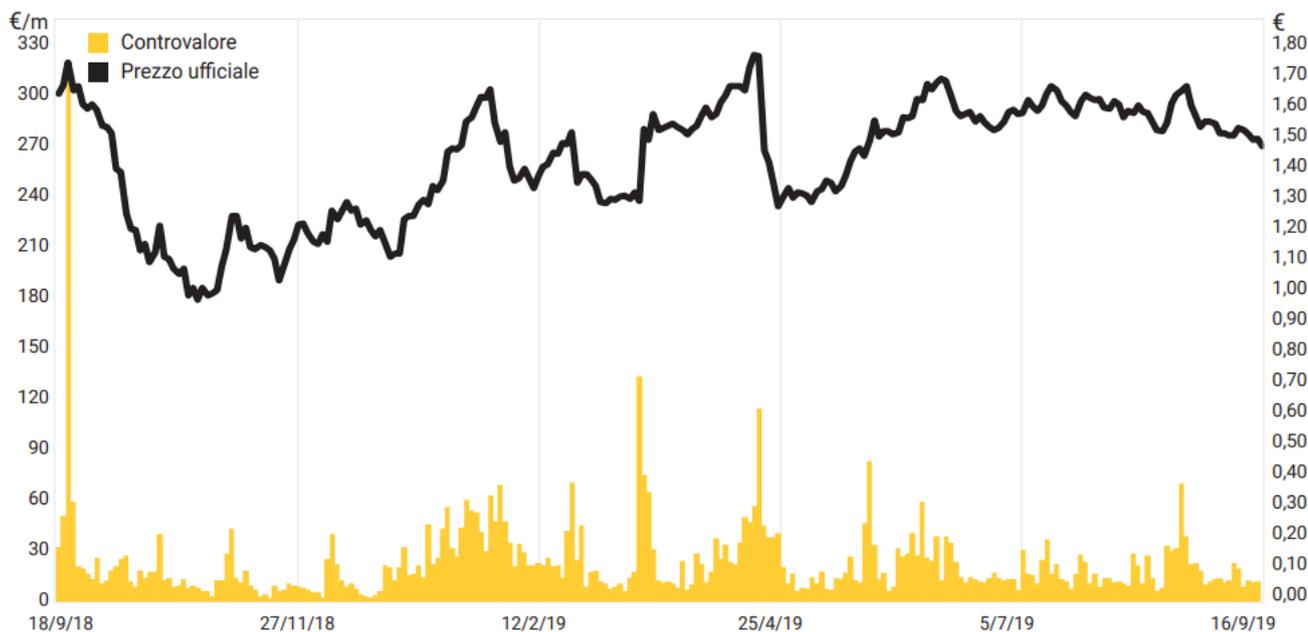


Figura 39⁷⁷

Cristiano Ronaldo, con la sua fama e visibilità, impatto notevolmente sul bilancio della società incidendo sui ricavi e i costi operativi. L'esercizio 2018/2019 chiude con ricavi pari a 621,5 milioni, in aumento del 23,1% rispetto ai 504,7% dell'esercizio precedente.

importi in milioni di Euro	Esercizio 2018/2019	%	Esercizio 2017/2018	%	Variazioni	%
Diritti radiotelevisivi e proventi media	206,7	33,2%	200,2	39,7%	6,5	+3,2%
Proventi da gestione diritti calciatori	157,2	25,3%	102,4	20,3%	54,8	+53,5%
Ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità	108,8	17,5%	86,9	17,2%	21,9	+25,2%
Ricavi da gare	70,7	11,4%	56,4	11,2%	14,3	+25,4%
Ricavi da vendite di prodotti e licenze	44,0	7,1%	27,8	5,5%	16,2	+58,3%
Altri ricavi	34,1	5,5%	31,0	6,1%	3,1	+10,0%
Totale	621,5	100%	504,7	100%	116,8	+23,1

Figura 40⁷⁸

Accanto all'incremento dei ricavi, nella stagione 2018/2019 si registrò anche un aumento dei costi operativi. I costi operativi, pari a 458,5 milioni, aumentarono del 19,6% rispetto al valore di 383,3 milioni relativo alla stagione 2017/2018.

⁷⁷ Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2019, Juventus FC SPA

⁷⁸ Ibidem

<i>importi in milioni di Euro</i>	Esercizio 2018/2019	%	Esercizio 2017/2018	%	Variazioni	
Personale tesserato	301,3	65,7%	233,3	60,9%	68,0	+29,1%
Servizi esterni	81,3	17,7%	79,2	20,7%	2,1	+2,7%
Altro personale	26,4	5,8%	25,7	6,7%	0,7	+2,7%
Acquisti di prodotti per la vendita	17,5	3,8%	11,5	3,0%	6,0	+52,2%
Oneri da gestione diritti calciatori	15,5	3,4%	20,1	5,2%	(4,6)	-22,9%
Acquisti di materiali, forniture e altri approvvigionamenti	3,8	0,8%	3,5	0,9%	0,3	+8,6%
Altri oneri	12,7	2,8%	10,0	2,6%	2,7	+27,0%
Totale	458,5	100%	383,3	100%	75,2	+19,6%

Figura 41⁷⁹

Analizzando, infine, il risultato netto dell'esercizio si nota che l'esercizio 2018/2019 chiuse con una perdita di 39,9 milioni, evidenziando una variazione negativa di 20,7 milioni rispetto alla perdita di 19,2 milioni dell'esercizio 2017/2018. La variazione negativa derivò in particolar modo da maggiori costi per il personale tesserato per 68 milioni, maggiori imposte per circa 4 milioni, maggiori ammortamenti e svalutazioni sui diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori per 41,5 milioni.

3.6 L'IMPATTO DEL CORONAVIRUS

La stagione calcistica 2019/2020 e la successiva 2020/2021 hanno risentito molto dello scoppio della pandemia da COVID-19. Il 9 marzo 2020 il premier Giuseppe Conte emanò un decreto che sancì l'inizio del periodo di lockdown, una misura restrittiva per cercare di contrastare la pandemia. Il calcio italiano si fermò, il campionato di Serie A fu sospeso da marzo a maggio per poi riprendere a giugno e luglio causando ingenti perdite per tutti i club. Si stimò una riduzione dei ricavi di circa 430 milioni. KPMG Football Benchmark pubblicò, ad inizio 2021, la quinta edizione di "The European Champions Report", rapporto basato sugli effetti a breve termine della pandemia da COVID-19. Lo studio prese in considerazione le performance finanziarie dei top club dei sei maggiori campionati europei, vale a dire Juventus, Real Madrid, Bayern Monaco, Porto, Liverpool e PSG. I sei club analizzati presentarono ricavi operativi in calo, in particolare il Porto che dovette far fronte ad una flessione del 50%; gli unici due club che chiusero il bilancio in positivo furono Real Madrid e Bayern Monaco. Molte partite furono cancellate oppure giocate a porte chiuse e ciò segnò un forte calo dei ricavi da gare e degli introiti da stadio, anche i ricavi da diritti televisivi diminuirono notevolmente per tutti i club analizzati. I club, per far fronte a questa situazione, cercarono di ridurre i costi relativi a staff e calciatori; Juventus e Bayern Monaco ci riuscirono grazie ad alcuni accordi stipulati con i giocatori tesserati. Aumentarono invece i costi per il Real Madrid del 4% e per il PSG di circa il 10% a causa degli elevati salari dei nuovi tesserati. Di seguito un grafico che rappresenta quanto appena spiegato.

