



Dipartimento di Impresa e Management
Corso di laurea in Strategic Management
Cattedra di Strategia d'Impresa

MODELLI DI BUSINESS CALCISTICI E GESTIONE
SOSTENIBILE: CONFRONTO TRA REALTÀ SPORTIVE
NAZIONALI E INTERNAZIONALI

Prof. Enzo Peruffo

Relatore

Prof. Luigi Nasta

Correlatore

Matr. 772941
Daniele Vitalone

Candidato

ANNO ACCADEMICO 2024/2025

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1 - Fondamenti teorici: Modelli di Business e Sostenibilità nel settore sportivo	6
1.1 Introduzione alla business transformation e all’implementazione di strategie green nel settore sportivo.....	6
1.2 Modelli di business transformation e change management.....	14
1.3 Stakeholder capitalism e dual bottom line: performance sportiva vs finanziaria	21
CAPITOLO 2 – L’attuale industria calcistica	29
2.1 Analisi dell’attuale industria calcistica italiana ed europea: nuove regole UEFA e nuovi flussi di ricavo.....	30
2.2 Modelli di valutazione e KPI per le società sportive: focus sulla green economy	40
2.3 Sostenibilità e valore del brand nel calcio moderno	48
CAPITOLO 3 – Il ruolo del Private Equity nel calcio: analisi strategico-quantitativa e costruzione del framework	59
3.1 Il Private Equity nel calcio: origini, logiche e diffusione	60
• 3.1.1 Il fenomeno Private Equity nel settore sportivo	60
• 3.1.2 Tipologie e mappatura dei fondi attivi nel calcio europeo	76
3.2 Presentazione delle ipotesi empiriche e verifica delle ipotesi	96
3.3 Disegno della ricerca: campione, fonti, KPI e costruzione del framework.....	136
3.4 Applicazione del framework e discussione dei risultati	140
CAPITOLO 4 – Caso studio: Evoluzione strategico-finanziaria dell’A.C. Milan (2010-2024)	145
4.1 Il ruolo dell’A.C. Milan nel panorama internazionale.....	146
4.2 Storia recente: principali sfide economiche, sportive e passaggi di proprietà.....	149
4.3 Passaggi di proprietà e impatti strategici	156
• 4.3.1 L’ultima fase dell’era Berlusconi (2010-2016): segnali di crisi economico-finanziaria	157
• 4.3.2 La breve parentesi di “Yonghong Li” (2017-2018): strategie e impatti finanziari.....	160
• 4.3.3 La gestione “Elliott Management” (2018-2022): risanamento e solidità finanziaria	162
• 4.3.4 L’ingresso di “RedBird Capital Partners” (dal 2022): strategie e KPI	165
4.4 Analisi del posizionamento dell’A.C. Milan all’interno del framework	168

CAPITOLO 5 – Implicazioni Manageriali	171
5.1 Introduzione: oltre l'élite calcistica	172
5.2 La replicabilità del modello A.C. Milan: analisi teorica e applicazione al caso Casertana...	178
• 5.2.1 Potenzialità strategiche e limiti del modello Milan	179
• 5.2.2 Applicazioni al caso Casertana	183
5.3 Oltre il modello del Milan e dei top club: adattamento del framework nelle categorie inferiori	188
CONCLUSIONI E PROSPETTIVE	192
BIBLIOGRAFIA	194
SITOGRAFIA	199

INTRODUZIONE

Negli ultimi quindici anni lo scenario economico e sportivo europeo ha vissuto trasformazioni profonde, guidate da dinamiche globali che hanno modificato in maniera significativa il modo in cui le imprese operano e competono. Il settore calcistico, storicamente percepito come ambito di intrattenimento e passione collettiva, è ormai divenuto una vera e propria industria, con ricavi annuali comparabili a quelli di settori produttivi tradizionali e con una capacità di generare impatti economici, sociali e culturali di portata internazionale.

All'interno di questo contesto, la sostenibilità si è progressivamente affermata come uno dei principali megatrend contemporanei. L'urgenza delle sfide ambientali, la pressione delle istituzioni sovranazionali e le nuove sensibilità dei consumatori e degli investitori hanno reso imprescindibile per le imprese, comprese le società calcistiche, l'adozione di modelli di business capaci di integrare dimensione economico-finanziaria, responsabilità sociale e tutela ambientale. Parallelamente, la trasformazione digitale ha modificato radicalmente le modalità di produzione, distribuzione e fruizione dei contenuti sportivi, ridefinendo i rapporti con i tifosi e aprendo nuove fonti di ricavo attraverso piattaforme digitali, eSport e strategie di fan engagement. La letteratura accademica e i principali report di settore hanno messo in evidenza come questi cambiamenti abbiano inciso in modo profondo sulla governance dei club, favorendo l'ingresso di nuovi attori (in particolare i fondi di private equity e i fondi sovrani) e determinando una crescente ibridazione tra logiche sportive e logiche finanziarie. In questo scenario emergono nuovi modelli proprietari e gestionali, che oscillano tra l'approccio tradizionale dello shareholder capitalism e forme più inclusive di stakeholder capitalism, dove il valore non è più legato unicamente ai risultati economici, ma anche all'impatto sociale e ambientale.

In questo quadro si inserisce il presente lavoro, che adotta una prospettiva strategico-finanziaria applicata al calcio europeo con l'intento di comprendere le modalità attraverso cui i club stanno rispondendo a tali sfide. La domanda di ricerca che guida l'analisi è la seguente: *in che misura le strategie di business transformation e sostenibilità implementate da A.C. Milan possono essere considerate un modello per la gestione economico-finanziaria e la transizione green nel calcio?*

Per rispondere a tale quesito, la ricerca è stata strutturata lungo un percorso che muove dall'analisi teorica all'indagine empirica, fino a un caso di studio approfondito. La prima parte definisce i concetti di business transformation e di sostenibilità, chiarendo il ruolo dei megatrend globali: dalla digitalizzazione alla crescente attenzione per i criteri ESG, mettendo in luce le peculiarità della governance calcistica rispetto ad altri settori economici. Questa cornice teorica consente di costruire un linguaggio comune e di delineare le dimensioni fondamentali della sostenibilità sportiva.

Su queste basi, la tesi propone poi un'analisi comparativa fondata su un dataset di 42 club europei, selezionati per rilevanza e volume di ricavi, con dati economico-finanziari e sportivi relativi al periodo 2021–2024. L'elaborazione dei bilanci e delle informazioni disponibili ha permesso di calcolare una serie di indicatori chiave: sul piano economico-finanziario (ricavi, Ebitda, Ebit, Nopat, FCFO, CapEx, rapporto Debt/Equity, ROA, crescita dei ricavi), su quello sportivo (andamento nei campionati nazionali, ranking UEFA, titoli

conquistati in ambito nazionale e internazionale) e su quello ESG (presenza e qualità dei report di sostenibilità, iniziative ambientali e sociali, livello di fan engagement digitale e politiche di governance). I risultati sono stati sintetizzati in un framework di valutazione articolato sui tre pilastri (economico-finanziario, sportivo e ESG) che permette di confrontare i diversi modelli di gestione e di misurarne la sostenibilità complessiva, evidenziando punti di forza, debolezze e potenziali trade-off.

Inoltre, è stato analizzato il caso A.C. Milan (2010–2024). La scelta di concentrarsi sul club rossonero non è casuale: oltre al rilievo storico e internazionale della società, permette di analizzare la successione di modelli proprietari e gestionali differenti. Dall'ultimo periodo della presidenza Berlusconi (2010–2016), al breve e controverso intermezzo di Yonghong Li (2017–2018), passando per il risanamento operato dal fondo Elliott Management (2018–2022) fino all'attuale gestione di RedBird Capital (dal 2022), il Milan ha attraversato fasi di crisi e rilancio che consentono di valutare in che modo i capitali privati e le strategie di sostenibilità abbiano inciso sui risultati economici, sulle performance sportive e sulla progressiva adozione di pratiche ESG.

La ricerca si conclude con una riflessione sulle implicazioni manageriali e sulla trasferibilità dei modelli osservati ad altri contesti, in particolare alle società calcistiche di livello inferiore, delineando così un possibile quadro di riferimento per il futuro della sostenibilità nel calcio europeo.

CAPITOLO 1

1.1: Introduzione alla business transformation e all'implementazione di strategie green nel settore sportivo

Il concetto di trasformazione è tradizionalmente associato a quell'insieme di iniziative che le aziende adottano per realizzare il proprio potenziale. Secondo l'approccio tradizionale, il percorso parte dal consolidamento della solidità finanziaria e dell'efficienza organizzativa, per poi concentrarsi su una crescita più ambiziosa, guidata da strategie innovative e progressi tecnologici. Tuttavia, il rapido ritmo del cambiamento globale ha reso questo modello lineare obsoleto. Oggi, come evidenziato da Cowan-Sahadath (2010) la trasformazione aziendale richiede un approccio flessibile e dinamico, basato sull'innovazione, l'integrazione tecnologica e una leadership strategica. Infatti, le aziende devono adattarsi costantemente a fenomeni trasformativi di lunga durata, noti come megatrend. I megatrend sono potenti forze trasformatrici che influenzano profondamente gli obiettivi dell'economia globale, ridefinendo priorità sociali, promuovendo innovazione e modificando modelli di business. Questi fenomeni, che si sviluppano su scala globale e si manifestano nel lungo termine, incidono in modo particolare sulle politiche governative e sulle strategie aziendali. Analizzare i megatrend è fondamentale per ottenere un vantaggio competitivo, poiché consente alle imprese di identificare opportunità emergenti prima che diventino consolidate. Per anticipare i trend e sfruttare le anomalie, è fondamentale distinguere tra un *trend*¹ e ciò che è semplicemente *trendy*². Per decifrare queste dinamiche e usufruire delle opportunità, l'acronimo **CIPHER**, come illustrato nelle slide del corso "Strategie d'impresa" (E.Peruffo, 2023), identifica i sei fattori chiave che illustrano le caratteristiche di un trend:

- **C - Contraddizioni:** rappresentano esempi di forze opposte o incongruenti che agiscono simultaneamente, generando tensioni che favoriscono il cambiamento;
- **I - Infezioni:** sono eventi significativi che segnano un punto di svolta o stabiliscono un nuovo paradigma;
- **P - Pratiche:** comportamenti emergenti che iniziano a diffondersi e acquisiscono sempre più popolarità;
- **H - Hack:** usi innovativi e non convenzionali di strumenti, tecnologie o sistemi, spesso nati al di fuori del contesto per cui erano stati progettati;
- **E - Estremi:** concetti che vengono spinti oltre i limiti tradizionali, trasformando il loro utilizzo e creando nuove opportunità;
- **R - Rarità:** eventi o fenomeni rari e inusuali, la cui influenza può essere significativa e merita particolare attenzione.

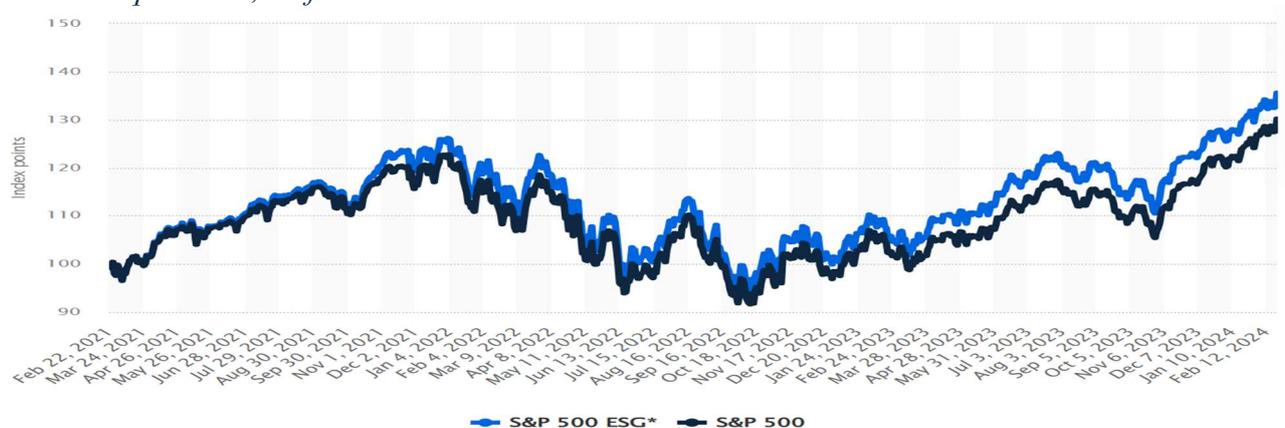
Tra i megatrend emergenti, la sostenibilità si afferma come un fattore chiave in grado di generare vantaggi competitivi significativi, sia nel presente che nel futuro. Un'analisi della performance degli indici azionari conferma questa tendenza, come illustrato nella **Figura 1**.

¹ Si riferisce a un movimento o a una direzione di fondo (duraturo o strutturale).

² Indica una moda o qualcosa di momentaneo, in voga ma spesso passeggero.

Il grafico mostra l'andamento comparato tra l'indice S&P 500 ESG e l'S&P 500 nel periodo compreso tra febbraio 2021 e febbraio 2024. Fino al terzo trimestre del 2021, entrambi gli indici – essendo ponderati per capitalizzazione di mercato – hanno registrato performance simili. Tuttavia, a partire dal quarto trimestre del 2021, l'S&P 500 ESG ha iniziato a sovraperformare l'S&P 500, con un vantaggio medio di circa quattro punti indice. Questo divario è attribuibile alla maggiore esposizione dell'indice ESG ai titoli tecnologici e alle aziende con elevati punteggi di sostenibilità. Come evidenziato nel grafico, l'interesse crescente degli investitori verso criteri ESG ha giocato un ruolo chiave in questa dinamica. La pandemia e altri fattori globali hanno rafforzato la preferenza per investimenti sostenibili, determinando un aumento del valore degli indici ESG. In particolare, il crescente numero di investitori che privilegiano strategie di investimento responsabili ha contribuito all'apprezzamento dei titoli ESG, confermando la sostenibilità come un driver di performance nel mercato finanziario.

Figura 1 Performance difference between the S&P 500 ESG and S&P 500 indexes 2021-2024, Statista Research Department, 23 febbraio 2024



Le pressioni crescenti derivanti da risorse limitate, problemi sociali emergenti e aspettative sempre più elevate degli stakeholders spingono le imprese a integrare obiettivi ambientali, sociali ed economici.

In questo contesto, la capacità delle aziende di incorporare strategie sostenibili nelle loro operazioni non solo le distingue sul mercato, ma le posiziona anche come leader in un mondo sempre più orientato verso un mercato green.

L'Antropocene è l'era geologica attuale e rappresenta un'epoca in cui l'azione umana ha un impatto significativo sugli equilibri terrestri, influenzando profondamente il clima, la biodiversità e le dinamiche socioeconomiche (Lo Giudice, 2023). Il termine è stato coniato dal chimico atmosferico Paul J. Crutzen, premio Nobel per i suoi studi sugli inquinanti e il loro effetto sull'ozono stratosferico. Questa era si distingue per fenomeni quali i cambiamenti climatici, l'erosione del suolo, il riscaldamento degli oceani e la perdita di biodiversità, tutti riconducibili all'azione antropica. Il riscaldamento globale è tra gli aspetti più preoccupanti di questa epoca: la temperatura media terrestre è già aumentata di 0,6-0,9°C rispetto ai livelli preindustriali, causando l'innalzamento del livello del mare e una crescente frequenza di eventi climatici estremi. Questi eventi hanno rafforzato la consapevolezza dell'influenza umana sugli equilibri terrestri, spingendo la comunità

internazionale a riconoscere l'inquinamento atmosferico come una delle minacce più gravi per il clima, la salute pubblica e l'ambiente, con il rischio di un ulteriore peggioramento in assenza di interventi mirati.