⁷⁹ Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2019, Juventus FC SPA

Operating revenues overview (in EUR million)

Total operating revenues with breakdown (2019/20) and YoY decrease

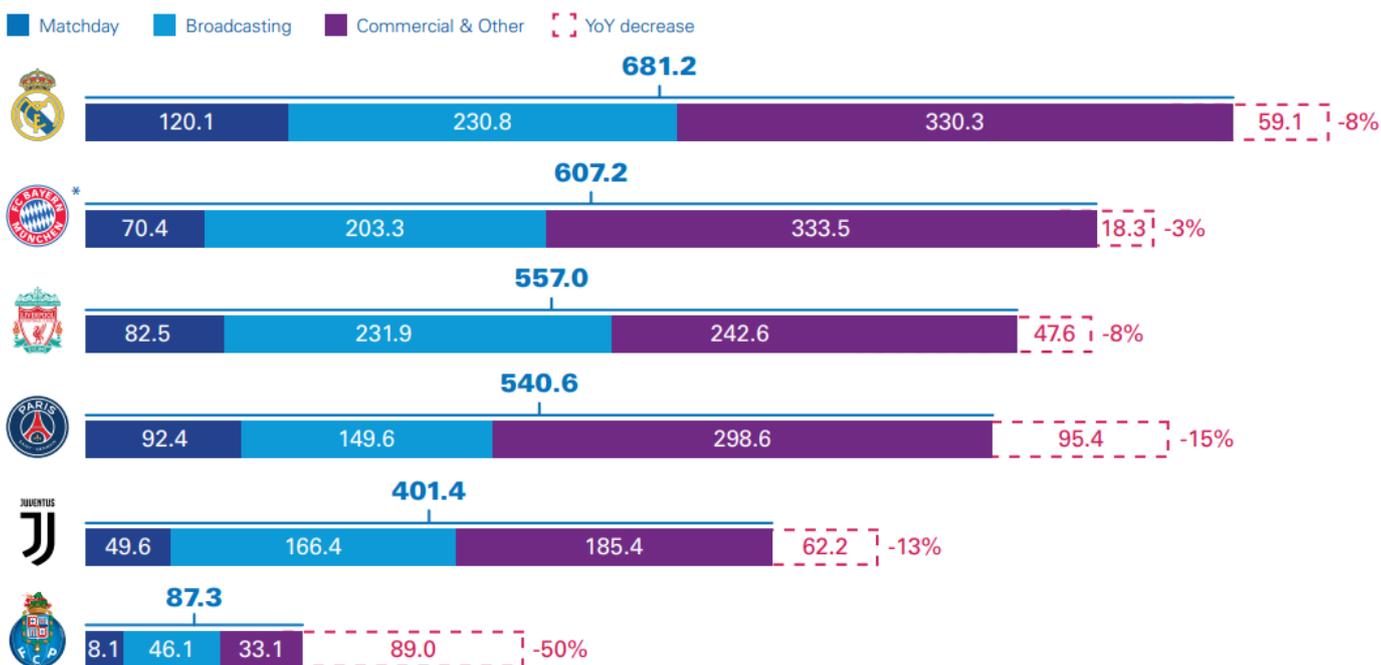


Figura 42⁸⁰

Spiegate le problematiche relative ai principali club europei, l'analisi si sofferma adesso sulla Juventus e sulle problematiche affrontate. La diffusione della pandemia da COVID-19 e le limitazioni imposte a tutela della salute pubblica influenzarono in maniera fortemente negativa i ricavi da stadio, come ad esempio i ricavi da biglietteria e da organizzazione degli eventi, ma anche le attività commerciali rivolte ai tifosi e il mercato dei diritti audiovisivi. Le misure restrittive adottate dall'Autorità pubblica non consentirono l'apertura al pubblico del museo e dei negozi, dal 9 marzo al 17 maggio 2020, generando un forte impatto sui ricavi da merchandising; inoltre non permisero di disputare partite con la presenza di pubblico e ciò comportò un conseguente calo dei ricavi da gare e il rimborso degli abbonamenti e dei biglietti venduti. Al fine di mitigare l'impatto economico-finanziario causato dalla sospensione dell'attività sportiva, la società raggiunse un'intesa con calciatori e allenatore per la riduzione dei loro compensi della stagione 2019/2020 di un importo pari alle mensilità di marzo, aprile, maggio e giugno generando effetti positivi per circa 90 milioni sull'esercizio 2019/2020. L'esercizio 2019/2020 chiuse con una perdita di 89,7 milioni, vale a dire una variazione negativa di 49,8 milioni rispetto alla perdita di 39,9 milioni dell'esercizio precedente. L'incremento della perdita derivò da minori ricavi operativi, maggiori oneri da gestione diritti calciatori, maggiori ammortamenti e svalutazioni sui diritti pluriennali alle prestazioni di calciatori; tali variazioni furono in parte compensate da minori costi per il personale tesserato. Nello specifico i ricavi nell'esercizio considerato furono pari a 573,4 milioni, in diminuzione del 7,7% rispetto ai 621,5 milioni dell'esercizio precedente. Come già spiegato in precedenza, le maggiori variazioni riguardarono i ricavi da gare e i ricavi da diritti radiotelevisivi e proventi media.

⁸⁰ Fonte: KPMG Football Benchmark

importi in milioni di Euro	Esercizio 2019/2020	%	Esercizio 2018/2019	%	Variazioni	%
Proventi da gestione diritti calciatori	172,0	30,0%	157,2	25,3%	14,8	9,4%
Diritti radiotelevisivi e proventi media	166,4	29,0%	206,7	33,2%	(40,3)	-19,5%
Ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità	129,6	22,6%	108,8	17,5%	20,8	19,1%
Ricavi da gare	49,2	8,6%	70,7	11,4%	(21,5)	-30,4%
Ricavi da vendite di prodotti e licenze	31,7	5,5%	44,0	7,1%	(12,3)	-28,0%
Altri ricavi	24,5	4,3%	34,1	5,5%	(9,6)	-28,2%
Totale ricavi e proventi	573,4	100%	621,5	100%	(48,1)	-7,7%

Figura 43⁸¹

Per quanto riguarda i costi, si registrò una diminuzione del 9,7% infatti dal valore di 458,5 milioni dell'esercizio 2018/2019 si passò al valore di 414,1 milioni dell'esercizio 2019/2020.

importi in milioni di Euro	Esercizio 2019/2020	%	Esercizio 2018/2019	%	Variazioni	%
Personale tesserato	259,2	62,6%	301,3	65,7%	(42,1)	-14,0%
Servizi esterni	71,2	17,2%	81,3	17,7%	(10,1)	-12,4%
Oneri da gestione diritti calciatori	31,1	7,5%	15,5	3,4%	15,6	100,6%
Altro personale	25,0	6,0%	26,4	5,8%	(1,4)	-5,3%
Acquisti di prodotti per la vendita	12,1	2,9%	17,5	3,8%	(5,4)	-30,9%
Acquisti di materiali, forniture e altri approvvigionamenti	3,2	0,8%	3,8	0,8%	(0,6)	-15,8%
Altri oneri	12,3	3,0%	12,7	2,8%	(0,4)	-3,1%
Totale costi e oneri	414,1	100%	458,5	100%	(44,4)	-9,7%

Figura 44⁸²

Il titolo Juventus in Borsa risentì della pandemia infatti ad inizio stagione il suo valore si presentò intorno a 1,4 per poi subire un tracollo nel periodo di marzo di circa il 50%. Da maggio il titolo riprese il suo trend crescente stabilizzandosi intorno al valore di 0,9.