Di conseguenza, l'attuale sistema economico, basato su una crescita illimitata, è sempre meno compatibile con le risorse naturali in diminuzione e con la loro crescente domanda. Nel lungo periodo, questo modello rischia di collassare sotto il peso delle crisi ambientali e sociali. Da qui nasce la necessità di una transizione verso un'economia sostenibile, capace di conciliare sviluppo economico, tutela ambientale e benessere sociale.

Il concetto di sostenibilità è complesso e dinamico: si riferisce a un processo di trasformazione che armonizza risorse naturali, sviluppo tecnologico e investimenti per garantire il benessere delle generazioni attuali senza compromettere quello delle future. Il tema è stato introdotto per la prima volta alla Conferenza ONU sull'ambiente del 1972, per poi essere definito chiaramente nel Summit della Terra di Rio de Janeiro del 1992, dove è stato delineato il concetto di sviluppo sostenibile.

Più recentemente, la COP27 (Conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, tenutasi a Sharm el-Sheikh nel 2022) ha stabilito che l'obiettivo principale è quello di trovare soluzioni concrete al surriscaldamento globale, con l'impegno di mantenere l'aumento della temperatura terrestre al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali, come stabilito dagli Accordi di Parigi del 2015.

La sostenibilità è diventata quindi un pilastro strategico globale, sancito dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, che ha definito 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs).

Questi obiettivi mirano a contrastare problemi strutturali come la povertà, la fame, l'accesso all'istruzione, la giustizia sociale e il cambiamento climatico, promuovendo un modello di crescita più equo e resiliente. Gli SDGs si basano su tre dimensioni della sostenibilità:

- Ambientale: garantire la riproducibilità delle risorse e la tutela dell'ecosistema.
- Economica: favorire efficienza e crescita senza compromettere il capitale naturale.
- Sociale: assicurare equità e coesione sociale.

Ehnert, Harry e Zink (2014) sottolineano come l'integrazione della sostenibilità all'interno della gestione aziendale costituisca un elemento decisivo per rafforzare la competitività e garantire il successo nel lungo periodo. Sempre più imprese, infatti, tendono a includere principi di sostenibilità nei propri modelli di business, con l'obiettivo non solo di ridurre i costi, ma anche di creare valore durevole. In particolare, l'attenzione si concentra su quattro direttrici principali: l'efficientamento nell'utilizzo delle risorse naturali, finanziarie e umane; il coinvolgimento attivo dei dipendenti e degli stakeholder nei processi decisionali; l'ottimizzazione delle operazioni quotidiane attraverso la riduzione degli sprechi e delle emissioni; e, infine, il monitoraggio delle catene di approvvigionamento, in modo da assicurarne un impatto positivo sia sul piano economico sia su quello sociale e ambientale.

Inoltre, questa transizione verso modelli di business più sostenibili è dovuta soprattutto all'importanza che le problematiche ambientali stanno assumendo all'interno del discorso pubblico³.

Tuttavia, la somma degli sforzi collettivi potrebbe non essere facilmente comprensibile. È difficile per gli individui elaborare l'impatto totale delle loro attività quotidiane o tanto meno l'impatto positivo del cambiamento comportamentale.

In particolare, nel settore sportivo queste dinamiche assumono un significato ancora più rilevante. L'impegno ambientale nello sport ha radici consolidate: infatti sin dal 1992 il Comitato Olimpico Internazionale (CIO), ha promosso un movimento tra federazioni e organizzazioni sportive allo scopo di preservare l'ambiente naturale. Questo impegno si è concretizzato nel 1996 con l'emendamento della Carta Olimpica (pubblicata per la prima volta nel 1908) dove al capitolo 1 è stato stabilito che il ruolo del CIO, tra le altre cose, include "incoraggiare e sostenere un'attenzione responsabile per le questioni ambientali, promuovere lo sviluppo sostenibile nello sport e richiedere che i Giochi Olimpici si svolgano di conseguenza". Questa iniziativa ha contribuito a modellare obiettivi e politiche per ridurre l'impatto ambientale degli eventi olimpici, migliorandone l'eredità positiva per le future edizioni. La Carta Olimpica dimostra come una maggiore consapevolezza sugli effetti dannosi delle attività sportive sull'ambiente possa portare a interventi positivi. Per far fronte alle richieste del CIO, le federazioni sportive, le leghe e i club stanno progressivamente sviluppando strategie mirate alla riduzione degli impatti ambientali. Parallelamente, il movimento ha visto l'emergere di organizzazioni regionali che fungono da voce collettiva per promuovere la sostenibilità ambientale nello sport. Tra queste, la Green Sports Alliance (Nord America), la British Association for Sustainable Sport, la Sports Environmental Alliance (Australia e Nuova Zelanda) e Sport and Sustainability International⁴. Tutte queste organizzazioni creano reti per condividere le migliori pratiche e sviluppare innovazioni volte alla sostenibilità nel settore sportivo.

Nonostante gli sforzi per integrare la sostenibilità nello sport, persistono numerose barriere che ne ostacolano l'adozione, tra cui costi iniziali elevati, incertezze sul ritorno sugli investimenti e la mancanza di supporto interno ed esterno.

Come evidenziato da McCullough & Kellison, (2018), la collaborazione tra managers sportivi ed esperti di sostenibilità è essenziale per superare queste sfide e sviluppare strategie efficaci. Inoltre, è fondamentale che i professionisti del settore acquisiscano una conoscenza approfondita della sostenibilità e comprendano il suo considerevole valore per le organizzazioni e per l'ambiente.

³ Secondo un rapporto di Nielsen, società multinazionale che si occupa dal 1964 di ricerche di mercato, oggi il 52% dei consumatori si dichiara disposto a spendere di più se il brand adotta delle politiche di sostenibilità. Non solo, l'indagine spiega anche che "i marchi che sono in grado di connettersi strategicamente (con la sostenibilità) al comportamento dei consumatori aumentano le aspettative e la domanda", precisando tuttavia che "le dichiarazioni di sostenibilità sulle confezioni dei prodotti devono anche riflettere sul modo in cui un'azienda opera dentro e fuori".

⁴ Sport and Sustainability International (SandSI) è un'associazione svizzera senza scopo di lucro che promuove la sostenibilità nello sport e attraverso lo sport. Allineata agli Obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, mira a rendere il settore sportivo carbon neutral e zero rifiuti entro il 2030. Le sue attività includono il programma Football4Climate, per affrontare l'impatto del calcio, e il SDG Sport Lab, una piattaforma per iniziative legate agli obiettivi di sviluppo sostenibile.

L'industria dello sport, con la sua portata globale ed il coinvolgimento di milioni di persone, insieme al suo peso economico considerevole anche in termini di indotto, non può di certo ignorare il proprio impatto ambientale. Sebbene i principali fattori che contribuiscono all'effetto dannoso sull'ambiente naturale non possano essere attribuiti direttamente allo sport, le attività collegate, come ad esempio gli spostamenti massicci, l'uso di risorse e la produzione di rifiuti, richiedono un profondo ripensamento.

Il rapporto tra sport e ambiente è stato evidenziato in modo rilevante soprattutto dal commissario della Lega professionistica nordamericana di hockey su ghiaccio Gary Bettman nel Rapporto sulla sostenibilità ambientale della National Hockey League (2015). In particolare, sono stati sottolineati gli effetti negativi che il cambiamento climatico ha sullo sport, sia per i futuri atleti che per quelli attuali. Nonostante il rapporto fosse improntato principalmente sul gioco dell'hockey, le osservazioni presenti all'interno di esso possono essere indirizzate a tutti gli sport che dipendono da determinate condizioni climatiche per garantire la sicurezza dei partecipanti e l'opportunità di praticare determinati sport.

I managers sportivi dovrebbero identificare e affrontare gli impatti ambientali che la propria società ha sull'ambiente e che può minacciare il futuro dello sport. Collettivamente, le organizzazioni sportive possono ridurre drasticamente il loro impatto ambientale adottando pratiche manageriali più green; come, ad esempio, la riduzione delle emissioni di CO₂ derivanti dai viaggi, il miglioramento dell'efficienza energetica degli stadi e delle strutture di allenamento, investendo in tecnologie a basso consumo energetico, quale l'illuminazione LED, ed implementare i programmi di gestione dei rifiuti prodotti dai tifosi. Tuttavia, il successo di tali iniziative dipende dal coinvolgimento di tutti i reparti organizzativi, come il marketing, le relazioni pubbliche e le sponsorizzazioni, che devono collaborare per sensibilizzare e coinvolgere gli stakeholders.

I concetti espressi nel report riprendono soprattutto le preoccupazioni delle attività sportive legate all'impatto ambientale che iniziavano ad aleggiare nelle dinamiche dell'epoca. Nonostante siano ancora attuali, però, dal 2015 ad oggi la sostenibilità ha ampliato sensibilmente il suo raggio d'azione, includendo anche nuove dinamiche sociali ed economiche.

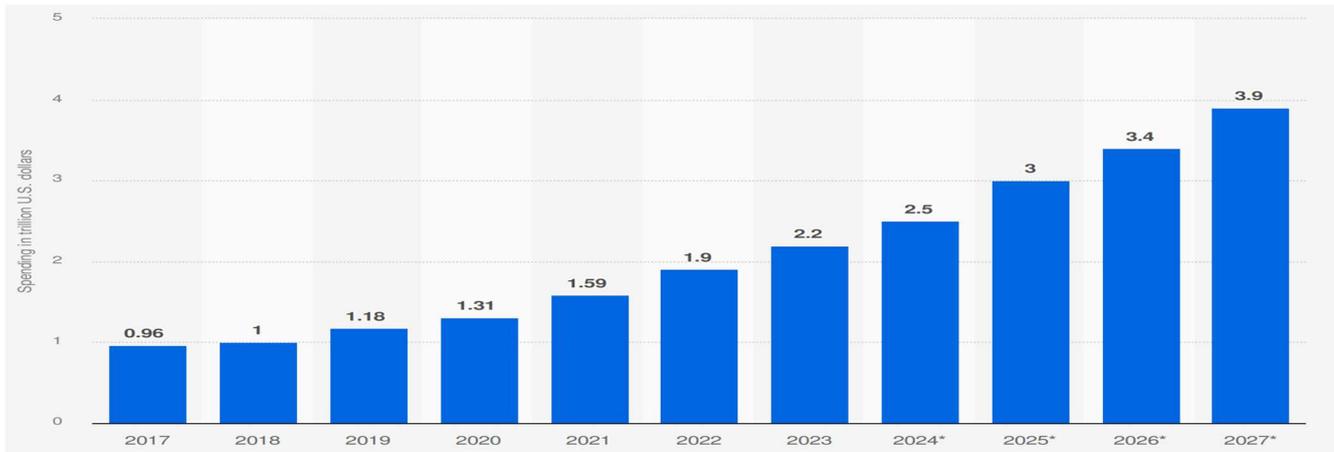
Infatti, un altro megatrend che sta emergendo in relazione alle strategie di sostenibilità è la trasformazione digitale dei processi aziendali. La trasformazione digitale è diventata una delle principali forze trainanti del XXI secolo, come illustrato nella **Figura 2**, rivoluzionando il modo in cui le aziende, le istituzioni e le società affrontano le sfide economiche e ambientali.

Il grafico mostra l'andamento della spesa globale per le tecnologie e i servizi di trasformazione digitale dal 2017 al 2027 (in trilioni di dollari statunitensi). I dati evidenziano una crescita costante e significativa degli investimenti nel settore, riflettendo l'importanza crescente della digitalizzazione per le aziende e le organizzazioni a livello globale.

- 2017-2023: La spesa per la trasformazione digitale è aumentata in modo progressivo, passando da 0,96 trilioni di dollari nel 2017 a 2,5 trilioni di dollari nel 2023. Questo trend è stato accelerato soprattutto a partire dal 2020, a seguito della pandemia di COVID-19, che ha incentivato la digitalizzazione di molti settori economici.

- 2024-2027 (Previsioni): Il grafico mostra una proiezione della spesa futura, indicando una crescita ancora più marcata. Si prevede che gli investimenti raggiungano i 3 trilioni di dollari nel 2025, 3,4 trilioni nel 2026 e 3,9 trilioni nel 2027.

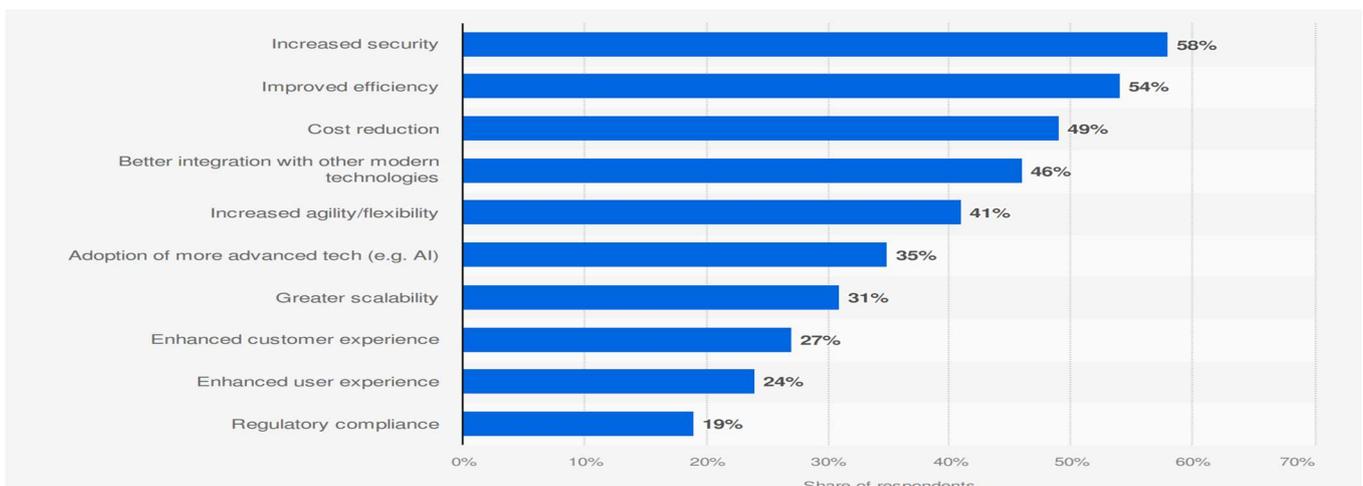
Figura 2 Spending on digital transformation technologies and services worldwide from 2017 to 2027, Statista Research Department, 30 maggio 2024



In un contesto globale caratterizzato da emergenze climatiche e sociali, la trasformazione digitale si configura come un potente alleato della sostenibilità, capace di ottimizzare le risorse, ridurre gli sprechi e promuovere modelli di sviluppo più equi. Sempre più aziende stanno adottando modelli di business che combinano innovazione tecnologica e sostenibilità, implementando pratiche come il lavoro ibrido, l'automazione dei processi e la digitalizzazione della supply chain.

Questi cambiamenti non solo migliorano l'efficienza operativa, ma contribuiscono anche alla riduzione delle emissioni di carbonio e al contenimento degli sprechi, come confermato dalla **Figura 3**. Il grafico analizza le principali ragioni che spingono le aziende globali a modernizzare le loro applicazioni legacy e i dati nel 2023. L'indagine ha coinvolto 1.420 responsabili IT di vari settori, tra cui servizi finanziari, manifattura, logistica, retail, media, energia e settore pubblico.

Figura 3 Top reasons driving companies' modernization of legacy applications and data worldwide in 2023, Statista Research Department, 21 giugno 2023



Le motivazioni alla base della modernizzazione non riguardano solo l'efficienza tecnologica, ma hanno un impatto significativo sulla sostenibilità aziendale, in particolare attraverso quattro aspetti chiave:

1. Efficienza operativa e sostenibilità ambientale

- L'ottimizzazione dei processi riduce il consumo di energia e materiali, diminuendo le emissioni di CO₂.
- Il cloud computing riduce la necessità di hardware fisico, limitando l'impatto ambientale delle infrastrutture IT.
- L'automazione digitale nella supply chain minimizza gli sprechi e ottimizza la gestione delle risorse.