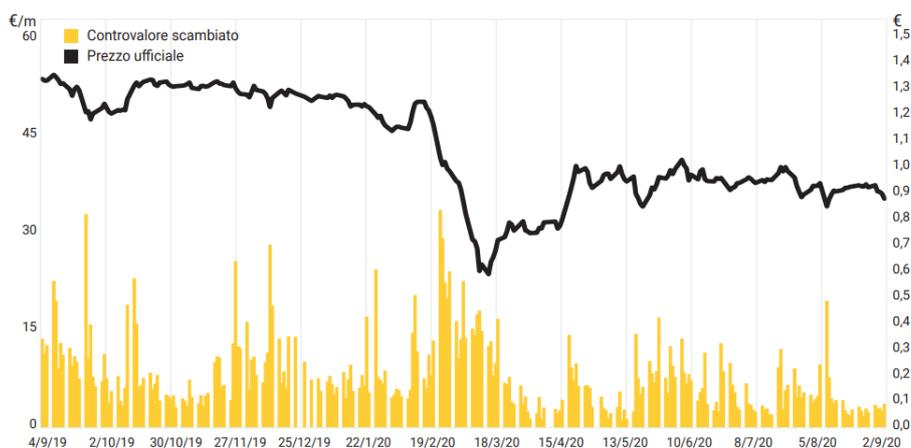


Figura 45⁸³

⁸¹ Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2020, Juventus FC SPA

⁸² Ibidem

⁸³ Ibidem

La stagione 2020/2021, così come la precedente stagione, fu altamente influenzata dalla pandemia tanto che molte restrizioni permasero generando effetti negativi sull'economia mondiale e sul settore calcio. Ad eccezione della gara disputata tra Juventus e Sampdoria il 20 settembre 2020, giocata all'Allianz Stadium con la presenza del pubblico, le misure restrittive applicate non consentirono lo svolgimento di partite con la presenza del pubblico con conseguente azzeramento dei ricavi da gare. Le misure di contenimento della pandemia, poste in essere con il DPCM del 3 novembre 2020, comportarono la chiusura al pubblico del J Museum e dei negozi con impatto negativo sui ricavi da visitatori e da merchandising. I risultati dell'esercizio 2020/2021 furono disastrosi con una perdita di 209,9 milioni di euro a differenza della perdita di 89,7 milioni della stagione precedente. L'incremento della perdita fu dovuto a minori ricavi da gare, da vendite di prodotti e licenze e da minori proventi da gestione diritti da calciatori. Gli effetti negativi indicati furono compensati da maggiori proventi da diritti radiotelevisivi. Si segnalò, inoltre, un andamento positivo dei ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità, in incremento rispetto all'esercizio precedente. I ricavi dell'esercizio 2020/2021 raggiunsero il valore di 480,7 milioni, in calo del 16,2% rispetto al valore registrato nell'esercizio precedente. Causa principale, il crollo dell'84,3% dei ricavi da gare.

importi in milioni di Euro	Esercizio 2020/2021	%	Esercizio 2019/2020 ^a	%	Variazioni	%
Diritti radiotelevisivi e proventi media	253,3	48,9%	166,4	29,0%	68,9	41,4%
Ricavi da sponsorizzazioni e pubblicità	145,9	30,4%	129,6	22,6%	16,3	12,6%
Proventi da gestione diritti calciatori	43,2	9,0%	172,0	30,0%	(128,8)	-74,9%
Ricavi da vendite di prodotti e licenze	25,3	5,3%	31,7	5,5%	(6,4)	-20,2%
Ricavi da gare	7,7	1,6%	49,2	8,6%	(41,5)	-84,3%
Altri ricavi	23,3	4,8%	24,5	4,3%	(1,2)	-4,9%
Totale ricavi e proventi	480,7	100%	573,4	100%	(92,7)	-16,3%

Figura 46⁸⁴

Accanto alla riduzione dei ricavi, si registrò un incremento dell'8,5% dei costi operativi che furono complessivamente pari a 449,3 milioni.

importi in milioni di Euro	Esercizio 2020/2021	%	Esercizio 2019/2020 ^a	%	Variazioni	%
Personale tesserato	298,2	66,4%	259,2	62,6%	39,0	15,0%
Servizi esterni	63,6	14,2%	71,2	17,2%	(7,6)	-10,7%
Oneri da gestione diritti calciatori	37,3	8,3%	31,1	7,5%	6,2	19,9%
Altro personale	24,7	5,5%	25,0	6,0%	(0,3)	-1,2%
Acquisti di prodotti per la vendita	11,8	2,6%	12,1	2,9%	(0,3)	-2,5%
Acquisti di materiali, forniture e altri approvvigionamenti	4,1	0,9%	3,2	0,8%	0,9	28,1%
Altri oneri	9,6	2,1%	12,3	3,0%	(2,7)	-22,0%
Totale costi e oneri	449,3	100%	414,1	100%	35,2	8,5%

Figura 47⁸⁵

⁸⁴ Fonte: Relazione Finanziaria Annuale Consolidata al 30 giugno 2021, Juventus FC SPA

⁸⁵ Ibidem

In conclusione, nell'esercizio analizzato, il titolo azionario ha mantenuto un andamento stabile senza particolari trend come invece accadde nell'esercizio precedente.

Una data da ricordare, che fa riferimento al periodo pandemico, è il 13 marzo 2020 quando il titolo Juventus chiuse la sua permanenza nell'indice FTSE MIB per poi retrocedere nell'indice secondario Mid Cap. Di seguito una tabella che mostra le principali variazioni del prezzo del titolo durante il periodo pandemico.

DATA	EVENTO	VALORE TITOLO PRE EVENTO	VALORE TITOLO POST EVENTO	VARIAZIONE VALORE TITOLO
10/03/2020	Giorno seguente la disposizione di lockdown in Italia	0,7018	0,6838	-2,56%
12/03/2020	Giorno seguente la sospensione del campionato di serie A 2019/2020	0,6644	0,5450	-17,97%
26/10/2020	Entra in vigore il DPCM che sancisce la chiusura degli stadi in Italia	0,6154	0,6103	-0,83%
03/11/2020	Entra in vigore il DPCM che sancisce la chiusura al pubblico del J Museum	0,6013	0,6006	-0,12%

Tabella 5⁸⁶

3.7 AUMENTI DI CAPITALE E PROSPETTIVE FUTURE

La gestione societaria della Juventus negli ultimi anni è stata influenzata da una molteplicità di fattori e da varie problematiche che hanno gravato fortemente sui suoi ultimi bilanci. Accanto alle problematiche economico-finanziarie, dal punto di vista sportivo la Juventus, dopo nove anni di dominio incontrastato, ha iniziato una piccola fase di declino. Nonostante tutto, nelle ultime due stagioni (2020/2021 e 2021/2022) la Juventus è comunque riuscita a centrare l'obiettivo minimo, ossia la qualificazione alla Champions League. Il declino della Juventus probabilmente iniziò nel corso della stagione 2018/2019, con la risoluzione consensuale

⁸⁶ Fonte: Elaborazione personale basata sui dati di investing.com

del contratto dell'amministratore delegato Giuseppe Marotta. L'ex AD della Juventus regalò colpi incredibili, come l'acquisto a parametro zero di Andrea Pirlo e Paul Pogba ma anche colpi inaspettati come l'acquisto di Dani Alves e Gonzalo Higuain, strappato quest'ultimo al Napoli per la cifra di 94 milioni. Nel 2018, con l'acquisto di Ronaldo, la Juventus raggiunse l'apice del successo sportivo e societario e l'obiettivo principale era quello di affermarsi anche a livello internazionale. In seguito ai grandi acquisti, come si evince dalle relazioni finanziarie della società, il livello di indebitamento aumentò profondamente e, di pari passo, anche i costi operativi. Al 30 giugno 2019 l'indebitamento finanziario netto ammontò a 463,5 milioni, con un incremento di 153,7 milioni rispetto al dato riportato al 30 giugno 2018, determinato in particolare dagli esborsi legati alla campagna trasferimenti, dai flussi negativi della gestione operativa e dai flussi delle attività finanziarie.

importi in milioni di Euro	30/06/2019			30/06/2018		
	Corrente	Non corrente	Totale	Corrente	Non corrente	Totale
Attività finanziarie ^(a)	-	-	-	-	4,1	4,1
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	9,7	-	9,7	15,3	-	15,3
Totale attività finanziarie	9,7	-	9,7	15,3	4,1	19,4
Debiti finanziari						
- verso obbligazionisti	(2,1) ^(b)	(173,1)	(175,3)	-	-	-
- verso Istituto per il Credito Sportivo	(6,5)	(24,4)	(30,8)	(6,2)	(30,8)	(37,0)
- verso banche	(32,5)	(54,8)	(87,3)	(46,1)	(136,0)	(182,1)
- verso società di factoring	(0,7)	(179,1)	(179,8)	(0,1)	(110,0)	(110,1)
Totale passività finanziarie	(41,8)	(431,4)	(473,2)	(52,4)	(276,8)	(329,2)
Indebitamento finanziario netto	(32,1)	(431,4)	(463,5)	(37,1)	(272,7)	(309,8)
% di copertura	6,9%	93,1%	100%	12,0%	88,0%	100%

Figura 48⁸⁷

Le perdite registrate in bilancio e l'incremento dei costi operativi spinsero la società alla predisposizione di un piano quadriennale di sviluppo per gli esercizi dal 2019/2020 al 2023/2024. Il piano mirò al consolidamento da un punto di vista economico-finanziario, all'incremento dei ricavi e al mantenimento della competitività dal punto di vista sportivo. Il 26 novembre 2019 il Consiglio di Amministrazione della Juventus deliberò l'aumento di capitale sociale fissando le condizioni dell'aumento e il calendario dell'offerta in opzione delle nuove azioni. L'aumento di capitale fu garantito da un consorzio di garanzia costituito da un pool di quattro banche che si impegnarono a sottoscrivere le azioni ordinarie Juventus di nuova emissione. In occasione dell'aumento di capitale furono emesse 322.485.328 azioni ordinarie, prive di valore nominale espresso, che avevano le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie Juventus. Furono emesse al prezzo di sottoscrizione di 0,93 per ciascuna nuova azione. Nel periodo di offerta in opzione, dal 2 dicembre 2019 al 18 dicembre 2019, furono sottoscritte 314.541.184 nuove azioni, vale a dire il 97,54% del totale delle azioni; il 2 gennaio 2020 furono sottoscritte le rimanenti 7.944.144 azioni ordinarie. Terminata l'integrale sottoscrizione dell'offerta, il

⁸⁷ Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2019, Juventus FC SPA

nuovo capitale sociale della Juventus raggiunse il valore di 11.406.986,56 rappresentato da 1.330.251.998 azioni ordinarie. Il Patrimonio netto subì una variazione in aumento di circa il 665,63%. Nello specifico segue la composizione integrale del Patrimonio netto.

<i>importi in Euro</i>	Nota	30/06/2020	30/06/2019	Variazioni
Patrimonio netto				
Capitale sociale		11.406.987	8.182.133	3.224.854
Riserva da sovrapprezzo azioni		317.237.154	34.310.104	282.927.050
Riserva legale		1.636.427	1.636.427	-
Riserva da cash flow hedge		(53.982)	(57.750)	3.768
Riserva da <i>fair value</i> attività finanziarie		(1.339.893)	(995.662)	(344.231)
Utili portati a nuovo		-	28.063.254	(28.063.254)
Perdita dell'esercizio		(89.682.106)	(39.895.794)	(49.786.312)
Totale patrimonio netto	23	239.204.587	31.242.712	207.961.875

Figura 49⁸⁸

L'aumento di capitale del 2019 non portò, nel breve termine, ai risultati sperati anche a causa dello scoppio della pandemia; infatti, come già riportato in questo capitolo, la Juventus chiuse i bilanci 2019/2020 e 2020/2021 in rosso, rispettivamente le perdite furono di 89,7 e 209,9 milioni. L'aggravarsi della situazione economica spinse la società a revisionare il Piano di sviluppo e, in quell'occasione, definì le linee guida di un rafforzamento patrimoniale mediante aumento di capitale fino ad un massimo di 400 milioni. Rispetto ai dati previsti nel Piano, le stime esaminate dal CDA quantificarono pari a 320 milioni gli effetti complessivi diretti e indiretti per il periodo compreso tra marzo 2020 e giugno 2022. La società confermò gli obiettivi di equilibrio economico-finanziario post pandemia e continuò a monitorare l'evolversi della situazione connessa alla pandemia. A tal proposito, l'operazione di rafforzamento patrimoniale tramite aumento di capitale si andò ad inserire nel contesto delle misure atte a far fronte ai rilevanti impatti economico-patrimoniali da COVID-19 e a contribuire all'equilibrio delle fonti di finanziamento. Il 30 giugno 2021 il CDA della Juventus nominò Maurizio Arrivabene attribuendogli deleghe per la gestione dell'Area Football. In data 25 agosto 2021 il Consiglio di Amministrazione della Juventus approvò la proposta di aumento del capitale e l'azionista di maggioranza Exor N.V. (che detiene il 63,8% del capitale sociale della Juventus) esprime il proprio sostegno all'operazione impegnandosi a sottoscrivere la porzione di aumento del capitale di propria pertinenza. Il 22 novembre 2021 furono approvate dal CDA bianconero le condizioni definitive dell'aumento di capitale e il calendario dell'offerta in opzione delle nuove azioni. Il periodo di offerta in opzione iniziò il 29 novembre 2021 e si concluse il 16 dicembre 2021 e, durante tale periodo, furono esercitati 1.220.551.340 diritti di opzione per la sottoscrizione di 1.098.496.206 nuove azioni, pari al 91,75% del totale delle nuove azioni offerte, con un prezzo di sottoscrizioni per azione di 0,334 euro⁸⁹. Il 21 dicembre 2021, in seguito alla vendita nel corso della prima seduta di Borsa, furono sottoscritte 80.204.733 azioni e il totale delle nuove azioni

⁸⁸ Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2020, Juventus FC SPA

⁸⁹ Nota Informativa 24 novembre 2021, Juventus FC SPA

sottoscritte raggiunte il 98,45% delle nuove azioni offerte nell'aumento di capitale. Grazie all'aumento di capitale, che in parte però fu compensato dalla pesante perdita di esercizio, al 30 giugno 2022 il Patrimonio netto ammontò a 164,7 milioni in aumento rispetto al valore di 8,7 milioni dell'esercizio precedente. A contribuire all'incremento fu anche la movimentazione della riserva da fair value di attività finanziarie.

<i>importi in Euro</i>	Nota	30/06/2022 <i>riesposto</i>	30/06/2021 <i>riesposto</i>	01/07/2022 <i>riesposto</i>
Patrimonio netto				
Capitale sociale		23.379.254	11.406.987	11.406.987
Riserva da sovrapprezzo azioni		399.869.675	227.555.047	317.237.154
Riserva legale		1.636.427	1.636.427	1.636.427
Riserva da <i>cash flow hedge</i>		(50.283)	(55.052)	(53.982)
Riserva da <i>fair value</i> attività finanziarie		(699.469)	(2.202.264)	(1.339.893)
Altre riserve		(388.572)	(16.891)	-
Utile (Perdite) a nuovo		(19.781.547)	(2.853.502)	-
Perdita del periodo		(239.257.714)	(226.813.477)	(92.535.608)
Totale patrimonio netto	24	164.707.771	8.657.275	236.351.085

Figura 50⁹⁰

L'esercizio 2021/2022 chiuse con una perdita d'esercizio di 239,3 milioni di euro dovuto ad una riduzione dei ricavi, originata da minori diritti audiovisivi e proventi media. La risposta del mercato all'aumento del capitale non fu delle migliori, considerando che avvenne in concomitanza con l'indagine della Procura di Torino relativa a plusvalenze fittizie iscritte a bilancio. Il titolo, quindi, risentì di entrambi gli eventi aprendo il 17 dicembre in calo dell'8,35% e registrando ulteriori perdite nei giorni seguenti. Al termine dell'operazione di aumento di capitale e con la conseguente pubblicazione dei risultati il titolo ritornò a salire. L'iniziativa della Juventus garantì un'elevata liquidità alla società che, tuttavia, non verrà utilizzata per la campagna trasferimenti come indicato nella Nota Informativa del 24 novembre 2021. Nello specifico, 75 milioni furono versati ad Exor, 5 milioni destinati ai costi di servizio, 145 milioni destinati alla copertura del fabbisogno finanziario per i successivi dodici mesi e 175 milioni necessari al finanziamento delle azioni previste dal Piano di sviluppo. In seguito all'aumento di capitale, la Juventus si ritrovò in una fase particolare e delicata del suo percorso e, a tal proposito, Arrivabene in un'intervista dichiarò che l'aumento di capitale avrebbe garantito una maggiore stabilità ai conti della squadra e chiarì che sul mercato non ci sarebbero stati "colpi di teatro"⁹¹. L'aumento di capitale consentì alla società di migliorare il suo indice di liquidità, calcolabile come rapporto tra attività correnti e passività correnti, considerando che la FIGC nella stagione 2020/2021 fissò pari a 0,8 il valore dell'indice che invece nella stagione precedente era di 0,7. Le parole di Arrivabene nell'intervista furono da subito tradite; la Juventus, infatti, nella campagna trasferimenti invernale del 2022, spese ben 70 milioni di euro acquistando a titolo definitivo Dusan Vlahovic e garantendo, in seguito all'acquisto, un incremento del titolo Juventus dell'1,1%. Un altro obiettivo che si pose il club fu la riduzione del monte ingaggi