2. Riduzione dei costi e sostenibilità economica

- Digitalizzare i documenti elimina la necessità di carta, abbattendo i costi e l'impatto ambientale.
- I sistemi di smart energy management aiutano a ottimizzare i consumi di elettricità negli uffici e nelle infrastrutture sportive.
- La riduzione delle spese operative permette alle aziende di investire in strategie sostenibili senza compromettere la redditività.

3. Innovazione tecnologica e integrazione con la sostenibilità

- La blockchain consente la trasparenza nella supply chain, migliorando la tracciabilità della sostenibilità aziendale.
- L'IoT permette di monitorare e ridurre il consumo energetico in tempo reale.
- Digital twin e simulazioni aiutano a testare soluzioni sostenibili senza sprechi di risorse fisiche.

4. Maggiore agilità e adattamento alle esigenze ESG

- Le aziende più flessibili possono adottare più rapidamente soluzioni green, come energie rinnovabili o modelli di economia circolare.
- Piattaforme digitali favoriscono la collaborazione tra azienda, comunità e investitori responsabili. I dati aggiornati in tempo reale migliorano la gestione dei rischi climatici e la compliance con le normative ambientali.

Secondo Epifani (2020), il vero obiettivo non è solo ridurre l'impatto ambientale della tecnologia, ma sfruttarla per creare ecosistemi capaci di generare valore positivo per la società: l'integrazione tra digitalizzazione e sostenibilità porta numerosi vantaggi per le imprese, che possono contare su una gestione più efficiente dei processi produttivi e su nuove opportunità di crescita.

Il calcio, in quanto settore altamente globalizzato e mediatico, non è esente da questa trasformazione e sta progressivamente adottando tecnologie digitali per migliorare le proprie prestazioni economiche, ottimizzare le risorse e ridurre il proprio impatto ambientale.

Secondo Zheng & Mason (2022), il rapporto tra sport e digitalizzazione ha profondamente modificato il modello di business dei club calcistici, influenzando la gestione delle risorse, il marketing e il coinvolgimento dei tifosi. La trasformazione digitale è diventata un elemento centrale nell'evoluzione dell'industria dello sport, in particolare del calcio, rappresentando una leva strategica per la crescita economica, la sostenibilità e il coinvolgimento degli stakeholders.

Il processo di digitalizzazione, accelerato dalla pandemia da Covid-19, ha favorito la nascita di nuove opportunità di business, migliorando l'interazione tra club, tifosi e aziende sponsor.

In conclusione, il settore sportivo sta progressivamente adottando un modello di business che integra la digitalizzazione con la sostenibilità, creando sinergie tra innovazione tecnologica e responsabilità ambientale. La combinazione tra innovazione tecnologica, coinvolgimento degli stakeholders e responsabilità ambientale rappresenta il futuro del calcio, trasformandolo in un'industria più resiliente e sostenibile.

1.2: Modelli di business transformation e change management nel calcio

Il calcio rappresenta lo sport più seguito e redditizio a livello globale, con un impatto economico e sociale superiore rispetto ad altre discipline. Secondo la Deloitte Football Money League (2025), i club calcistici generano oltre 30 miliardi di euro all'anno, grazie a ricavi provenienti da diritti TV, sponsorizzazioni e merchandising. Se comparato ad altri sport, il calcio ha una maggiore dipendenza dalle piattaforme digitali per il coinvolgimento dei tifosi e la crescita del brand globale (Zheng & Mason, 2022). Infatti, a livello di impatto sociale, il calcio ha oltre 4 miliardi di appassionati e un'influenza significativa sulle comunità locali e globali, che lo rende in sostanza uno strumento di inclusione e di interazione (Dingle & Mallen, 2021). Inoltre, questo sport è stato profondamente modificato dal trend della digitalizzazione: si pensi solo alle recenti innovazioni quali il VAR, il machine learning per l'analisi delle performances e non ultime le strategie di *fan engagement* tramite i social media e le app mobili.

Dal punto di vista della sostenibilità ambientale, al calcio sono connessi i progetti di stadi a c.d. impatto zero, la riduzione delle emissioni e l'utilizzo di energia rinnovabile; vari clubs, come il Bayern Monaco e il Real Madrid, sono infatti impegnati in strategie di green management (Dingle & Mallen, 2021). Infine, la governance calcistica offre modelli unici, come il modello 50+1 in Germania e il sistema associativo di Real Madrid e Barcellona, che pongono al centro il coinvolgimento degli stakeholders (Hamil & Chadwick, 2010). In definitiva, questi elementi rendono il calcio il contesto ideale per armonizzare digitalizzazione, sostenibilità e stakeholder capitalism, offrendo insight utili anche per altre tipologie di industrie sportive.

Nell'attuale contesto di mercato, la gestione delle società calcistiche si configura come un sistema complesso, finalizzato non solo a ottenere successi sportivi ma anche a garantire sostenibilità economica e coinvolgimento sociale. Come in altri settori economici, anche nel calcio è fondamentale sviluppare competenze distintive per ottenere un vantaggio competitivo sostenibile. Come evidenziato da Walters e Tacon (2011), tra queste si annoverano:

- **Reputazione:** Un club con una storia di successi, può attrarre sponsors e talenti di alto livello.
- **Innovazione:** Un centro di ricerca avanzato per monitorare le prestazioni atletiche può essere di grande rilevanza, per prevenire gli infortuni e incrementare le vittorie sportive, con conseguente aumento dei ricavi derivanti dai premi delle varie competizioni.
- **Struttura organizzativa:** Rapporti economici e sociali ben consolidati (uno degli esempi più significativi è quello del Liverpool con i suoi tifosi⁵), possono generare profitti superiori ai costi.

⁵ Nel dicembre 2021, il Liverpool FC ha introdotto una nuova era di coinvolgimento con i propri tifosi, creando un Consiglio Generale dei Tifosi, un organo ufficiale legalmente vincolato al club. L'obiettivo è rafforzare il dialogo e aumentare il coinvolgimento dei supporter nei processi decisionali strategici, come la gestione dei biglietti, i cambiamenti al logo e altre questioni di rilievo. Il Consiglio è composto da 16 rappresentanti, tra cui membri di Spirit of Shankly (SOS), il principale gruppo di fiducia del club, e di altre organizzazioni di tifosi. I rappresentanti, eletti per un mandato di due anni, firmano un codice di condotta e seguono un programma di familiarizzazione per comprendere meglio le dinamiche operative del club. Questo organo si riunirà quattro volte all'anno con dirigenti e staff del Liverpool per discutere questioni strategiche e mantenere un dialogo aperto. Inoltre, il presidente e il vicepresidente incontreranno annualmente il consiglio di amministrazione del club. Il Supporters Board si affianca a un forum dedicato alle questioni operative quotidiane, come biglietteria e diversità, per garantire un lavoro collaborativo costante.

La struttura organizzativa dei club calcistici comprende non solo gli aspetti operativi e manageriali ma anche il patrimonio tecnologico, commerciale ed economico-finanziario della società. Tra tutti gli elementi, le risorse umane giocano un ruolo centrale: esse rappresentano il fulcro attorno al quale ruotano tutte le attività, sia sportive che dirigenziali.

Da un lato, la gestione sportiva richiede competenze tecniche altamente specializzate, fondamentali per selezionare i migliori calciatori, valorizzarne il talento e sviluppare strategie di gioco innovative. Gli allenatori, i preparatori atletici e i direttori sportivi apportano un know-how che permette di ottimizzare le prestazioni della squadra, adattandola costantemente ai cambiamenti del calcio moderno.

Dall'altro lato, le risorse umane sono essenziali per la gestione strategica e operativa del club. I dirigenti, come il presidente o il CEO, assumono decisioni chiave riguardanti gli investimenti, il posizionamento del brand e le strategie di marketing, tutte volte a massimizzare la competitività del club sia sul piano sportivo che economico. A ciò si aggiunge la capacità di analizzare le tendenze del mercato calcistico, individuando opportunità di business, come la stipula di contratti di sponsorizzazione o l'espansione a livello internazionale. Infatti, il management ricopre un ruolo cruciale nella gestione delle società calcistiche, poiché è responsabile di pianificare, organizzare e coordinare tutte le attività aziendali. Come illustrato da Andreff e Staudohar (2000), le sfide principali includono:

- **Pianificazione strategica:** Definizione di obiettivi e ottimizzazione delle risorse.
- **Gestione commerciale:** Elaborazione di strategie di marketing per fidelizzare i tifosi e attrarre sponsor.
- **Coordinamento tecnico e operativo:** Armonizzazione tra la gestione operativa del club e le esigenze tecniche, tipica del modello italiano, oppure una gestione unitaria, come nel modello britannico del "football manager".

Un ulteriore aspetto della rilevanza delle risorse umane riguarda la valorizzazione del capitale umano interno, rappresentato principalmente dai calciatori. Questi non solo costituiscono una delle risorse più preziose e costose, ma sono anche al centro delle operazioni strategiche, come la formazione, gli ingaggi e le politiche di trasferimento. Inoltre, di particolare importanza è soprattutto una buona gestione del vivaio e dei giovani talenti, poiché garantisce, oltre che un investimento, una fonte sostenibile di giocatori di alto livello a costi contenuti, contribuendo alla stabilità finanziaria del club.

Le risorse umane svolgono un ruolo determinante anche nella gestione delle relazioni con gli stakeholders, tra cui tifosi e sponsors. Attraverso il lavoro di professionisti nei dipartimenti di marketing e comunicazione, infatti, i club rafforzano il legame emotivo con i propri sostenitori, fidelizzandoli e incrementando il valore del brand. Allo stesso tempo, i manager responsabili delle relazioni con gli sponsor attraggono e mantengono partnership con aziende prestigiose, generando ricavi essenziali per l'equilibrio economico.

Infine, il capitale umano contribuisce, come in una qualsiasi organizzazione di impresa, a costruire e mantenere una solida cultura aziendale, basata sui valori e sull'identità del club.

Questo aspetto si riflette nella coesione interna tra i vari reparti, come la direzione sportiva, il marketing e la gestione finanziaria, e nella capacità di promuovere azioni e sinergie volte al raggiungimento degli obiettivi comuni.

L'approccio strategico necessario per raggiungere questi traguardi, come mostrato da Andreff e Staudohar (2000), deve includere:

- La gestione attenta del parco giocatori e la valorizzazione del settore giovanile;
- La riduzione dei costi operativi;
- La stipula di contratti di sponsorizzazione con marchi prestigiosi;
- La partecipazione a tornei internazionali di alto profilo.

Considerando che il fattore umano è l'elemento principale all'interno della struttura organizzativa di una società calcistica, comprendere il funzionamento del sistema competitivo calcistico è fondamentale per la definizione del modello di business da utilizzare.

È infatti, proprio il sistema competitivo nel calcio la caratteristica peculiare distintiva rispetto ad altre tipologie di business.

I concorrenti diretti sono le altre squadre, che competono sia a livello nazionale sia internazionale per obiettivi specifici, come la vittoria di campionati o la qualificazione a competizioni prestigiose. Tuttavia, non tutte le squadre operano nella stessa arena competitiva, poiché gli obiettivi e le risorse disponibili variano considerevolmente tra una compagine e l'altra. La caratteristica tipica del settore calcistico è che il venir meno di un concorrente non rappresenta un vantaggio, ma esattamente il contrario, poiché la presenza di un numero minimo di squadre è essenziale per il funzionamento dell'intero sistema. Questa peculiarità deriva dal legame di interdipendenza tra le squadre, che rende la competizione possibile solo attraverso un sistema collettivo. La struttura stessa dei campionati nazionali e delle competizioni internazionali richiede un numero minimo di squadre per garantire un calendario equilibrato e regolare. A ben vedere, infatti, il calcio crea valore non attraverso il successo di una singola squadra, ma grazie al contributo collettivo di tutte le partecipanti. Questo principio è evidente nel sistema dei diritti televisivi, che dipende da un calendario ricco e diversificato, e nelle strategie di sponsorizzazione, che si basano sulla visibilità garantita da un'ampia piattaforma di partite. Una diminuzione del numero di squadre non solo limiterebbe tali opportunità economiche, ma avrebbe anche un effetto domino sulle economie locali, compromettendo la stabilità dell'intero ecosistema calcistico. Questo spiega perché molte leghe calcistiche adottano modelli di redistribuzione dei ricavi, come ad esempio i diritti televisivi, per garantire la sopravvivenza di tutte le squadre e preservare la stabilità del sistema.

È palese, infatti, che nel calcio moderno, i modelli di business stanno evolvendo rapidamente per rispondere alle sfide globali e alle nuove dinamiche di mercato. Tradizionalmente, le società sportive hanno basato il loro successo economico sulla vendita dei diritti TV, sugli sponsor e sulle entrate da biglietteria.

Tuttavia, l'avvento delle piattaforme digitali ha aperto nuove possibilità, rendendo il tifoso un attore sempre più attivo nel processo decisionale e trasformando la fan experience in un elemento chiave del valore

economico dei club. Le piattaforme di streaming, i social media e le applicazioni dedicate permettono ai tifosi di vivere l'esperienza sportiva in modo personalizzato e interattivo, generando nuove fonti di reddito per i club. Di conseguenza, le società calcistiche appartenenti all'élite mondiale stanno ampliando il proprio raggio d'azione, diversificando le fonti di reddito e investendo in strategie innovative che vanno ben oltre il terreno di gioco. L'implementazione di sistemi digitali per il monitoraggio delle performance ambientali permette ai club di misurare e ridurre il proprio impatto ecologico.

Il paper di Cury et al (2023) offre una revisione sistematica della letteratura sull'argomento, individuando le principali direttrici di sviluppo e le lacune allo stato ancora presenti nella ricerca. Gli autori evidenziano che, nonostante l'attenzione crescente verso la sostenibilità sportiva, la ricerca in questo ambito è ancora limitata geograficamente, con un focus significativo sugli studi condotti prevalentemente in Nord America. Questo approccio rischia di non considerare pratiche innovative implementate in altri contesti geografici - come l'Europa - limitando di fatto la comprensione e diffusione complessiva delle strategie di sostenibilità adottate nel settore sportivo globale.

Lo studio di Cury et al (2023), individua tre principali direttrici di sviluppo per la sostenibilità sportiva:

1. **Infrastrutture e gestione ambientale** – L'efficientamento energetico degli stadi, l'uso di fonti rinnovabili e la progettazione di impianti a basso impatto ambientale sono diventati una priorità per molti clubs europei. Un esempio emblematico è l'Allianz Arena (stadio FC Bayern Monaco), che ha adottato un sistema di illuminazione LED avanzato per ridurre i consumi energetici. In questa direzione si muove il concetto di stadi *carbon neutral*, con impianti che utilizzano energia rinnovabile, sistemi di riciclo avanzati e soluzioni di mobilità sostenibile per i tifosi.
2. **Sostenibilità degli eventi e mobilità verde** – Le società calcistiche stanno ripensando la logistica delle partite per ridurre le emissioni di CO₂. In Premier League, il Liverpool ha implementato il programma "The Red Way", che incoraggia i tifosi a utilizzare trasporti pubblici compensando così le emissioni derivanti dagli spostamenti.
3. **Coinvolgimento degli stakeholders e responsabilità sociale** – Il concetto di sostenibilità non si limita alla dimensione ambientale, ma si estende anche alla governance e alla gestione dei rapporti con i tifosi. Il modello tedesco del 50+1 e il caso del Barcellona e del Real Madrid, gestiti attraverso il modello associativo, rappresentano esempi di come le decisioni strategiche possano essere influenzate dall'azionariato diffuso e dal coinvolgimento diretto degli stakeholders.