⁹⁰ Fonte: Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2022, Juventus FC SPA

⁹¹ Rai Sport "Arrivabene: L'aumento di capitale è per la stabilità, non per il mercato", 18 dicembre 2021

e la valorizzazione della Juventus U23, poi chiamata Juventus Next Gen, ossia la seconda squadra della Juventus che dal 2018 milita in Serie C. L'investimento sta portando i suoi frutti considerando che 5 giocatori provenienti dalla Next Gen sono stati inseriti in pianta stabile in prima squadra nella stagione corrente. Il modello di crescita sostenibile della Juventus sarà quindi guidato da alcuni obiettivi principali: valorizzazione del progetto Juventus Next Gen; incremento della visibilità del brand a livello internazionale; approccio strategico al mercato; riduzione dei costi operativi.

3.8 L'INCHIESTA PRISMA

Negli ultimi mesi si è sentito spesso parlare dell'inchiesta "Prisma", un nuovo scandalo animato molto dal "sentimento popolare" e che vede come principale protagonista la Juventus. Molti sostenitori bianconeri ritornano con la mente al 2006 quando scoppiò lo scandalo Calciopoli e per molti la stagione in corso sarebbe falsata a causa di penalizzazioni inflitte durante lo svolgimento del campionato e per un processo che, probabilmente, avrà il suo epilogo non prima di tre anni. Nel corso del 2021, quando vengono perquisite le sedi della Juventus da parte della Guardia di Finanza, si apre ufficialmente l'inchiesta Prisma con al vertice tre magistrati: Ciro Santoriello, Mario Bondoni e Marco Gianoglio⁹². I filoni dell'inchiesta sono due: il primo relativo alle plusvalenze fittizie iscritte in bilancio e il secondo relativo alla manovra stipendi; le ipotesi di reato sarebbero: false comunicazioni societarie ed emissione di fatture per operazioni inesistenti. Inizialmente, i principali indagati sono il presidente Andrea Agnelli, il vicepresidente Pavel Nedved, l'ex direttore sportivo Fabio Paratici e altri soggetti tra cui Re, Bertola e Cerrato. Il 23 marzo 2022, in base a quanto indicato nella Relazione Annuale al 30 Giugno 2022 della Juventus FC SPA, la Procura di Torino avvia altre perquisizioni presso le sedi della Juventus alla ricerca di scritture private tra società e calciatori relative alle retribuzioni di questi ultimi nel periodo COVID. Sotto osservazione finiscono tre bilanci della Juventus relativi alle stagioni 2019/2020, 2020/2021 e 2021/2022. Intanto si avvia anche l'iter della giustizia sportiva e la Procura Federale deferisce 11 club, tra cui la Juventus, colpevoli di aver contabilizzato plusvalenze per valori eccedenti rispetto a quelli consentiti. I club saranno successivamente prosciolti a fine aprile poiché viene stabilito dal Tribunale federale che non esiste un metodo oggettivo ed unico per stabilire il valore di un giocatore. Il 24 ottobre 2022 la Procura di Torino notifica alla Juventus l'avviso di conclusione delle indagini preliminari; l'Autorità Giudiziaria di Torino ha ipotizzato nei confronti delle persone fisiche reati per la violazioni dell'art.2622 cc (false comunicazioni sociali) e dell'art.2638 cc (ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza, in questo caso CONSOB) mentre la società risulta indagata per la violazione degli artt.5, 25-ter, 25-sexies e 25-quinquiesdecies del decreto legislativo 231/2001. Il giorno seguente il titolo Juventus aprirà in negativo con una percentuale di -0,48% rispetto alla chiusura precedente. Giorno cruciale è certamente il 28 novembre 2022 quando giunge la notizia delle dimissioni di Andrea Agnelli, presidente della Juventus per dodici anni, e di tutto il CDA bianconero. La notizia non passa di certo inosservata, sul web inizia spopolare

⁹² Per maggiori dettagli sulle tappe dell'inchiesta si rimanda al seguente link <https://sport.sky.it/calcio/serie-a/juventus-plusvalenze-inchiesta-prisma#27>

la notizia così come i giornali nella mattina seguente; per quanto riguarda il titolo Juventus, la mattina del 29 novembre aprirà con un valore di 0,2532 registrando un calo del -9,44%. Qualche giorno dopo, il 1 dicembre 2022, anche la UEFA decide di aprire un'indagine nei confronti della Juventus per potenziali violazioni delle norme che regolano il fair play finanziario. Il 22 dicembre 2022, in seguito alle notizie emerse dalle carte della Procura di Torino, il Procuratore Federale decide di riaprire il processo plusvalenze ritenendo che vi fosse l'esistenza di nuovi ed importanti documenti in grado di poter revocare la sentenza precedente in cui tutti i club furono assolti. La procedura certamente lascia increduli non solo i principali esponenti della Juventus ma anche tutti coloro che hanno almeno una minima conoscenza del diritto in quanto la richiesta, poi accolta, del Procuratore rappresenta una violazione dell'art.649 del codice di procedura penale che sancisce il principio del "ne bis in idem" secondo cui non può essere giudicato un soggetto per due o più volte per lo stesso fatto. Basta questo per far comprendere che sia un'accusa basata più sul sentimento popolare piuttosto che sulle norme giuridiche dell'ordinamento del nostro Paese. Il 18 gennaio 2023 viene nominato il nuovo CDA bianconero e la nomina di Ferrero come presidente della Juventus e di Scanavino che assume l'incarico sia di amministratore delegato sia di direttore generale del club. La nomina darà una piccola spinta al titolo che aprirà con un aumento di 0,12%. Due giorni dopo si tiene il processo e la Corte Federale, riscontrando la violazione degli artt. 4 e 31 del CGS, dispone la sanzione di 15 punti di penalizzazione per la Juventus da scontare nella stagione corrente. La decisione provoca un crollo in Borsa della Juventus con un calo del valore del titolo dell'11,5%. Imminenti le reazioni dei sostenitori bianconeri che hanno gridato allo scandalo dal momento che tra le società indagate l'unica penalizzata è stata la Juventus; per molti altri si tratta di un procedimento inammissibile considerando che non esistono norme relative alle plusvalenze quindi in molti si domandano come sia possibile l'accusa di plusvalenze fittizie se non esistono regole che le disciplinano. Il 30 gennaio la Corte pubblica le motivazioni della sentenza mentre il 28 febbraio la Juventus provvede a presentare il ricorso al CONI, facendo registrare un incremento del titolo pari a +0,328%. Il ricorso della Juventus è basato su quattro pilastri:

- Assenza di una legge che regoli le plusvalenze quindi non esiste una norma che spieghi la punizione inflitta alla Juventus;
- Assenza di "fatti nuovi" poiché, quando era stato emesso il primo verdetto in cui il club non veniva giudicato colpevole, la Procura Federale era a conoscenza delle perquisizioni attuate dalla Procura di Torino;
- Cambio del capo di imputazione poiché si è giunti ad una condanna non correlata con l'atto di deferimento in quanto la Juventus è stata deferita per violazione dell'art.31 del CGS e condannata per violazione dell'art.4 del CGS;
- Assenza di un sistema fraudolento e di un vantaggio sportivo dal momento che le plusvalenze contestate rappresentano solo il 3,6% dei ricavi totali⁹³.