Alla luce delle su esposte premesse, la mia ricerca si propone di ampliare il quadro geografico di riferimento in materia, attraverso un'analisi comparativa tesa ad esaminare strategie e best practices implementate non solo in Nord America, ma anche in Europa.

Appare infatti di particolare interesse approfondire queste tematiche nel contesto europeo, dove tradizionalmente si concentra il maggior flusso di ricavi e il più alto numero di tifosi a livello globale.

Le tre aree di sviluppo individuate nel paper risultano quindi confermate anche per il mercato calcistico europeo, evidenziando come la sostenibilità rappresenti un elemento chiave nella gestione dei club più competitivi e influenti del panorama internazionale.

Questi interventi non solo rispondono a istanze etiche e ambientali sempre più pressanti, ma rafforzano anche il valore del brand, aumentando l'attrattiva dei club sia per gli investitori sia per un pubblico sempre più sensibile alle tematiche ESG. Di conseguenza, la transizione verso modelli di business sostenibili nel calcio non è solo più una scelta etica, ma una necessità strategica imposta da fattori normativi, economici e sociali. Il crescente impegno verso la decarbonizzazione e la lotta al cambiamento climatico ha portato federazioni, leghe e club a sviluppare piani d'azione mirati, in linea con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) delle Nazioni Unite. Questo implica un cambiamento nel paradigma di gestione, che si allontana dalla visione tradizionale dello shareholder capitalism per abbracciare un modello più inclusivo e responsabile, in linea con i principi dello stakeholder capitalism.

Infatti, come evidenziato da Hammerschmidt et al (2022), l'imprenditorialità sportiva riveste un ruolo centrale nei processi di business transformation delle società calcistiche.

Oggi, il calcio non può più affidarsi unicamente ai ricavi derivanti dai biglietti e dai diritti televisivi, ma deve adottare strategie innovative per garantire sostenibilità economica e crescita competitiva. A conferma di questa evoluzione, il Deloitte Football Money League 2025 riporta che i primi venti club europei hanno registrato ricavi complessivi per 11,2 miliardi di euro nella stagione 2023/24, con un incremento del 6% rispetto all'anno precedente. Tuttavia, il dato più significativo riguarda la composizione delle entrate: mentre il 38% proviene dai diritti televisivi, la componente commerciale (comprendente sponsorizzazioni, merchandising e partnership strategiche) ha raggiunto il 44%, consolidandosi come la principale fonte di ricavo. Il restante 18% è invece legato alle attività da stadio e alla vendita dei biglietti (matchday revenue) (Deloitte, 2025).

Questo trend evidenzia una crescente necessità di diversificare le fonti di ricavo per garantire una sostenibilità finanziaria di lungo periodo. Un caso emblematico di questa trasformazione è rappresentato dal Real Madrid, che nella stagione 2023/24 ha superato per la prima volta la soglia di 1 miliardo di euro di ricavi, grazie a una strategia incentrata sullo sviluppo delle infrastrutture e sull'incremento delle entrate commerciali.

La ristrutturazione del Santiago Bernabéu, concepita non solo per ospitare eventi sportivi ma anche concerti e manifestazioni culturali, ha ampliato le fonti di reddito del club, dimostrando come la gestione moderna delle società calcistiche debba andare oltre il campo da gioco (Deloitte, 2025).

Parallelamente, altri club hanno adottato strategie mirate per ridurre la dipendenza dai diritti televisivi. Il Paris Saint-Germain (PSG), per esempio, ha focalizzato il proprio modello di business su un'intensa attività di marketing globale, registrando ricavi per 806 milioni di euro nella stagione 2023/24. La strategia del club parigino si basa su accordi commerciali di alto profilo e una forte presenza digitale, che ha contribuito ad aumentare la visibilità del marchio a livello internazionale (Deloitte, 2025).

Inoltre, la crescente importanza dei mercati asiatici e americani sta spingendo le società europee a investire in tournée estive, accordi con broadcaster locali e iniziative digitali per rafforzare la propria presenza globale. Club come il Manchester United e il Bayern Monaco hanno sviluppato strategie specifiche per espandere la propria fanbase in Cina e negli Stati Uniti, incrementando così i ricavi derivanti da merchandising e sponsorizzazioni locali (PwC, 2023).

A complicare ulteriormente il contesto, le nuove normative UEFA sulla sostenibilità finanziaria stanno imponendo un controllo più rigoroso sui bilanci dei club. Le nuove regole, che sostituiranno il Financial Fair Play, limiteranno le spese per stipendi, trasferimenti e commissioni agli agenti al 70% dei ricavi totali entro il 2025. Questa misura mira a ridurre i rischi di instabilità finanziaria e a promuovere una gestione più sostenibile delle risorse economiche nel calcio europeo (UEFA, 2024).

La transizione verso modelli di business più sostenibili richiede, tuttavia, un consistente cambio di mentalità a livello dirigenziale. I managers calcistici devono abbracciare un approccio integrato che bilanci la ricerca di risultati sportivi con l'impegno verso una gestione più attenta alle esigenze ambientali e sociali. Questo implica non solo una revisione delle strategie operative, ma anche l'adozione di modelli di governance più aperti, moderni ed inclusivi, capaci di rispondere efficacemente alle pressioni del mercato e alle nuove aspettative normative. Infatti, sempre più società calcistiche stanno passando da un modello di governance "chiuso" (tipico dell'Italia che si caratterizza per un controllo centralizzato da parte di pochi azionisti o di un presidente), a un modello "aperto" (diffuso in Germania e Spagna, e negli ultimi tempi anche in Inghilterra, che coinvolge una base più ampia di stakeholders, come i tifosi, promuovendo sia una maggiore sostenibilità economica che una partecipazione collettiva).

Di conseguenza, i managers che non riescono ad adattarsi alle attuali tematiche di sostenibilità, non sono adeguatamente preparati a gestire l'ambiente dinamico e complesso dell'attuale industria dello sport e di conseguenza rischiano di essere tagliati fuori dai mercati.

In letteratura scientifica, viene suggerito che, per sopperire a queste lacune, è utile rivolgere l'attenzione verso altri settori per individuare esempi concreti di approcci e soluzioni. Pur condividendo in linea generale questa visione, è essenziale ribadire ancora una volta le peculiarità uniche dell'industria sportiva rispetto ad altri settori, che possono rappresentare un ostacolo significativo nel tentativo di integrare pratiche sostenibili all'interno della loro organizzazione. A differenza delle aziende tradizionali che vendono maggiormente beni tangibili, l'industria dello sport si basa prevalentemente sulla creazione di "esperienze emotive" per gli spettatori/tifosi, che costituiscono il fulcro del prodotto offerto.

La passione e l'attaccamento di questi ultimi conferiscono al prodotto calcistico un valore immateriale emotivo ma dall'indubbia valenza economica che lo distingue in maniera netta da tutte le altre industrie. Tuttavia, poiché il successo economico di questo prodotto dipende in maniera prevalente dai risultati sportivi, che non sono mai garantiti, è evidente che tutto il sistema appare particolarmente vulnerabile.

In conclusione, l'integrazione della sostenibilità in un'organizzazione sportiva richiede una visione strategica collettiva avanzata e all'avanguardia, mentre al contrario molte organizzazioni sportive adottano tutt'oggi strategie frammentarie o imitano iniziative di altre organizzazioni, senza un'adeguata comprensione del complesso contesto specifico.

Questo approccio, definito "*isomorfismo mimetico*"⁶ basato sull'imitazione di un'organizzazione di successo presa a modello, al pari con quello *di tipo coercitivo e di tipo normativo*, può portare a risultati inefficaci o addirittura dannosi, scoraggiando ulteriori sforzi per la sostenibilità e rendendo in sostanza poco remunerativi gli investimenti già effettuati.

⁶ In materia di organizzazione, sono stati distinti tre processi di isomorfismo (P.J. Di Maggio e W.W. Powell) diversificati secondo una tipologia basata sulle modalità con cui si sviluppano.

Normativo, è legato al diffondersi di idee e di standard professionali di comportamento che assumono un'elevata legittimità (ruolo delle università, delle scuole, delle agenzie di consulenza, etc.).

Coercitivo, deriva più spesso dalla regolazione pubblica, dalle relazioni industriali (che pongono vincoli che obbligano ad assumere modelli simili di comportamento).

L'isomorfismo mimetico deriva invece da processi imitativi pedissequi, spesso assunti di fronte alla novità e all'incertezza.

1.3: Stakeholder capitalism e dual bottom line: performance sportiva vs finanziaria

Negli ultimi anni, il concetto di “stakeholder capitalism⁷” è emerso come un elemento centrale nel dibattito economico globale. Questo modello propone di mettere al centro delle strategie aziendali le relazioni e gli interessi di tutti gli attori coinvolti nelle attività dell’impresa. In un contesto in cui la sostenibilità è diventata una priorità per molte organizzazioni, lo stakeholder capitalism rappresenta un approccio innovativo e inclusivo, capace di promuovere il benessere collettivo.

Nel tempo, questa visione si è evoluta, guadagnando attenzione rispetto allo shareholder capitalism⁸, soprattutto in risposta alle crescenti sfide legate ai cambiamenti climatici, alle disuguaglianze sociali e alla trasparenza aziendale. Secondo Brandt e Georgiou (2016), il modello di shareholder, predominante negli Stati Uniti, ha tradizionalmente posto gli azionisti al centro della governance aziendale, con l’obiettivo principale di massimizzare il valore delle azioni. Tuttavia, nel corso degli anni, anche in un sistema tipicamente orientato al valore per gli azionisti come quello statunitense, si è assistito a un progressivo riconoscimento dell’importanza degli stakeholder, con l’emergere di strumenti come le benefit corporations e una maggiore attenzione ai criteri ESG (ambientali, sociali e di governance). La differenza sostanziale tra i due modelli risiede nel processo decisionale: mentre lo shareholder capitalism si concentra principalmente sull’aumento del valore azionario, lo stakeholder capitalism adotta una prospettiva a lungo termine, valutando l’impatto delle attività aziendali su tutti gli stakeholder e cercando un equilibrio equo tra costi e benefici. Brandt e Georgiou (2016) sottolineano come il modello tedesco, basato sullo stakeholder capitalism, incorpori un quadro giuridico più favorevole alla protezione degli interessi di tutti i portatori di interesse, garantendo la codeterminazione dei lavoratori nei consigli di amministrazione e una governance che tenga conto degli aspetti sociali e ambientali oltre che economici.

L’impostazione sopra articolata si collega strettamente ai principi di responsabilità sociale d’impresa e di sostenibilità aziendale, rappresentando un modello di gestione strategica in cui le imprese non si limitano a perseguire il profitto, ma integrano nelle proprie attività con i principi ambientali, sociali ed etici per creare valore nel lungo termine. Un’azienda sostenibile si distingue per l’adozione di processi produttivi efficienti e rispettosi dell’ambiente, il miglioramento del benessere dei dipendenti e un impegno costante nei confronti della comunità.

⁷ Il concetto di stakeholder capitalism è stato teorizzato e promosso da Klaus Schwab, fondatore e presidente esecutivo del World Economic Forum (WEF). Nel suo libro del 2021 “Stakeholder Capitalism: A Global Economy that Works for Progress, People and Planet“, Schwab sostiene che le imprese debbano agire come custodi delle società e dell’ambiente, contribuendo a creare un’economia globale sostenibile e inclusiva. I concetti erano stati anticipati nel “Davos Manifesto” del 2020, nato anche (e forse soprattutto) per rispondere alle sfide e alle contraddizioni che la crisi della pandemia da Covid 19 ha fatto emergere.

⁸ Secondo lo shareholder capitalism, l’obiettivo principale di un’azienda è massimizzare i profitti e il rendimento finanziario per i propri azionisti.

Il vantaggio competitivo derivante dalla sostenibilità si traduce in un miglioramento della reputazione aziendale, una maggiore attrattività per investitori e talenti, oltre a una riduzione dei costi operativi grazie all'efficienza energetica e alla gestione responsabile delle risorse. La sostenibilità aziendale si articola dunque su tre dimensioni principali:

1. **Sostenibilità ambientale:** Minimizzazione dell'impatto ambientale attraverso buone pratiche come il risparmio energetico, la riduzione delle emissioni, il riciclo e l'adozione di energie rinnovabili.
2. **Sostenibilità sociale:** Creazione di ambienti di lavoro equi, inclusivi e orientati al benessere dei dipendenti, con particolare attenzione a temi come la parità di genere, l'eliminazione di qualunque tipo di discriminazione, la sicurezza sul lavoro e la valorizzazione del capitale umano.
3. **Sostenibilità economica:** Modelli di business in grado di garantire redditività nel tempo, bilanciando efficienza operativa e responsabilità sociale.

Le aziende che investono nella sostenibilità non solo migliorano la propria immagine, ma rafforzano anche il legame con i consumatori, sempre più orientati verso marchi responsabili. Inoltre, la sostenibilità è un elemento chiave nella gestione degli stakeholders, contribuendo in maniera rilevante a costruire fiducia e trasparenza nel mercato.

Come evidenziato nel confronto tra Germania e Stati Uniti il sistema tedesco offre maggiore discrezionalità ai manager nel bilanciare gli interessi degli stakeholder, mentre il modello statunitense, sebbene in evoluzione, continua a basarsi principalmente sulla massimizzazione del valore per gli azionisti.

Al centro dello stakeholder capitalism vi è il coinvolgimento attivo di tutti i portatori di interesse: le aziende, infatti, non possono più limitarsi a perseguire esclusivamente il profitto degli azionisti, ma devono includere nel processo decisionale le esigenze e le preoccupazioni di dipendenti, clienti e comunità locali. Questo modello spinge le imprese a investire in ricerca e sviluppo, migliorando la competitività aziendale, tutelando l'ambiente e contribuendo al benessere collettivo.

Secondo Brandt e Georgiou (2016), questo approccio è particolarmente rilevante nell'attuale panorama economico, in cui la fiducia del pubblico nelle aziende dipende sempre più dalla loro capacità di generare valore non solo economico, ma anche sociale e ambientale.

Nonostante i suoi vantaggi, come il miglioramento della reputazione aziendale e la creazione di solide relazioni con gli stakeholders, il modello presenta anche aspetti problematici significativi. Una delle principali difficoltà è rappresentata dalla complessità gestionale: bilanciare gli interessi dei diversi stakeholders richiede tempo, risorse e competenze di mediazione. Inoltre, valutare l'impatto sociale e ambientale è evidentemente più complesso rispetto all'analisi limitata alle sole metriche finanziarie, e questo richiede indicatori personalizzati e sofisticati.

Infine, esiste il rischio di mancanza di credibilità, con aziende che potrebbero utilizzare il linguaggio dello stakeholder capitalism a scopo di marketing, senza un reale impegno, incorrendo nel fenomeno del greenwashing (c.d. ecologismo o ambientalismo di facciata).

La sostenibilità non è regolata da una legge specifica, ma rappresenta un paradigma in continua evoluzione, che si sta affermando grazie alla crescente consapevolezza di individui e organizzazioni. Un elemento cruciale della sostenibilità è la sua comunicazione: trasmetterla in modo inefficace o ingannevole può sfociare nel greenwashing, esponendo l'azienda a un serio rischio reputazionale. Come sottolinea Bolognini Cobianchi (2022), il greenwashing si manifesta attraverso una strategia comunicativa che enfatizza l'impegno ambientale di un'impresa senza che questo sia supportato da risultati concreti e credibili sul miglioramento dei processi produttivi o dei prodotti offerti. Questo fenomeno non solo mina la fiducia dei consumatori, ma può anche tradursi in sanzioni normative e in una perdita di credibilità sul mercato.

Questo approccio riveste un'importanza cruciale soprattutto nell'industria calcistica, dove gli stakeholders, in particolare i tifosi, giocano (come abbiamo detto) un ruolo fondamentale nel determinare le strategie di business e di crescita economica e finanziaria.

L'integrazione delle tecnologie digitali consente ai club di costruire un dialogo più aperto e interattivo con la propria fanbase, aumentando la trasparenza nelle scelte aziendali e migliorando il livello di engagement.

Come evidenziato da Dugalić, S. (2018), i social media rappresentano oggi uno strumento essenziale per le società calcistiche, permettendo loro di costruire e mantenere un rapporto diretto con i propri tifosi in tutto il mondo. Club di fama internazionale come il Real Madrid, il Barcellona e il Manchester United hanno sviluppato strategie digitali avanzate per aumentare l'engagement dei fan, sfruttando piattaforme come Instagram, Twitter, TikTok e YouTube. Questi canali non solo offrono aggiornamenti in tempo reale su partite, trasferimenti e iniziative del club, ma permettono anche un'interazione costante con la fanbase, trasformando i tifosi da semplici spettatori a veri e propri partecipanti della vita societaria. Proprio il Real Madrid, uno dei club più seguiti sui social media, attua delle strategie digitali che comprendono contenuti esclusivi, video dietro le quinte, Q&A con i giocatori e campagne personalizzate per segmenti specifici di tifosi in diverse parti del mondo.

Inoltre, un esempio recente dell'importanza dei social è offerto proprio dall'A.C. Milan. Nel giugno 2024, il club stava considerando l'ingaggio di Julen Lopetegui come nuovo allenatore per la stagione 2024-2025, con un contratto triennale da 4 milioni di euro netti a stagione. Tuttavia, questa decisione ha incontrato una forte opposizione da parte dei tifosi. La community "MilanZone" ha lanciato una petizione online che ha raccolto oltre 10.000 firme in meno di 48 ore. Parallelamente, l'hashtag #Nopetegui è diventato virale sui social media, esprimendo il dissenso generale. La Curva Sud ha manifestato apertamente la propria contrarietà, minacciando proteste durante le partite casalinghe. In risposta a questa imponente mobilitazione, la dirigenza ha ritenuto opportuno interrompere le trattative con Lopetegui, riaprendo la ricerca per un nuovo allenatore.

L'importanza che hanno assunto le comunicazioni social nell'attuale contesto sportivo evidenzia come i tifosi possano agire da autentici catalizzatori di cambiamenti strategici, contribuendo a indirizzare le scelte di un club in una direzione maggiormente condivisa e partecipata. Tuttavia, il coinvolgimento degli stakeholders nell'industria calcistica non si limita ai tifosi: i partners commerciali, gli sponsors, i media e le comunità locali

rappresentano ulteriori attori con ruoli chiave che influiscono fortemente sulle strategie di gestione. A titolo di esempio, le partnership con sponsor sensibili alla sostenibilità e ai valori sociali possono incentivare i club a sviluppare iniziative più responsabili.

L'interazione sui social media non si limita alla comunicazione, ma è anche un potente strumento di monetizzazione. Attraverso sponsorizzazioni digitali, merchandising personalizzato e abbonamenti esclusivi a contenuti premium, i club generano nuove fonti di entrata che contribuiscono alla loro crescita economica. La possibilità di analizzare i dati degli utenti e di creare strategie di marketing basate sulle preferenze del pubblico consente di migliorare l'offerta commerciale e di rafforzare il valore del brand a livello globale.

Un modello interessante è quello del Liverpool, nella cui strategia di sostenibilità, chiamata suggestivamente *The Red Way*, gli sponsor hanno un ruolo centrale. Essere sponsor del Liverpool non vuol dire soltanto godere della reputazione e della visibilità dei Reds, ma essere partners del club a tutto tondo. Il programma strategico comprende infatti tre filoni: *People, Planet e Community*. Gli sponsor possono scegliere di sostenere, in tutti i sensi (e non solo quello economico) una causa all'interno di questi tre pilastri, che in genere è quella che meglio si sposa con il proprio business e la propria identità aziendale. Così, AXA è partner delle iniziative di mental health, Google per gender equality and accessibility, SC Johnson si occupa della parte di riciclo e rifiuti plastici, Nike si impegna a rendere sostenibile il proprio merchandising, mentre Coca Cola supporta le iniziative per le persone con disabilità. Questi e i tanti altri partners coinvolti hanno contribuito in maniera sostanziale nel rendere il Liverpool un modello di sostenibilità nello sport europeo, tanto da ottenere diversi premi, riconoscimenti e certificazioni.

Sempre a livello internazionale, modelli come il c.d. "50+1" adottato dai club tedeschi rappresentano un esempio tangibile di stakeholder capitalism applicato al calcio. Questo sistema garantisce che i tifosi mantengano il controllo decisionale all'interno dei club, limitando l'influenza degli investitori esterni e promuovendo una gestione che tenga conto delle esigenze della base sociale. Il modello 50+1 è una regola unica del calcio tedesco, concepita per garantire che il controllo delle squadre calcistiche rimanga nelle mani dei membri e dei tifosi, anziché essere ceduto completamente ad investitori privati. Questa normativa, applicata alla Bundesliga e alle altre competizioni tedesche, ha lo scopo di preservare la stabilità finanziaria dei club e di salvaguardare i valori tradizionali del calcio.

Il principio cardine del modello prevede che almeno il 50% più una delle azioni di un club debba essere detenuto dall'associazione sportiva madre o dai soci del club. Questo implica che le decisioni strategiche più importanti rimangono sotto il controllo dei membri, molti dei quali sono tifosi. Gli investitori privati, pur avendo la possibilità di acquistare fino al 49% delle azioni, non possono ottenere la maggioranza e, quindi, il pieno controllo decisionale del club.

Lo scopo principale di questa regola è preservare il legame tra i club calcistici e le comunità locali, proteggendo i tifosi da derive speculative e garantendo che le decisioni vengano prese nell'interesse della squadra e della collettività.

Inoltre, il modello aiuta a prevenire rischi finanziari associati a strategie a breve termine da parte di investitori esterni, promuovendo una gestione sostenibile e responsabile delle risorse del club. Questo approccio contribuisce anche a rafforzare il senso di appartenenza dei tifosi, che possono partecipare attivamente alla vita del club, votando e influenzando le decisioni strategiche.

Questo modello ha dimostrato di essere uno strumento efficace per garantire la sostenibilità finanziaria del calcio tedesco, mantenendo i club al riparo da speculazioni e instabilità. Tuttavia, alcuni critici ritengono che questa regola limiti la capacità delle squadre tedesche di competere finanziariamente con club di altri paesi, dove gli investitori possono acquisire il pieno controllo e immettere maggiori capitali. D'altra parte, è evidente che il coinvolgimento diretto dei tifosi – soggetti non tecnici e fondamentalmente guidati da istinti emotivi - può rallentare o danneggiare i processi decisionali e portare a scelte conservative o del tutto premature ed infondate.

Nonostante queste critiche, però, il modello 50+1 ha portato a risultati di grande successo. Il Bayern Monaco, pur rispettando questa regola, è uno dei club più ricchi e vincenti del mondo, grazie a una gestione aziendale eccellente e al coinvolgimento di partners commerciali come Adidas, Audi e Allianz, che detengono il 25% delle azioni complessive, lasciando il 75% al club stesso.

Sebbene sia una delle regole più stringenti nell'industria del calcio tedesco, esistono alcune deroghe al modello 50+1, applicabili a club che hanno ricevuto il sostegno finanziario continuo di un investitore per almeno 20 anni consecutivi. Tra gli esempi più noti troviamo il Bayer Leverkusen, di proprietà della Bayer AG, e il Wolfsburg, supportato dalla Volkswagen. Anche l'Hoffenheim rientra tra le eccezioni, grazie all'impegno di lungo periodo del fondatore di SAP, Dietmar Hopp.

Parallelamente, spostandoci in Spagna, l'approccio associativo del Barcellona e del Real Madrid, (dove i soci eletti rappresentano gli interessi della comunità), dimostra come il coinvolgimento degli stakeholders possa contribuire in maniera sostanziale al successo sia sportivo che economico.

Il modello associativo adottato dal Barcellona e dal Real Madrid rappresenta un esempio unico nel panorama calcistico globale, in quanto si basa su una gestione collettiva e democratica dei clubs. Questi club non sono proprietà di investitori privati o azionisti, ma appartengono ai propri soci, conosciuti come socios⁹. I socios contribuiscono economicamente al club attraverso il pagamento di una quota annuale e, in cambio, acquisiscono diritti di partecipazione attiva nella governance del club. Questo sistema ovviamente determina un forte senso di appartenenza dei tifosi / membri ed insieme la loro responsabilità collettiva legale ed economica.

⁹ I socios sono tifosi che diventano membri ufficiali del club. Essere un socio significa appartenere formalmente alla struttura del club, con diritti specifici e una quota annuale da pagare. Tuttavia, non tutti i tifosi di Barcellona o Real Madrid sono automaticamente socios: bisogna fare richiesta e soddisfare determinati requisiti.

La struttura associativa si fonda su principi ampiamente democratici, in base ai quali ogni socio dispone di un voto, indipendentemente dal contributo economico (*uno vale uno*). I soci eleggono il presidente e il consiglio direttivo del club attraverso elezioni periodiche.

Il presidente, una volta eletto, è responsabile della gestione operativa e strategica del club. Inoltre, i soci partecipano alle più importanti assemblee generali, durante le quali vengono discussi e approvati temi centrali, come i bilanci annuali e le strategie a lungo termine.

Questo modello rafforza il senso di identità e di appartenenza alla comunità: l'obiettivo principale non è generare profitti per pochi, ma reinvestire i ricavi nella squadra, nelle infrastrutture e nei progetti sociali. Infatti, il modello associativo pone una forte enfasi sulla responsabilità sociale, promuovendo valori di inclusività, solidarietà e educazione attraverso iniziative gestite dalle rispettive fondazioni dei club. Inoltre, garantisce un controllo diretto da parte dei tifosi sulle decisioni strategiche, preservando l'identità del club e promuove una gestione sostenibile a lungo termine, limitando grandemente il rischio di speculazioni finanziarie. Infine, rafforza il legame tra il club e la comunità, garantendo che le decisioni siano prese nell'interesse collettivo e non per il bene di pochi azionisti.

Tuttavia, ad un'approfondita analisi, non può sfuggire che, senza il supporto di investitori privati, i club devono necessariamente autofinanziarsi attraverso sponsors, diritti televisivi, merchandising e contributi dei soci, limitando di fatto la loro capacità di competere con club sostenuti da grandi capitali. Inoltre, la governance democratica può essere influenzata da dinamiche politiche o personalismi, e la necessità di ottenere approvazioni dai soci può rallentare i processi decisionali in un mercato calcistico sempre più competitivo.

Nonostante le criticità legate a questo modello, sia il Barcellona che il Real Madrid rappresentano due esempi di successo nella gestione associativa dei club calcistici. Il Barcellona, con oltre 140.000 soci, è celebre per il motto "Més que un club", che ne evidenzia il ruolo non solo sportivo, ma anche culturale e sociale, fungendo da simbolo dell'identità catalana e promuovendo iniziative benefiche attraverso la Fondazione Barcellona¹⁰. Negli anni successivi alla pandemia, il club ha attraversato una fase di gestione finanziaria complessa, caratterizzata da decisioni economiche discutibili che hanno compromesso la stabilità del bilancio.

Tuttavia, nelle ultime due stagioni, la società ha avviato un percorso di risanamento finanziario, adottando strategie mirate a superare le difficoltà economiche senza rinunciare ai suoi punti di forza, tra cui un brand di rilevanza globale e un settore giovanile capace di formare talenti di livello internazionale.

Analogamente, il Real Madrid, che conta circa 90.000 soci, ha saputo sfruttare il proprio modello associativo per finanziare progetti ambiziosi, come la ristrutturazione del Santiago Bernabéu, trasformandolo in un'infrastruttura all'avanguardia. Inoltre, attraverso la sua fondazione¹¹ il club sostiene numerose iniziative globali, dimostrando un impegno costante nel coniugare successo sportivo e responsabilità sociale.

¹⁰ <https://foundation.fcbarcelona.com/en/>

¹¹ <https://www.realmadrid.com/en-US/foundation>

In definitiva, lo stakeholder capitalism offre un quadro strategico che permette ai club calcistici di adottare una gestione olistica e inclusiva. Investire nei rapporti con i propri stakeholders non solo migliora la reputazione del club, ma crea un ecosistema sostenibile in grado di favorire la crescita economica, rafforzare la fedeltà dei tifosi e stimolare l'innovazione.

Tuttavia, per massimizzare il potenziale di questo modello, è essenziale che i club sviluppino strumenti efficaci per misurare e monitorare l'impatto delle loro iniziative, garantendo trasparenza e credibilità nelle loro azioni. Questo approccio non è soltanto una sfida gestionale, ma rappresenta una straordinaria opportunità per trasformare il calcio in un'industria più responsabile e resiliente, capace di affrontare le complesse dinamiche sociali, economiche e ambientali del futuro. Inoltre, una corretta applicazione di questo modello può trasformare i club calcistici in organizzazioni di successo sia a livello nazionale che internazionale. Esempi emblematici come il Milan, il Liverpool, il Bayern Monaco, il Real Madrid e il Barcellona testimoniano come il bilanciamento tra gli interessi del club e quelli degli stakeholder abbia contribuito a costruire storie di successo e palmarès ricchi di trofei. Questo dimostra che una gestione consapevole e sostenibile può essere il fondamento per ottenere risultati sportivi ed economici duraturi. Nonostante l'aumento dell'interesse per la sostenibilità e la digitalizzazione nel settore calcistico, la letteratura accademica presenta ancora alcune lacune che necessitano di ulteriori approfondimenti.

In particolare, è evidente la necessità di studi più dettagliati sull'impatto a lungo termine delle strategie sostenibili adottate dai club, così come l'assenza di un framework condiviso per misurare l'effettiva riduzione dell'impronta ecologica delle squadre. Un altro aspetto poco esplorato riguarda la sinergia tra digitalizzazione e sostenibilità, ovvero come le tecnologie avanzate possano contribuire a una gestione più sostenibile dei club. Infine, vi è una carenza di studi comparativi tra diversi modelli di governance applicati nei principali campionati europei. Questi gap rappresentano un'opportunità di ricerca futura e giustificano l'approfondimento che verrà svolto nei prossimi capitoli della tesi.

Tabella 1 Mappa dei megatrend nell'industria calcistica: strategie adottate, gap e sviluppi attesi

MEGATREND	STRATEGIE ADOPTATE NEL CALCIO	GAP IDENTIFICATI	POSSIBILI SVILUPPI FUTURI
<i>Sostenibilità ambientale</i>	Stadi a zero emissioni, energia rinnovabile, mobilità sostenibile per i tifosi	Assenza di un framework di valutazione standardizzato	Creare un modello di valutazione dell'impatto ambientale delle strategie green
<i>Modelli di governance sostenibili</i>	Modello "50+1" in Germania, modello associativo spagnolo, proprietà privata inglese/italiana	Nessun confronto sistematico tra modelli e loro impatti sulla sostenibilità	Analizzare il ruolo della governance sulla resilienza finanziaria dei club
<i>Economia circolare nello sport</i>	Riduzione della plastica, riciclo, riutilizzo delle attrezzature	Studi limitati sul reale impatto dell'economia circolare nel calcio	Analizzare i benefici economici dell'adozione di modelli di economia circolare nei club sportivi
<i>Coinvolgimento degli stakeholders</i>	Partecipazione dei tifosi nelle decisioni, community programs	Poca attenzione alla sostenibilità economica del fan engagement	Esaminare come il coinvolgimento dei tifosi influenzi la sostenibilità finanziaria dei club

La finalità del presente elaborato è prendere in considerazione l'industria calcistica, analizzando il modo in cui questi elementi si stanno traducendo in strategie concrete che puntano a integrare la sostenibilità nei modelli di gestione.