⁹³https://www.lastampa.it/sport/calcio/2023/02/28/news/plusvalenze_la_juventus_presenta_ricorso_al_collegio_di_garanzia_contro_la_penalizzazione-12668676/

Il 7 marzo 2023 la Juventus ottiene un'importante vittoria poiché il TAR del Lazio accoglie il ricorso di Cherubini e Paratici, obbligando la Covisoc e la FIGC a consegnare alle difese la nota 10940 del 21 aprile 2021 tenuta fino a quel momento segreta. L'insistenza di Gravina, presidente della FIGC, e di Chiné, Procuratore Federale, a voler mantenere segreta quella carta ha fatto crescere altamente i sospetti tanto da far intervenire anche il ministro Abodi, il quale chiedeva una maggiore trasparenza sul caso in questione. Nella nota in questione, la Covisoc chiedeva alla Procura Federale determinate interpretazioni in merito al caso plusvalenze dunque secondo la difesa del club bianconero, che utilizzerà la nota a sua difesa in occasione della sentenza del CONI il 19 aprile 2023, quella nota potrebbe portare all'annullamento del procedimento per decorrenza dei termini. Anche il titolo in Borsa riesce a beneficiarne della situazione registrando nella giornata del 7 marzo un incremento del +0,91% e il giorno seguente un ulteriore incremento pari al +5,41%. In merito alle note Covisoc un giorno importante è sicuramente il 4 aprile quando la Juventus incassa un punto importante nella vicenda legata alle plusvalenze poiché il Consiglio di Stato respinge il ricorso della Federcalcio sulle carte segrete così, in seguito a questa decisione, i legali della Juventus potranno inserire questi documenti nel ricorso al CONI. La decisione rappresenta per Gravina e Chiné un duro colpo nel percorso giudiziario legato alla Juventus. Quanto stabilito è un importante punto a favore della Juventus poiché spiega come sia stato violato il diritto alla difesa e al contraddittorio della Juventus dato che al club non sono stati forniti i documenti richiesti, ritenuti fondamentali per il buon esito del giudizio sulle plusvalenze. I documenti in questione ricordiamo che sono uno scambio di carte tra Covisoc e Procura Federale e questo potrebbe dimostrare che le indagini sulla Juventus e il relativo procedimento siano iniziati prima del termine indicato nell'atto di riferimento. Importante balzo del titolo Juventus in Borsa infatti il giorno 4 aprile il titolo, in seguito alla decisione, registra un incremento dell'1,94% passando dal valore di apertura di 0,3394 al valore di chiusura di 0,345. Il giorno seguente il titolo apre con un valore di 0,3478 registrando un ulteriore incremento di 0,81% rispetto alla chiusura precedente. Alla sentenza del 19 aprile 2023 la Juventus arriva nel migliore dei modi in particolare dal punto di vista azionario in quanto il giorno precedente, 18 aprile, le azioni registrano un +3,95%. La Corte Federale decide di non costituire presso il CONI quindi l'accusa viene rappresentata dal Procuratore Generale Ugo Taucer il quale richiede un rinvio al giudizio ammettendo la presenza di errori nella sanzione comminata alla Juventus⁹⁴. Per l'esito finale bisognerà attendere il 20 aprile quando il Collegio di Garanzia emana la sentenza dichiarando accolto il ricorso della Juventus per il caso plusvalenze con gli atti che verranno rinviati alla Federcalcio per un nuovo giudizio. La penalizzazione viene momentaneamente cancellata in attesa di un nuovo giudizio. Il giorno 20 aprile le azioni della Juventus registrano un nuovo incremento positivo infatti il titolo chiude a +1,06% mentre il giorno successivo alla sentenza il valore delle azioni all'apertura è di 0,3778 in aumento del 4,42% rispetto all'ultima chiusura quando il valore era di 0,3618.

⁹⁴ <https://sport.sky.it/calcio/serie-a/2023/04/20/juve-sentenza-ricorso-oggi-news>

All'interno dell'inchiesta Prisma bisogna segnalare un altro scandalo che ha coinvolto il pubblico ministero della Procura di Torino dr.Ciro Santoriello. Nel mese di febbraio diventa virale sul web un video di Santoriello in cui egli si professa tifosissimo del Napoli e non nasconde la sua avversione nei confronti della Juventus in quanto dichiara addirittura di odiarla e di essere un pubblico ministero antijuventino⁹⁵. Considerando che Santoriello è a capo dell'inchiesta Prisma, si è scatenata nei giorni seguenti la bufera sui social con molte persone che accusavano il pm di non essere la persona adatta a poter giudicare la Juventus. Sul caso interviene ancora il ministro Abodi il quale, con un tweet breve e conciso, dichiara di aver visto e segnalato il video lasciando immaginare un possibile intervento anche della politica sul caso Juventus. Il 22 marzo Santoriello dichiara di astenersi nel processo di accusa nei confronti della Juventus, decisione presa in seguito alle varie proteste sorte. Anche in questo caso ne beneficia il titolo della società con un'apertura positiva in Borsa passando dal valore di 0,3320 a 0,3350, incremento quasi dell'1%.

Il 27 marzo ha luogo l'udienza preliminare in cui il GUP Marco Picco si sarebbe dovuto esprimere sulla richiesta di rinvio a giudizio per la Juventus e in merito alla competenza territoriale. La Juventus aveva l'obiettivo di trasferire il luogo di giurisdizione legale da Torino a Milano o Roma. La scelta della giurisdizione territoriale era una decisione di grande importanza poiché il reato di manipolazione del mercato, di cui la Juventus era accusata, si sarebbe verificato a Milano, dove è situata la Borsa Italiana, oppure a Roma, dove sono collocati i server di Borsa. L'udienza termina dopo circa 45 minuti e viene rinviata al 10 maggio; ciò lascia intuire come l'inchiesta Prisma andrà a protrarsi negli anni. Il giorno dell'udienza la Juventus, dal punto di vista finanziario, parte bene registrando una crescita nel suo titolo di circa lo 0,97% con un valore di 0,3128 rispetto al valore precedente di 0,3098. I giorni antecedenti l'udienza sono stati alquanto tormentati a causa di alcune fake news emerse sui social secondo cui Paulo Dybala e Cristiano Ronaldo, due ex giocatori della Juventus, avrebbero ricorso alla giustizia e fatto causa alla Juventus che doveva corrispondere loro ancora parte degli stipendi. Il tutto si conclude con un nulla di fatto in quanto la mattina dell'udienza gli avvocati dei due calciatori non sono presenti. La CONSOB e la CODACONS si sono costituite parte civile mentre non sono presenti l'Agenzia delle Entrate e, a sorpresa, la FIGC. L'assenza della FIGC provoca lo stupore generale dal momento che il massimo organo istituzionale calcistico ha deciso di non presenziare come organo costituente la parte civile, lasciando comprendere la sua debolezza e subendo un forte danno di immagine.

Si tratta ad ogni modo di un'inchiesta che presenta varie contraddizioni e che potrebbe portare ad una profonda riforma del calcio italiano. Stupisce e preoccupa l'insistenza di molti organi di informazione che, pur di riempire pagine di giornale, pubblicano atti di indagine coperti da segreto istruttorio oppure intercettazioni telefoniche che non abbiano un filo logico. Altra cosa inspiegabile è il lavoro in un'unica direzione dato che nel processo plusvalenze unica Procura ad indagare è quella di Torino come se le plusvalenze fossero iscritte esclusivamente nei bilanci del club bianconero. Ultima grande contraddizione da delineare è quella emersa

⁹⁵ https://www.tuttosport.com/news/calcio/serie-a/juventus/2023/02/07-103250772/santoriello_e_l_odio_juve_interviene_abodi_le_parole_del_ministro_dello_sport

dall'accusa della Corte Federale che punisce la Juventus per aver creato un vero e proprio sistema fraudolento ma, in base alla disparità di trattamento tra la Juventus e tutti gli altri club coinvolti, sembra che la Juventus abbia creato questo sistema da sola. Nella realtà è difficile che una squadra possa creare un sistema da sola o che le plusvalenze riguardino un'unica squadra. Nel linguaggio economico, la plusvalenza è l'incremento di valore dato dalla differenza positiva tra due valori di uno stesso bene riferiti a periodi di tempo differenti; pertanto è comprensibile che nel settore sportivo per generare una plusvalenza siano necessari almeno due club.

CONCLUSIONI

Il presente elaborato cerca di evidenziare l'importanza, dal punto di vista economico-finanziario, del settore calcistico. In particolare, dopo il primo capitolo che affronta la quotazione in Borsa dal punto di vista teorico, viene fornito un quadro generale delle società calcistiche che decidono di quotare in Borsa le proprie azioni con un focus principale sulla Juventus FC, società calcistica italiana all'avanguardia e al passo con le sfide contemporanee.

Nel corso degli anni, i costi di gestione dell'attività calcistica sono cresciuti enormemente e, di pari passo, anche il livello di indebitamento delle società. Le perdite di bilancio, accanto alla volontà dei club calcistici di consacrarsi come vere e proprie football company, hanno indotto alcune società a ricercare risorse finanziarie sui mercati azionari. Dalle analisi condotte emerge che la scelta di quotarsi in Borsa possa comportare diversi vantaggi per le società sportive, tra cui l'accesso a maggiori fonti di finanziamento, una maggiore trasparenza e visibilità a livello internazionale, nonché la possibilità di incentivare la partecipazione e l'engagement dei propri tifosi tramite l'acquisto di azioni. Allo stesso tempo, però, bisogna sottolineare che la quotazione in Borsa comporta anche rischi e criticità, tra cui la necessità di rispettare gli obblighi di trasparenza e di rendicontazione; inoltre la quotazione espone le società calcistiche ad oscillazioni di mercato e rischi legati alla performance sportiva che possono influenzare l'andamento del titolo. Le società devono essere in grado di gestire i rischi connessi alla gestione delle attività in Borsa, ad esempio l'instabilità e la volatilità del mercato, tramite una comunicazione efficace ed una gestione finanziaria attenta che possano mitigare gli impatti negativi degli effetti esterni sull'andamento del titolo in Borsa. L'analisi del caso Juventus lascia comprendere come il titolo sia influenzato non solo dalle decisioni interne della società ma anche da alcune scelte esterne, come le decisioni politiche (caso Calciopoli e inchiesta Prisma).

L'elaborato, soprattutto, ha come obiettivo principale quello di mostrare come, nella maggiore dei casi, le società abbiano utilizzato le risorse reperite in Borsa per riuscire a riequilibrare la struttura patrimoniale e per ridurre il livello di indebitamento piuttosto che per finanziare progetti di investimento che riescano a generare fonti di reddito crescenti da reinvestire. In aggiunta, i bilanci in perdita e l'elevata volatilità dei titoli hanno contribuito ad alimentare le preoccupazioni degli investitori.

Analizzando le performances in Borsa delle società calcistiche in Italia, dal momento dell'IPO fino ad oggi, queste hanno fatto registrare un andamento dei titoli fortemente negativo con un crollo dei prezzi azionari e ciò non solo per i club nazionali ma anche per vari club internazionali. A partire dal 2015 è ripreso il periodo positivo con il 2017 anno record delle società calcistiche quotate, tuttavia la pandemia da COVID-19 ha interrotto questo processo di crescita. A risentirne fortemente è stata in particolare la Juventus che, a causa di una gestione manageriale non ottimale e alle conseguenze pandemiche, ha vissuto un periodo fortemente negativo con tre bilanci in forte perdita e accordi privati con i calciatori che oggi sono oggetto dell'inchiesta Prisma. La società ha inoltre provveduto a varare due aumenti di capitale in modo da accompagnare la fase di ripresa e per riuscire a portare a termine il piano di sviluppo. Dall'analisi empirica condotta si può concludere che l'approdo sul mercato azionario dei club calcistici è stato fortemente negativo.

Come ulteriore dimostrazione di quanto detto, vengono presi come esempio i club calcistici inglesi, primi a quotarsi in Borsa ma anche i primi ad effettuare il delisting. In Italia, invece, nell'estate 2022 la Roma ha perfezionato il procedimento di uscita dalla Borsa e, dunque, rimangono solo due società: Lazio e Juventus. Il rischio principale che investe i titoli di club calcistici quotati non è semplicemente legato ai risultati sportivi, ad esempio la Juventus nei suoi 22 anni di quotazione ha sempre ottenuto ottimi risultati sportivi e nonostante ciò ha visto una forte riduzione del suo titolo, dettata da elementi completamente estranei alla dimensione puramente sportiva.

Nonostante le varie criticità, la scelta di una società calcistica di diventare pubblica rimane altamente importante poiché è un utile strumento che aiuta ad incrementare gli introiti e a rendere sempre più sostenibile il debito contratto. È, però, necessario che le società sportive decidano di quotarsi solo dopo una preparazione adeguata e un'attenta analisi dei vantaggi e degli svantaggi che questa scelta comporta. La scelta di una società di diventare quotata richiede una gestione attenta e consapevole dei rischi e delle opportunità. La scelta del "going public" richiede un'attenta analisi degli aspetti finanziari in modo da garantire la sostenibilità e la crescita del club nel lungo termine; è necessaria, quindi, una corretta gestione delle risorse da investire e soprattutto un'accurata strategia di diversificazione che possa aiutare le società sportive a mitigare gli impatti negativi degli eventi esterni sull'andamento dei titoli in Borsa e garantire una maggiore stabilità finanziaria.

BIBLIOGRAFIA

- Tommaso Padoa Schioppa, Enciclopedia delle Scienze Sociali, Treccani ,1994
- Testo Unico sulla Finanza (TUF)
- Richard Brealey, Stewart Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri “Principi di finanza aziendale”, 2020
- Brau J.C. e Fawcett S.E. “Evidence on What CFOs Think about the IPO Process: Practice, Theory and Managerial Implications”, Journal of Applied Corporate Finance 18 (2006), pp 107-117
- Chiara Leardini “L’economia della quotazione in Borsa”, 2003
- Alessandra Franzosi, Enrico Pellizzoni “La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, 2003
- Marco Pagano, Fabio Panetta, Luigi Zingales “Why do companies go public? An empirical analysis, Journal of Finance”, 1998, vol. 53
- Jay Ritter, Tim Loughran “Why Has Ipo Underpricing Changed Over The Time?”, 2004
- Jay Ritter “The long-run performance of initial public offerings”, 1991
- Equity Markets “Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia”, 2009
- Gian Matteo Ciampiglia “La creazione di valore nelle società di calcio”, Accademia Italiana Economia Aziendale (AIDEA), Roma, 2013
- Saverio Mancinelli, Giuseppe Febbo “La crisi delle società calcistiche tra fallimento e (nuovo) concordato preventivo in continuità”, marzo 2015
- Report Calcio 2022
- Luc Renneboog, Peter Vanbrabant “Share price reactions to sporty performance of soccer clubs listed on the London Stock Exchange and the AIM”, Economic Research Working Paper No.19, 2000.
- Anna Micaela Cirrapico, Stefania Cosci, Paolo Pinzuti “Risultati sportivi e performance di Borsa nel calcio europeo”, Vol. VI, Fasc. 2, 2010
- Cassian Goode “The opportunities and issues for sports team considering an IPO”, 2014
- Prospetto Informativo 2000, AS Roma SPA
- Prospetto Informativo 1998, SS Lazio SPA
- Prospetto Informativo 2001, Juventus FC SPA
- Vittorio Malagutti “I conti truccati del calcio”, 2002
- Marco La Villa “Storia della Juventus. I bianconeri dal 1897 a oggi”, Milano, Baldini Castoldi Dalai, 2012
- Aldo Agosti, Giovanni De Luna, “Juventus storia di una passione italiana dalle origini ai giorni nostri”, 2019
- Giampiero Mughini “Sempre una gran Signora. Lettera d’amore alla nuova Juventus”, 2017
- Mario Pasta, Mario Sironi “Juventus il processo farsa. Inchiesta verità su Calciopoli”, 2007
- Relazione Trimestrale al 31 dicembre 2001, Juventus FC SPA
- Relazione Trimestrale al 31 marzo 2002, Juventus FC SPA
- Relazioni e Bilancio al 30 giugno 2002, Juventus FC SPA
- Relazione Trimestrale al 31 marzo 2006, Juventus FC SPA