Esamineremo di seguito in che modo le iniziative adottate da A.C. Milan rappresentino un caso concreto di applicazione dei megatrends nella trasformazione del settore calcistico, influenzando non solo le performance economico-finanziarie, ma anche l'impegno verso una crescente responsabilità ambientale, sociale ed economica.

L'analisi si baserà principalmente sui bilanci d'esercizio e consolidati della società relativi al periodo 2010-2024, nonché sull'intervista esclusiva rilasciata dal Chief Executive Officer Giorgio Furlani alla Harvard Business School (Elberse, Anita. Il Milan. Caso 525-025, Harvard Business School, dicembre 2024).

Infine, l'elaborato proporrà delle comparazioni fra diversi Club nazionali e internazionali, permettendo di comprendere come il management abbia risposto alle nuove dinamiche di mercato.

CAPITOLO 2

Il capitolo che precede ha evidenziato come la trasformazione sostenibile rappresenti una delle principali sfide strategiche dell'economia contemporanea, con un *focus* particolare sul settore sportivo e, in modo crescente, sull'industria calcistica. Attraverso l'analisi dei megatrend globali e delle dinamiche dell'Antropocene, è emersa con chiarezza la necessità per le organizzazioni sportive di adottare modelli di business capaci di integrare sostenibilità ambientale, coesione sociale e solidità economico-finanziaria.

Muovendo da tali premesse, il presente capitolo si propone di approfondire l'attuale configurazione dell'industria calcistica italiana ed europea, soffermandosi su tre direttrici fondamentali: le trasformazioni regolative promosse dalla UEFA, la ridefinizione dei flussi di ricavo e la centralità crescente della fan experience nell'era digitale. Attraverso un'analisi critica delle nuove linee guida introdotte dal “UEFA Club Licensing and Financial Sustainability Regulations (CLFS) 2024” e dei più recenti modelli di governance, verrà indagato il modo in cui i clubs si stanno adattando per garantire una sostenibilità integrata, non solo economica ma anche sociale e ambientale.

A partire dall'evoluzione dei modelli organizzativi introdotta nel primo capitolo, questo secondo approfondimento intende fornire una mappatura dettagliata delle principali sfide e opportunità che caratterizzano il calcio contemporaneo, ponendo le basi per la costruzione di un framework di valutazione delle performance sostenibili che verrà elaborato nei capitoli successivi.

2.1 Analisi dell'attuale industria calcistica italiana ed europea: nuove regole UEFA e nuovi flussi di ricavo

Come già anticipato, l'industria calcistica, nel contesto contemporaneo, non è più solo uno spazio di competizione sportiva ma un vero e proprio settore economico in continua evoluzione. Negli ultimi anni, questo comparto ha affrontato profonde trasformazioni legate a variabili globali come il megatrend della digitalizzazione, la crescente attenzione alla sostenibilità e la necessità di adottare nuovi modelli di governance economico-finanziaria.

Se in passato le squadre di calcio erano considerate come delle mere associazioni sportive, con il passare degli anni hanno assunto il carattere di aziende a tutti gli effetti. Questo fenomeno ha assunto una rilevanza sempre maggiore, tanto da poter paragonare il volume d'affari che ruota intorno all'ambito del calcio a quello degli altri settori dell'economia.

Per questo motivo, nell'attuale scenario competitivo, una società calcistica deve oramai essere gestita utilizzando gli stessi strumenti propri delle altre imprese, presupposto divenuto indispensabile per il raggiungimento di un adeguato equilibrio economico e finanziario adeguato.

Nato come passatempo (c.d. *Prima era*), diventato fenomeno popolare e di business (c.d. *Seconda era*), oggi deve affrontare la sua *terza era*: un'industria trainata sostanzialmente dalle tecnologie digitali nella nuova ed emergente economia del tempo libero (Ortenzi, 2023). In particolare, dagli Anni 90 le tecnologie digitali hanno continuato ad ampliare il proprio impatto sul calcio: sul prodotto, sulla gamma dei contenuti, sull'esperienza, sulle tipologie di asset, sui mercati e sulle necessarie competenze.

Inoltre, i calciatori sono percepiti come dei superuomini, quasi eroi ed in quanto tali, hanno acquisito uno status più ampio di quello banale del mero giocatore: sono diventati dei veri e propri brand. Questa trasformazione è favorita anche dalla capacità delle società di capitalizzare sull'immagine pubblica dei propri atleti, soprattutto attraverso i social media e contenuti digitali altamente personalizzati. Secondo il report *Immersive Sports Fandom* pubblicato da Deloitte nel 2023, quasi l'80% dei fans della Generazione Z segue un atleta professionista online, dichiarando di essere influenzato nelle proprie scelte di acquisto, nelle preferenze verso determinati eventi sportivi e persino nell'affiliazione a marchi e squadre. L'immagine del calciatore non è più veicolata unicamente dal club, ma si costruisce autonomamente attraverso Instagram, TikTok o YouTube.

Questa disintermediazione ha reso l'atleta un brand a sé, capace di generare engagement anche fuori dal campo. Inoltre, come evidenziato da un'analisi di Oliver Wyman¹², il 63% dei fan della Gen Z dichiara che i contenuti social degli atleti accrescono il loro coinvolgimento nello sport. Le società sportive stanno quindi spostando l'attenzione dal solo evento sportivo alla costruzione di una sorta di "ecosistema" di esperienze attorno alla figura dell'atleta, considerato sempre più come un ambasciatore del brand.

¹² <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2023/oct/gen-z-reshaping-professional-sports-economics.html>

Bisogna tener conto che i c.d. Millennial e Generazione Z, nei prossimi cinque anni, saranno il target principale non solo nei mercati storici, ma soprattutto nelle nuove geografie del calcio. È pertanto necessario rivolgere lo sguardo proprio alla prossima generazione di fans, comprenderne i comportamenti, i driver di scelta, le passioni e i valori che li guidano anche perché i dati mostrano infatti che i fans più giovani non si accontentano più della fruizione passiva degli eventi dal vivo, ma cercano esperienze personalizzate e partecipative.

Il 77% degli spettatori tra i 14 e i 40 anni dichiara infatti di svolgere attività parallele durante la visione (statistiche live, commenti sui social, betting, fantasy sport), mentre solo il 58% degli appartenenti alla Gen Z considera l'evento live la forma preferita di contenuto sportivo, a fronte di una crescente attenzione per highlight, backstage, POV in realtà virtuale e video social.

Questo comporta inevitabilmente la necessità di confrontarsi con i nuovi competitor del calcio, brand e sport, con i quali i nuovi target hanno maggiore intimità, attività nelle quali si spende più tempo: è necessario dunque riuscire ad intercettare l'attenzione di questi fan, offrendo un'esperienza digitale all'altezza di quella proposta da gaming, eSport, social network, servizi di streaming on demand, serie TV e nuovi influencer multicanali.

Il primo elemento da considerare è l'esplosione globale del gaming. Secondo Exploding Topics¹³, nel 2025 si conteranno oltre 3,3 miliardi di gamer attivi nel mondo, con un mercato in crescita costante che potrebbe superare i 480 miliardi di dollari entro il 2027¹⁴. Il videogioco ha smesso da tempo di essere un'attività marginale: è oggi un complesso e articolato sistema in cui si costruiscono relazioni, identità e comunità.

Giochi come FIFA o Fortnite sono anche piattaforme culturali, che competono direttamente con il calcio reale in termini di tempo speso, fedeltà e senso di appartenenza.

Accanto al gaming si è sviluppato il fenomeno degli eSport, che ha generato oltre 1,6 miliardi di dollari nel 2022 e che si stima raggiungerà i 2 miliardi entro il 2032, con un tasso di crescita annuo del 18%¹⁵. I tornei e le competizioni professionali di videogiochi attirano milioni di spettatori, soprattutto under 30, attraverso piattaforme come Twitch e YouTube. Alcuni club calcistici europei hanno reagito fondando team ufficiali di eSport (come PSG e Schalke 04), nella speranza di conquistare una nuova fanbase¹⁶.

Infine, l'ascesa degli influencer digitali rappresenta una sfida significativa per il calcio. Creator come Jake Paul o KSI, provenienti da YouTube, hanno attratto milioni di spettatori in eventi sportivi ibridi, fondendo boxe, musica e cultura pop. Secondo AlixPartners, questi nuovi “*ambasciatori culturali*” sono oggi più efficaci nell'ingaggio di Gen Z rispetto ai testimonial sportivi convenzionali¹⁷.

¹³ <https://explodingtopics.com/blog/number-of-gamers>

¹⁴ <https://sociallypowerful.com/post/gaming-industry-statistics>

¹⁵ <https://www.fortunebusinessinsights.com/esports-market-106820>

¹⁶ <https://explodingtopics.com/blog/esports-statistics>

¹⁷ <https://www.alixpartners.com/insights/102jiu3/attract-delight-retain-how-to-crack-the-gen-z-code-to-live-sports-engagement>

Queste radicali trasformazioni indicano che il calcio non è più solo uno sport da giocare e da guardare, ma un vero e proprio prodotto culturale che deve inserirsi in una sorta di *ecosistema* competitivo più ampio, dove dominano l'esperienza digitale, la personalizzazione dei contenuti e il valore relazionale del brand-atleta. Mai come oggi l'industria calcistica cresce e si evolve, passando da semplice fenomeno sportivo a vera e propria impresa multi-business e multi-tecnologica per competere in una convergenza di settori accomunati dall'esigenza di conquistare la risorsa più preziosa per qualunque brand: l'attenzione dei fan (ibrido dei termini cliente e tifoso) e il loro tempo.

Ecco perché, come evidenziato nel primo capitolo, la tecnologia è sempre più presente sia sul campo di gioco che intorno ad esso, sulle panchine, nel pallone, nelle palestre ed in allenamento. Sarà perciò sempre più importante nelle strategie per incrementare le aree di ricavo, rendere più flessibili i costi di produzione, diversificare il portafoglio prodotti e migliorare le performance.

Infatti, come evidenziato da Orteni (2023), la digitalizzazione ha modificato i comportamenti dei fan, offrendo allo sport tecnologie capaci di estendere il prodotto su nuove aree di attività, nuovi contenuti, nuove dinamiche di coinvolgimento dell'audience attraverso i dispositivi distribuiti su tutto il globo.

La tecnologia abilita nuove fonti e modalità di ricavi, nuovi format narrativi e nuove partnership, con l'obiettivo di ridurre la propria dipendenza dai diritti TV dell'evento fisico e alla ricerca della sostenibilità del modello di business non solo economico, ma anche sociale e ambientale. Difatti, la vera sfida sarà capitalizzare contenuti e asset che non sono correlati all'evento sportivo, accompagnando i fan in ogni frangente della propria esperienza prima, durante e dopo l'evento partita.

Inoltre, sul versante dei costi, la tecnologia, grazie ad algoritmi e infrastrutture come dispositivi wearable, 5G e Blockchain¹⁸, può contribuire a rivedere l'intero impianto legale ed economico della principale voce di bilancio per una società calcistica: le prestazioni dei giocatori. Tali strumenti permetterebbero l'introduzione di contratti più flessibili, basati su performance effettive, riducendo la rigidità attuale e limitando il peso delle terze parti, come procuratori/agenti.

In questo scenario, anche lo stadio, pur mantenendo la sua centralità, si trasforma progressivamente in una piattaforma tecnologica per l'esperienza dei tifosi. La digitalizzazione degli asset fisici non agisce in sostituzione, ma mira a integrare le opportunità virtuali attuali per offrire esperienze innovative a nuovi target e segmenti di mercato.

¹⁸ I wearable sono dispositivi tecnologici indossabili (come gilet con GPS o sensori biometrici) che consentono di monitorare in tempo reale dati fisici e prestazionali dei calciatori, migliorando l'efficacia degli allenamenti e la prevenzione degli infortuni. Il 5G, quinta generazione delle reti mobili, offre connessioni ultra-veloci e a bassa latenza, permettendo la trasmissione in diretta di dati e video, l'utilizzo di realtà aumentata negli stadi e il supporto in tempo reale all'analisi tecnico-tattica. La blockchain, infine, è una tecnologia digitale che consente la registrazione sicura e trasparente di dati e transazioni: nel calcio, trova applicazione nella gestione dei biglietti digitali, dei contratti dei calciatori e asset digitali legati all'identità del club o a momenti iconici.

A completamento di questa evoluzione, nel nuovo panorama mediatico i dati relativi ai tifosi assumono un'importanza strategica per le organizzazioni calcistiche, diventando fondamentali per comprendere e coinvolgere efficacemente il proprio pubblico. La capacità di raccogliere, analizzare e utilizzare questi dati permette di ottimizzare i contenuti trasmessi, migliorare le decisioni da prendere e creare campagne sempre più mirate e profilate, personalizzando così le esperienze e facendo sentire di conseguenza ogni fan unico e valorizzato. Le società possono monitorare le interazioni sui social media, analizzare le tendenze di visualizzazione ed adattare in funzione le loro strategie di marketing.

Le società stanno rispondendo rapidamente a queste esigenze ridefinendo il concetto stesso di evento sportivo, rendendolo “immersivo”: si investe in piattaforme SVOD (streaming video on demand) con funzionalità avanzate come co-viewing, angolazioni multiple, statistiche in tempo reale e contenuti esclusivi generati dagli stessi atleti. Di conseguenza, i principali club stanno sviluppando partnership con le maggiori piattaforme tecnologiche (ad esempio, Microsoft, Twitch e Playstation) per ampliare l'esperienza del maggior numero possibile di fan nel mondo. Alcuni esempi significativi includono la collaborazione tra il Real Madrid e Microsoft, quella tra il Paris Saint-Germain e EA Sports, e l'impiego di Twitch da parte di molte squadre europee, come Juventus, PSG e la Liga spagnola, per offrire contenuti esclusivi ai tifosi, come allenamenti dal vivo, interviste e dietro le quinte, al fine di coinvolgere maggiormente la community digitale.

Come riportato sul sito Microsoft¹⁹, il Real Madrid C.F. ha siglato un accordo strategico con Microsoft volto ad avviare un processo di trasformazione digitale del club.

Le due società hanno annunciato la creazione di una piattaforma digitale che rivoluzionerà l'esperienza dei tifosi, permettendo loro di accedere a contenuti e servizi esclusivi in qualsiasi momento, ovunque e tramite molteplici dispositivi (PC, tablet, smartphone). Il progetto include anche l'adozione di dispositivi come il Surface Pro da parte dei giocatori e dello staff tecnico, oltre all'implementazione di soluzioni cloud, Big Data e strumenti di collaborazione interna. L'obiettivo è offrire un'interazione personalizzata e continua con il club, rendendo il tifoso il protagonista assoluto dell'esperienza sportiva.

Anche il PSG, tramite il suo profilo ufficiale di X (ex twitter)²⁰, ha annunciato il rinnovo della partnership con EA Sport per la stagione 2024-2025, proseguendo una collaborazione iniziata nel 2011. Questo rinnovo non solo consolida EA Sports come partner premium del club, ma rafforza anche la presenza del PSG nel mondo dei videogiochi, offrendo ai tifosi esperienze ancora più immersive e realistiche.

I club riescono, così, non solo a valorizzare il rapporto con il fan, ma soprattutto e fondamentalmente ad analizzare dati e informazioni circa le abitudini e i comportamenti degli stessi. La gestione della fan experience si basa sui dati disponibili e raccolti sui differenti canali. Il fan è un prosumer, non si limita a consumare passivamente il prodotto che gli viene offerto, ma è proattivo nell'interazione.

¹⁹ <https://news.microsoft.com/it-it/2014/11/18/real-madrid-cf-e-microsoft-insieme-per-accelerare-la-trasformazione-digitale-del-club/>

²⁰ <https://en.psg.fr/teams/club/content/paris-saint-germain-and-ea-sports-renew-their-partnership-club-20242025>

I club sono chiamati a intercettare, incentivare e supportare la produzione user generated content²¹ per diventare un partner e un canale di distribuzione.

Come evidenziato nel capitolo precedente, la trasformazione dell'industria calcistica contemporanea si fonda sull'integrazione strategica tra sostenibilità e digitalizzazione. Un contributo innovativo in tal senso è rappresentato dal concetto di Twin Transformation, sviluppato da Glebova e Madsen (2024), che propone una visione integrata di questi due processi. Questo approccio si fonda sull'idea che l'innovazione tecnologica e gli obiettivi di sostenibilità non siano entità separate, bensì forze complementari in grado di generare valore sinergico all'interno della gestione sportiva.

Il paper sottolinea che, nonostante numerosi studi abbiano analizzato separatamente l'impatto della digitalizzazione e della sostenibilità nello sport, manchi ancora un quadro teorico unificato che integri le due dimensioni. Il concetto di TT colma questo vuoto, proponendo una visione olistica per affrontare sfide complesse e contemporanee del settore.

In particolare, il modello è applicabile a diversi ambiti del management sportivo: dalla fan experience alla gestione operativa, dalla responsabilità ambientale alla capacità di innovazione. L'approccio TT si concretizza, ad esempio, attraverso l'utilizzo delle tecnologie digitali per migliorare il coinvolgimento dei tifosi (con mobile app, realtà aumentata, social media), unito all'adozione di pratiche sostenibili nella progettazione e gestione degli impianti sportivi (come l'uso di energie rinnovabili, il riciclo dei rifiuti, la progettazione green degli stadi). In termini di implicazioni manageriali, il TT rappresenta un roadmap strategico che permette alle organizzazioni sportive di ottimizzare processi interni, migliorare la reputazione, mitigare rischi, e allo stesso tempo soddisfare le aspettative crescenti degli stakeholder in materia ambientale e sociale.

Nel contesto del calcio europeo, l'approccio TT risulta particolarmente strategico per garantire sostenibilità economica e responsabilità ambientale, pur continuando a innovare nei modelli di business attraverso il digitale. Questo orientamento rafforza l'idea che la transizione digitale, se integrata coerentemente con la sostenibilità, non sia solo un'opportunità tecnologica, ma un vero driver per lo sviluppo sostenibile del settore sportivo.

Proprio nel contesto attuale del calcio europeo, caratterizzato da una crescente competizione e da uno scenario economico complesso, la sostenibilità economica rappresenta una delle sfide principali per i club. Per far fronte a queste nuove sfide legate alla sostenibilità nel calcio europeo, la UEFA ha introdotto importanti novità regolamentari attraverso il documento "UEFA Club Licensing and Financial Sustainability Regulations (CLFS) 2024". Queste modifiche, entrate in vigore il 1° giugno 2024, pongono maggiore attenzione agli aspetti economici, sociali e ambientali della gestione dei club calcistici.

²¹ Per User Generated Content (UGC) si intende il contenuto creato spontaneamente dagli utenti, come post, foto, recensioni o video, che promuove prodotti o servizi di un brand senza che vi sia necessariamente un compenso. Questa strategia di marketing si basa sulla fiducia che i consumatori ripongono nei consigli e nelle esperienze autentiche di altri utenti, spesso percepiti come più credibili rispetto alla comunicazione ufficiale del brand. Diffusi soprattutto sui social media, gli UGC rappresentano uno strumento efficace per accrescere la visibilità e l'engagement.

Attraverso queste disposizioni, la UEFA non solo rafforza il proprio ruolo di regolatore finanziario, ma promuove una visione integrata della sostenibilità, allineata agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile e alle sfide globali del settore sportivo. Di seguito, si analizzano le principali innovazioni normative che i club devono tenere in considerazione:

1. Rafforzamento dei requisiti di trasparenza finanziaria

La UEFA ha introdotto obblighi più stringenti in termini di informativa finanziaria. Come specificato negli articoli 67, 69, 75 e nell'Annex F del regolamento, i club devono allegare al bilancio una serie di documenti che includono una financial review del management, informazioni sulle attività non direttamente collegate al calcio e indicatori di performance economico-finanziaria. Questo approccio mira a garantire la sostenibilità economica dei club attraverso una maggiore trasparenza verso stakeholder, investitori e autorità di controllo.

2. Introduzione della regola sul patrimonio netto

L'articolo 70 introduce l'obbligo per i club di possedere un patrimonio netto positivo al 31 dicembre, o dimostrare un miglioramento di almeno il 10% rispetto all'esercizio precedente. In alternativa, è possibile fornire un bilancio aggiornato entro il 31 marzo. Questa misura intende prevenire situazioni di insolvenza o squilibri finanziari strutturali, promuovendo la stabilità economica a lungo termine.

3. Monitoraggio dei debiti verso giocatori, autorità fiscali e altri club

Secondo gli articoli 71, 72, 73 e 83, la UEFA effettua controlli su base semestrale per accertare l'assenza di "overdue payables". I club non devono avere debiti scaduti verso altri club (per trasferimenti), calciatori e dipendenti, o verso le autorità fiscali. Questo dispositivo regolamentare rappresenta una forma di tutela sociale nei confronti dei lavoratori del settore e delle istituzioni pubbliche.

4. Introduzione del principio del "Football Earnings Rule"

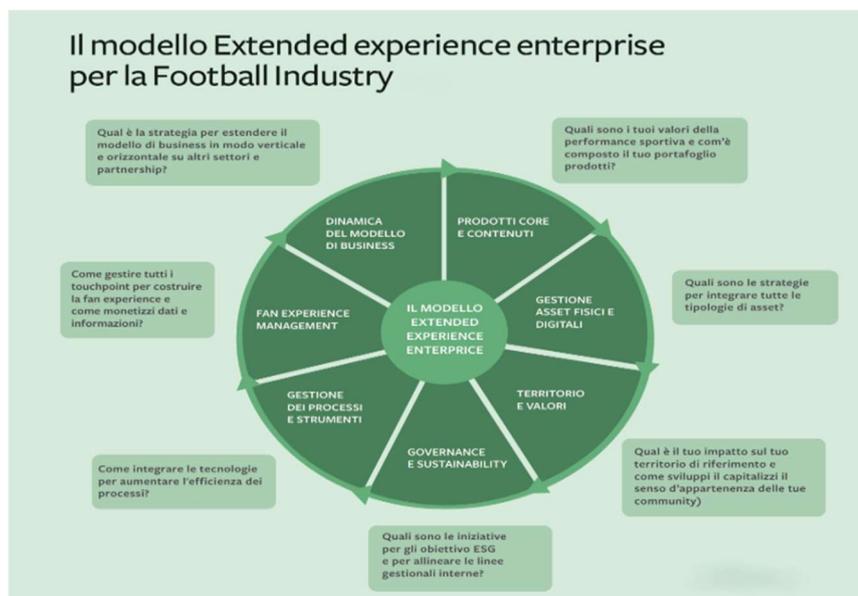
Una delle novità più rilevanti è rappresentata dagli articoli 90, 91 e 92, che introducono il principio del "Football Earnings Rule". I club devono dimostrare di avere un risultato finanziario aggregato (su base triennale) in linea con le aspettative di sostenibilità. È ammessa una deviazione entro certi limiti, ma vengono incentivati gli investimenti in settori strategici come il calcio femminile, i settori giovanili e i progetti di responsabilità sociale. Questa misura collega in modo esplicito la sostenibilità economico-finanziaria con gli obiettivi sociali del calcio europeo.

Alla luce delle nuove direttive UEFA e della costante necessità di attrarre investimenti per mantenere competitività e risultati sportivi, in un contesto caratterizzato da liquidità limitata e da un accesso ai capitali sempre più selettivo, emerge la necessità di implementare nuovi modelli strategici. Come osserva Ortenzi (2023), occorre sviluppare un approccio strategico capace di adattarsi alle peculiarità di ciascun club, considerando le differenze territoriali, il profilo di rischio e le specifiche opportunità di mercato. In questa prospettiva, diventa cruciale avviare una riflessione sulla sostenibilità non solo economico-finanziaria, ma anche gestionale e sociale del calcio europeo.

Negli ultimi anni, infatti, il settore ha evidenziato una crescente polarizzazione: da un lato, un numero ristretto di club concentra la maggior parte dei successi e delle risorse; dall'altro, le realtà minori vedono progressivamente ampliarsi la distanza economica e tecnica che le separa dall'élite calcistica.

Una delle proposte più innovative in questo ambito è il modello dell'“Extended Experience Enterprise”, elaborato dallo stesso Ortenzi (2023) all'interno della sua analisi per la MIT Sloan Management Review Italia, che suggerisce un'evoluzione del tradizionale club calcistico verso una piattaforma multi-business centrata sull'esperienza del fan, l'efficienza dei processi e la valorizzazione del territorio.

Figura 4 *Extended Experience Enterprise*



Questo modello identifica sette direttrici fondamentali per ampliare il perimetro operativo dei club: gestione dei processi e strumenti digitali, valorizzazione degli asset fisici e digitali, gestione del core business e dei contenuti, gestione della fan experience, governance e sostenibilità, presidio del territorio e capitalizzazione dei suoi valori. L'elemento distintivo del modello è la centralità dell'esperienza: non si tratta più soltanto di offrire un prodotto sportivo, ma di costruire un ecosistema emozionale, estetico e narrativo in grado di accompagnare il tifoso ben oltre i 90 minuti di gioco. In questo contesto si inserisce il successo crescente delle docuserie sportive, che hanno saputo catturare l'interesse di nuovi segmenti di pubblico attraverso lo storytelling. Produzioni come:

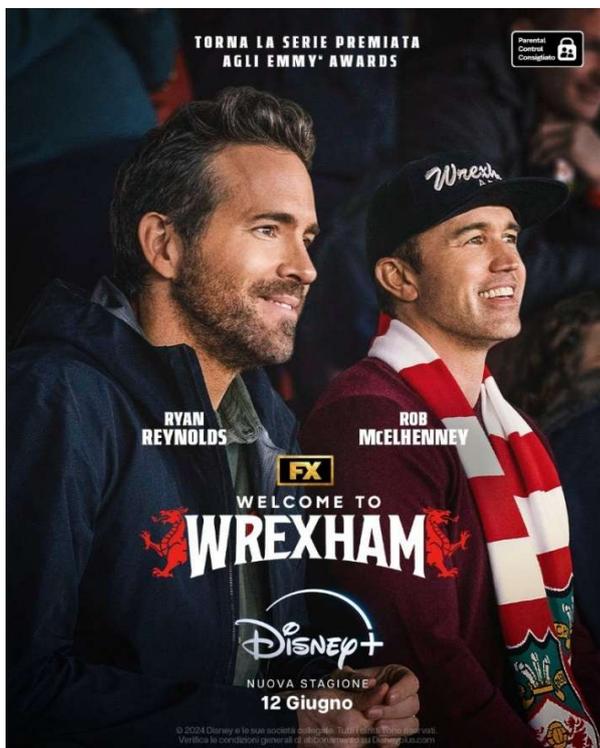
- "All or Nothing" (Amazon Prime),



- "Ted Lasso" (Apple TV)



- "Welcome to Wrexham" (Disney+),



indicano un'evoluzione verso un approccio narrativo e relazionale in cui la squadra diventa un brand e una fonte continua di contenuti.

In parallelo, la sostenibilità e il legame con il territorio diventano centrali. I club sono chiamati a integrare la responsabilità sociale, la formazione, la sostenibilità ambientale e le dinamiche comunitarie nella propria strategia. È in quest'ottica che il calcio femminile, le squadre giovanili, gli eSport e i progetti con finalità sociali rappresentano nuove aree di espansione strategica. Un'evoluzione che richiede non solo capitali, ma soprattutto competenze manageriali avanzate capaci di governare l'intersezione tra sport, innovazione, tecnologia e impatto sociale.

In conclusione, il modello "Extended Experience Enterprise" si configura come una proposta ambiziosa e innovativa per affrontare le sfide contemporanee dell'industria calcistica, offrendo una visione integrata che combina tecnologia, sostenibilità e centralità dell'esperienza del tifoso. Tuttavia, è necessario interrogarsi sulla reale replicabilità di questo paradigma al di fuori dell'élite calcistica europea. I club di dimensioni minori o inseriti in contesti economici meno sviluppati potrebbero infatti incontrare difficoltà nell'adottare integralmente tale modello, a causa della limitata disponibilità di risorse e infrastrutture digitali. Per rendere questo approccio realmente inclusivo e scalabile, occorrerebbe elaborare una versione adattata e modulare, capace di valorizzare l'identità territoriale, le reti locali e le pratiche di sostenibilità sociale, promuovendo così una trasformazione del calcio più equa e partecipata.

In questa prospettiva, il modello può essere letto anche attraverso le lenti dello stakeholder capitalism, il quale propone una governance orientata non esclusivamente al profitto degli azionisti, ma al bilanciamento degli interessi di tutti i portatori di interesse, inclusi tifosi, comunità locali, sponsor, dipendenti e istituzioni. Applicare tale logica nel contesto calcistico significa ripensare il club non solo come un'entità economica, ma come un vero e proprio attore sociale radicato nel territorio e responsabile del proprio impatto ambientale, culturale ed economico.

Questa visione è coerente con quanto emerso da una serie di studi recenti. La tesi di dottorato di Richard Irving (2023) dimostra, attraverso un'analisi multilivello e una solida base empirica, che i modelli di proprietà comunitaria nel calcio inglese e gallese, come quelli promossi dai supporters' trusts, non solo favoriscono una gestione democratica e trasparente, ma permettono anche una maggiore sostenibilità a lungo termine. I club gestiti con coinvolgimento diretto dei tifosi tendono infatti a radicarsi nel tessuto sociale locale e a rispondere con più efficacia alle istanze ambientali e sociali.

Analogamente, Bull e Whittam (2020) evidenziano come i club calcistici possano generare valore in modi profondamente diversi a seconda dell'orientamento imprenditoriale dei proprietari. I loro risultati mostrano che l'orientamento "localista" e "da tifoso" tende a creare valore sostenibile nel tempo, mentre gli approcci puramente speculativi (orientamento investitore o politico) portano più spesso a disallineamenti e instabilità. In particolare, emerge che i club gestiti da soggetti vicini al territorio manifestano un migliore equilibrio tra capitale economico, culturale, sociale e strategico.

Infine, Pittz et al. (2020), attraverso un confronto tra modelli statunitensi ed europei, introducono l'interessante teoria di Maximized Value Partnership (MVP). Questo modello rappresenta una sintesi innovativa fra partecipazione dei tifosi, reinvestimento dei profitti e valorizzazione degli stakeholder secondari, come le comunità locali e le piccole imprese. L'approccio suggerito dagli autori converge con il principio cardine dello stakeholder capitalism: la creazione di valore condiviso e duraturo per l'intero ecosistema sportivo, oltre i meri interessi finanziari degli azionisti.

Alla luce di questi studi, l'interpretazione del modello Extended Experience Enterprise proposta da Ortenzi (2023) si colloca all'interno di un filone teorico e pratico sempre più rilevante che è quello che promuove una trasformazione del club calcistico in soggetto attivo di sostenibilità, capace di coniugare armonicamente visione imprenditoriale, responsabilità sociale e partecipazione diffusa.

Per concretizzare questa visione, è fondamentale costruire un framework regolativo basato su dati oggettivi e indicatori misurabili. Questo permetterebbe alle società di posizionarsi all'interno di parametri comuni e verificabili, rendendo la governance più efficace e trasparente. Organismi come UEFA, FIFA o enti indipendenti potrebbero svolgere un ruolo di monitoraggio, premiando le realtà virtuose e applicando sanzioni proporzionali alle infrazioni rilevate (come multe economiche, limitazioni sul mercato, penalizzazioni in classifica o esclusioni dalle competizioni europee).