Relazione Trimestrale al 30 giugno 2006, Juventus FC SPA
Relazione Trimestrale al 31 dicembre 2006, Juventus FC SPA
Relazioni e Bilancio al 30 giugno 2007, Juventus FC SPA
Relazioni e Bilancio al 30 giugno 2008, Juventus FC SPA
Resoconto intermedio di gestione al 30 settembre 2011, Juventus FC SPA
Rendiconto finanziario annuale al 30 giugno 2012, Juventus FC SPA
Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2017, Juventus FC SPA
Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2019, Juventus FC SPA
The European Champions Report 2021, KPMG
Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2020, Juventus FC SPA
Relazione Finanziaria Annuale Consolidata al 30 giugno 2021, Juventus FC SPA
Nota Informativa, 24 novembre 2021, Juventus FC SPA
Relazione Finanziaria Annuale al 30 giugno 2022, Juventus FC SPA
Relazione Finanziaria Semestrale al 31 dicembre 2022, Juventus FC SPA

SITOGRAFIA

<https://startingfinance.com/guide/mercati-finanziari-intermedio/introduzione-ai-mercati-finanziari/>

<https://www.ig.com/it/azioni/trading-sulle-ipo/cosa-e-una-ipo>

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

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>

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

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

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/quotarsi-in-borsa-italiana/quotarsi-in-borsa-italianavantaggi.htm>

<https://startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/i-costi-indiretti-di-una-ipo/>

<https://startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/i-costi-diretti-di-una-ipo/>

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

<https://efinancemanagement.com/sources-of-finance/underpricing>

<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>

<https://www.investireinborsa.me/storia-della-borsa/>

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

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

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/mercati.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/diritto-di-opzione.html>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/diritto-aumento-capitale.htm>

<https://www.statoquotidiano.it/22/11/2019/limportanza-del-calcio-in-italia-i-numeri/710658/>

https://www.gazzetta.it/Calcio/Serie-A/11-03-2020/sport-l-17percento-pil-l-impatto-sara-enorme-club-crisi-liquidita-3601639410335_preview.shtml

<https://www.ilsole24ore.com/art/il-calcio-italiano-genera-47-miliardi-ma-12-vanno-fisco-ACdo9K4>

<https://www.filodiritto.com/dimensione-economica-del-calcio-italia-origine-e-sviluppi>

<https://www.colucci.eu/Sentenza%20Bosman.pdf>

<https://123dok.org/article/dalla-riforma-figc-del-alla-legge-n.ky6m697q>

<https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:1996:485>

https://www.figc.it/media/uploads/federazione/trasparenza/RC_2022_COMPLETO_BASSA.pdf

<https://www.sportbusinessmanagement.it/2017/06/chi-tiene-le-redini-delle-societa.html#:~:text=Una%20societ%C3%A0%20di%20Serie%20A%2C%20in%20effetti%2C%20ha,del%20sistema%20dualistico%3B%20si%20tratta%20della%20S.S.%20Lazio>

<https://journals.openedition.org/qds/1132#:~:text=Il%20grande%20calcio%20induce%20un%E2%80%99economia%20parallela%2C%20fondata%20sulla,quotazioni%20borsistiche%2C%20autorizzate%20da%20nuovi%20regimi%20legislativi%20nazionali>

<https://rankia.it/azioni/quali-squadre-di-calcio-sono-quotate-in-borsa-juventus-benfica-ajax-borussia-united/>

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

<https://www.ilpost.it/2021/04/15/fondi-investimento-sport/>

<https://it.uefa.com/news/0212-0e89268bfa74-02f3a02f0463-1000--tutto-cio-che-c-e-da-sapere-sul-fair-play-finanziario/>

<https://www.pecunya.com/it/blog/fair-play-finanziario-come-funziona/>

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

<https://www.ilsole24ore.com/art/juventus-lazio-e-roma-cosa-sapere-prima-acquistare-azioni-tre-club--AByPEfdB>

<https://www.guidaalforex.com/as-roma-in-borsa-prezzo-borsa-storia/>

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

<https://www.soldionline.it/quotazioni/dettaglio/IT0003621783.html>

<https://www.soldionline.it/quotazioni/dettaglio/IT0001008876.html>

<https://gianlucadimarzio.com/it/roma-uscita-borsa-motivazioni-tempistiche-calcio-mercato-12-giugno-2022>

<https://sport.sky.it/calcio/premier-league/2018/04/13/manchester-united-ristrutturazione-old-trafford>

https://it.wikipedia.org/wiki/Tottenham_Hotspur_Stadium#:~:text=La%20costruzione%20dello%20stadio%20fu%20iniziata%20come%20fulcro,anni%20pianificato%20per%20riqualificare%20il%20quartiere%20di%20Tottenham.

<https://www.economiafinanzas.com/it/sai-qualcosa-su-stoxx-europe-football/>

https://it.wikipedia.org/wiki/Storia_della_Juventus_Football_Club

<https://williamhillnews.it/calcio/serie-a/storia-della-juventus/>

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

<https://www.juventus.com/it/news/articoli/juventus-in-borsa-dalla-storica-quotazione-al-10-anno-dalla-nascita>

https://www.quotidiano.net/economia/2011/09/19/584342-juventus_lascia_segmento_star_borsa.shtml

https://it.wikipedia.org/wiki/Juventus_Football_Club

<https://www.juventus.com/it/club/investitori/azionariato-titolo/azionariato-corrente>

<https://www.juventus.com/it/club/investitori/bilanci-prospetti/bilanci-relazioni#season-2001-02>

<https://sport.virgilio.it/calciopoli-cos-e-e-sentenze-795144>

<https://it.wikipedia.org/wiki/Calciopoli>

https://www.corriere.it/Primo_Piano/Cronache/2006/07_Luglio/14/cronocalcio.html

www.investing.com

www.juventus.com

<https://www.juventus.com/it/allianz-stadium/la-nostra-casa>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Allianz_Stadium_\(Torino\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Allianz_Stadium_(Torino))

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

<https://www.tuttomercatoweb.com/serie-a/juve-in-serie-a-della-borsa-in-6-mesi-balzo-del-91-con-l-effetto-ronaldo-1197651>

https://www.ilmessaggero.it/sport/calcio/covid_calcio_report_figc_434_milioni_incassi_mancati-6158611.html?refresh_ce

<https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2021/01/european-champions-report-2021.html>

<https://sport.sky.it/calcio/serie-a/2018/09/29/marotta-juventus-storia>

<https://www.juventus.com/it/news/articoli/conclusa-l-offerta-in-opzione-dell-aumento-di-capitale-dijuventus-football-club->

<https://www.raisport.rai.it/articoli/2021/12/Calcio-juve-arrivabene-aumento-capitale-per-stabilita-non-per-mercato-1750d150-70c1-40f4-aeeb-5cbd030ee13e.html>

<https://www.calciofinanza.it/2020/09/21/indice-liquidita-calciomercato-squadre-serie-a/>

<https://sport.sky.it/calcio/serie-a/juventus-plusvalenze-inchiesta-prisma#27>

https://www.sportmediaset.mediaset.it/calcio/juventus/inchiesta-prisma-juventus-attacco-carte-irrilevanti_62667376-202302k.shtml

<https://sport.sky.it/calcio/serie-a/2023/03/27/juve-plusvalenze-processo-news>

<https://sport.sky.it/calcio/serie-a/2023/03/22/processo-juve-santoriello-astensione-accusa>

<https://www.juventus.com/images/image/upload/dev/sk11byp25qcuqcp2gvju.pdf>

https://www.repubblica.it/sport/calcio/serie-a/juventus/2023/03/07/news/juventus_tar_sentenza_chine_collegio_garanzia-391028424/

https://www.lastampa.it/sport/calcio/2023/02/28/news/plusvalenze_la_juventus_presenta_ricorso_al_collegio_di_garanzia_contro_la_penalizzazione-12668676/

https://www.tuttosport.com/news/calcio/serie-a/juventus/2023/02/07-103250772/santoriello_e_l_odio_juve_interviene_abodi_le_parole_del_ministro_dello_sport