Proprio in questa direzione si muove il presente elaborato: attraverso l'analisi dei bilanci delle principali società calcistiche e la selezione di indicatori economico-finanziari rilevanti, l'obiettivo è sviluppare un modello operativo che renda valutabile e confrontabile il livello di sostenibilità e performance gestionale delle società. L'elaborazione di questi dati mediante il software MATLAB consentirà di fornire una base solida per l'elaborazione di un sistema di rating o classificazione, capace di supportare decisioni strategiche future in linea con i principi dello stakeholder capitalism.

2.2 KPI e modelli di valutazione per le società sportive: focus sulla green economy

Nel contesto dell'industria calcistica contemporanea, la crescente attenzione verso la sostenibilità ha reso necessario l'utilizzo di strumenti oggettivi per valutare l'efficacia delle strategie adottate dai club. Nel tentativo di misurare l'impatto delle strategie sostenibili adottate dai club calcistici, risulta fondamentale ancorare l'analisi a modelli di valutazione riconosciuti e solidamente affermati nella letteratura e nella prassi internazionale. Diverse strutture concettuali sono state sviluppate per guidare imprese e organizzazioni, inclusi gli attori dello sport, nell'individuazione di indicatori chiave di performance (KPI) in ambito ambientale, sociale ed economico.

I KPI, acronimo di Key Performance Indicators, sono indicatori quantitativi e qualitativi che consentono di misurare il grado di raggiungimento di determinati obiettivi strategici specifici. La loro funzione principale è quella di guidare la gestione, il monitoraggio e il miglioramento continuo delle prestazioni, garantendo una visione trasparente e strutturata delle attività svolte.

Nel settore calcistico, i KPI non si limitano a misurare solo le performance sportive o finanziarie, ma includono anche aspetti legati alla sostenibilità ambientale, all'impatto sociale e alla governance. Ad esempio, tra i KPI economico-finanziari troviamo l'EBITDA, il livello di indebitamento e il valore di mercato della rosa. In ambito ambientale, i KPI possono includere il consumo energetico degli impianti sportivi, la percentuale di utilizzo di energie rinnovabili, la quantità di emissioni di CO₂ prodotte e le iniziative per la mobilità sostenibile. Dal punto di vista sociale, invece, è possibile monitorare la presenza di donne in posizioni di leadership, l'inclusione di minoranze, il numero di iniziative sociali promosse sul territorio e il livello di engagement dei tifosi, misurabile ad esempio attraverso interazioni digitali o tassi di abbonamento. Quindi, i KPI, non solo permettono di monitorare i progressi nel tempo, ma favoriscono anche una comunicazione trasparente con gli stakeholder e una comparabilità efficace tra club diversi, sia a livello nazionale che internazionale. In questo modo, i KPI diventano un collegamento essenziale tra i principi della sostenibilità e la gestione operativa quotidiana. Un contributo significativo alla strutturazione di KPI in ambito sportivo è stato fornito direttamente dalla UEFA, attraverso il documento strategico "Strength Through Unity" (UEFA, 2022), che rappresenta il primo piano complessivo di sostenibilità ambientale, sociale ed economica del calcio europeo. In questa roadmap al 2030, l'organizzazione definisce 11 policy chiave e associa a ciascuna di esse una serie di obiettivi misurabili e KPI specifici, finalizzati a guidare i club e le federazioni affiliate verso una trasformazione sostenibile e responsabile.

Nell'ambito ambientale, vengono stabiliti target ambiziosi come la riduzione del 50% delle emissioni di gas serra entro il 2030 e il raggiungimento della carbon neutrality entro il 2040, insieme all'eliminazione dei rifiuti plastici e alimentari nelle competizioni UEFA. I KPI previsti includono il calcolo delle emissioni totali e per evento, il numero di eventi monitorati tramite sistemi di misurazione ambientale e la percentuale di materiali sostenibili impiegati.

A livello sociale, il piano pone enfasi su inclusione, tutela dei minori, salute mentale, promozione dell'attività fisica e lotta contro ogni forma di discriminazione. Tra i KPI rientrano la percentuale di federazioni con policy antidiscriminatorie, il numero di programmi formativi sul benessere, la presenza di donne e persone con disabilità nei ruoli dirigenziali, oltre al monitoraggio di episodi di razzismo o abusi.

Anche la dimensione economica e di governance è integrata nella strategia, con obiettivi quali l'introduzione sistematica di criteri ESG nei bandi UEFA, la valutazione di sostenibilità delle infrastrutture sportive, la formazione delle federazioni sui principi di buona governance e il raccordo con gli standard SDG dell'ONU. In questo senso, il piano UEFA rappresenta un esempio virtuoso di standardizzazione dei KPI e di integrazione verticale della sostenibilità nella governance sportiva. La presenza di obiettivi temporali (es. 2030), unita alla definizione precisa di indicatori quantitativi e qualitativi, permette non solo il monitoraggio, ma anche la comparabilità tra club e federazioni, contribuendo alla creazione di una cultura condivisa della sostenibilità nel calcio europeo.

Tabella 2 *Strutturazione delle policy UEFA 2030 in relazione ai tre pilastri ESG: obiettivi e indicatori*

AMBITO	POLICY UEFA 2030	OBIETTIVO UEFA 2030	KPI
<i>AMBIENTALE</i>	Emergenza climatica	Riduzione del 50% delle emissioni di gas serra entro il 2030 e promuovere la neutralità climatica entro il 2040	Quantità totale di emissioni CO ₂ equivalenti per evento/sede
<i>AMBIENTALE</i>	Economia Circolare	Uso efficiente delle risorse	Percentuale di rifiuti riciclati o riutilizzati
<i>SOCIALE</i>	Anti razzismo	Promuovere ambienti di gioco e tifoserie liberi da ogni forma di discriminazione	Numero di campagne, eventi o policy attive contro il razzismo
<i>SOCIALE</i>	Tutela dei minori e giovani	Garantire ambienti sicuri e inclusivi per minori	Numero di iniziative/progetti rivolti a minori
<i>SOCIALE</i>	Uguaglianza e inclusione	Aumentare l'inclusione e la diversità	Presenza di policy DEI (Diversity, Equity & Inclusion) nelle federazioni
<i>SOCIALE</i>	Calcio per tutte le abilità	Garantire l'accesso allo sport a persone con disabilità	Percentuale di persone con disabilità coinvolti in ruoli tecnici o dirigenziali
<i>SOCIALE</i>	Salute e benessere	Promuovere la salute mentale e fisica tramite il calcio	Numero di programmi attivi per il benessere psicologico
<i>SOCIALE</i>	Sostegno ai rifugiati	Favorire l'integrazione dei rifugiati attraverso il calcio	Numero di progetti di inclusione dedicati ai rifugiati
<i>SOCIALE</i>	Emergenza e diritti	Garantire supporto nelle crisi e protezioni dei diritti umani	Numero di collaborazioni attive con ONG o enti umanitari
<i>GOVERNACE</i>	Sostenibilità degli eventi	Integrare criteri ESG nell'organizzazione degli eventi	Percentuale di eventi UEFA con standard ESG applicati
<i>GOVERNACE</i>	Sostenibilità delle infrastrutture	Appalti e bandi sostenibili per il trasporto dei tifosi	Percentuale di infrastrutture certificate o alimentate da fonti rinnovabili

Tuttavia, i KPI, non possono essere considerati in modo isolato. Per diventare davvero efficaci, devono essere inseriti all'interno di modelli di valutazione che aggregano, analizzano e confrontano tali indicatori per offrire una visione olistica delle performance. I principali modelli utilizzati nel contesto calcistico includono:

- *SDG Compass*: consente di allineare le performance aziendali agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) dell'Agenda 2030, favorendo l'integrazione sistemica della sostenibilità nella strategia organizzativa. La mappatura degli SDG più rilevanti per il contesto calcistico è stata realizzata a partire dall'analisi del documento UEFA Strength Through Unity, da cui sono stati ricavati gli obiettivi strategici e i relativi KPI riportati nella tabella precedente. In particolare, le aree d'intervento della UEFA sono state associate ai seguenti Obiettivi di Sviluppo Sostenibile:
 - **SDG 3** – Salute e benessere (es. promozione salute mentale, sostenibilità degli eventi)
 - **SDG 4** – Istruzione di qualità (educazione ambientale e sociale attraverso il calcio)
 - **SDG 5** – Parità di genere (inclusione femminile, policy DEI)
 - **SDG 6** – Acqua pulita e servizi igienico-sanitari (gestione sostenibile degli eventi)
 - **SDG 7** – Energia pulita e accessibile (uso di fonti rinnovabili negli stadi)
 - **SDG 8** – Lavoro dignitoso e crescita economica (occupazione sportiva e formazione)
 - **SDG 9** – Imprese, innovazione e infrastrutture (sostenibilità delle infrastrutture sportive)
 - **SDG 10** – Riduzione delle disuguaglianze (accessibilità allo sport, lotta al razzismo, supporto ai rifugiati)
 - **SDG 11** – Città e comunità sostenibili (emergenza e diritti, impatto urbano degli eventi)
 - **SDG 12** – Consumo e produzione responsabili (economia circolare, gestione rifiuti)
 - **SDG 13** – Lotta al cambiamento climatico (riduzione emissioni, transizione energetica)
 - **SDG 16** – Pace, giustizia e istituzioni solide (governance trasparente, tutela dei minori e diritti umani)
- *Il modello ESG (Environmental, Social, Governance)*, che consente di valutare l'impegno del club su tre pilastri fondamentali della sostenibilità. La UEFA, con il proprio piano "Strength Through Unity" e le più recenti regolamentazioni CLFS 2024, ha introdotto linee guida coerenti con i criteri ESG, richiedendo ai club maggiore trasparenza, riduzione dell'impatto ambientale e impegno verso la responsabilità sociale.
- *Il GRI (Global Reporting Initiative)*, che offre linee guida dettagliate per la rendicontazione della sostenibilità a livello aziendale e sportivo. Il Global Reporting Initiative (GRI) rappresenta uno dei principali standard internazionali per la rendicontazione della sostenibilità, adottato da migliaia di organizzazioni a livello globale. Il suo obiettivo è offrire un quadro sistematico e comparabile per la comunicazione delle performance ambientali, sociali ed economiche delle imprese, attraverso un approccio trasparente, volontario e orientato agli stakeholder (Dallai & Riva, 2021). La struttura dei GRI Standards è articolata in:

- Universal Standards (GRI 1, GRI 2 e GRI 3): obbligatori per tutti gli enti che redigono un report secondo GRI. Riguardano il profilo dell'organizzazione, il processo di rendicontazione e la definizione dei temi materiali.

Esistono inoltre i Topic-specific Standards, suddivisi in tre macro-aree:

- GRI 200 – Economici: includono indicatori su impatto economico diretto e indiretto, politica fiscale, pratiche anticorruzione e approvvigionamenti.
- GRI 300 – Ambientali: riguardano consumo di risorse, gestione dei rifiuti, emissioni, cambiamento climatico e biodiversità.
- GRI 400 – Sociali: coprono aspetti come diritti umani, parità di genere, condizioni di lavoro, salute e sicurezza, relazioni con la comunità.

Uno degli elementi centrali dell'approccio GRI è l'analisi di materialità, ovvero l'identificazione dei temi che risultano significativi sia per l'impatto dell'organizzazione, sia per le aspettative degli stakeholder. Attraverso consultazioni, questionari e coinvolgimento diretto, si costruisce una matrice di materialità che guida le priorità di rendicontazione (Dallai & Riva, 2021). La definizione dei contenuti di un report GRI si basa su due insiemi di principi fondamentali:

- Per il contenuto del bilancio: inclusione degli stakeholder, contesto di sostenibilità, materialità, completezza.
- Per la qualità del bilancio: accuratezza, equilibrio, chiarezza, comparabilità, affidabilità e tempestività.

Negli ultimi anni, il GRI ha introdotto anche gli Standard settoriali (GRI Sector Standards), che forniscono linee guida adattate a settori specifici ad alto impatto, tra cui media, oil & gas, utilities ed eventi sportivi. Questo consente una rendicontazione più aderente alla natura operativa delle organizzazioni (Dallai & Riva, 2021). Il valore aggiunto dell'approccio GRI risiede quindi nella comparabilità dei dati, nella struttura modulare adattabile a diversi contesti, e nella capacità di coinvolgere gli stakeholder in modo sistematico nel processo di reporting e miglioramento.

- *Il Sustainability Balanced Scorecard*, estende il BSC classico integrando dimensioni ambientali e sociali. In area scandinava e tedesca, club come il Malmö FF e il FC St. Pauli hanno iniziato a sperimentare questo approccio per diffondere responsabilità sostenibili nei diversi reparti.
- *Lo Stadium Sustainability Scorecard*, si concentra esclusivamente sulle strutture sportive, misurando ad esempio l'efficienza energetica, la gestione dei rifiuti e le soluzioni tecnologiche per ridurre l'impatto ambientale degli stadi.
- *Il Triple Bottom Line (TBL)* ideato da John Elkington nel 1997, propone un nuovo approccio per valutare il successo aziendale, basato non solo sui risultati economici, ma anche sulle performance sociali e ambientali. L'idea centrale è che le imprese debbano perseguire la sostenibilità lungo tre direttrici integrate: profitto (economia), persone (società) e pianeta (ambiente). Questo approccio richiede alle aziende un cambiamento culturale e operativo profondo, che coinvolge valori etici,

trasparenza, cooperazione con la società civile, attenzione al ciclo di vita dei prodotti e una visione di lungo periodo.

Nonostante la crescente attenzione accademica e istituzionale verso la sostenibilità nello sport, la letteratura mostra una certa frammentazione nell'identificazione di modelli valutativi strutturati e universalmente adottati. Esistono numerosi KPI riconosciuti a livello internazionale, spesso mutuati da altri settori, ma raramente questi vengono aggregati in framework coerenti, replicabili e comparabili tra club diversi. In altre parole, mentre gli indicatori esistono, i modelli valutativi standardizzati sono ancora in fase embrionale o applicati in modo eterogeneo.

Proprio per questo, risulta essenziale elaborare un framework valutativo che, a partire da KPI numerici chiari, consenta di mappare oggettivamente le performance di sostenibilità dei club calcistici.

Questo strumento permetterebbe non solo di monitorare gli impatti ambientali, sociali ed economici delle attività calcistiche, ma anche di creare benchmark e meccanismi premiali o correttivi, fondamentali in ottica di governance regolamentare.

Oltre a essere strumenti di misurazione, i modelli di valutazione della sostenibilità svolgono un ruolo strategico nei processi decisionali delle società sportive. La loro integrazione nei sistemi di governance consente infatti ai club di costruire politiche strutturate e orientate alla trasparenza, alla rendicontazione e alla creazione di valore condiviso. In questa prospettiva, la sostenibilità si trasforma da semplice adempimento o leva reputazionale in pilastro fondante della gestione aziendale. Esempi concreti di applicazione dei modelli sopracitati esistono, ma la loro diffusione nel calcio europeo è ancora limitata e frammentata. Attualmente manca un sistema integrato e armonizzato di regolazione e controllo da parte delle istituzioni calcistiche internazionali, che renda questi modelli realmente comparabili tra club diversi.

- Il più volte citato **modello ESG** consente alle organizzazioni di rendicontare e comunicare in modo strutturato il proprio impegno su una vasta gamma di tematiche legate alla sostenibilità, tra cui la riduzione delle emissioni e il consumo energetico, l'adozione di pratiche di economia circolare, la tutela della biodiversità, la promozione dell'inclusione e della parità di genere, il benessere dei dipendenti, la relazione con le comunità locali, la trasparenza gestionale e la qualità dei processi decisionali. Questo approccio è stato progressivamente integrato anche da diversi club calcistici, tra cui Manchester United, Juventus e Bayern Monaco, attraverso la pubblicazione di bilanci non finanziari e l'adozione di strategie coerenti con i tre pilastri ambientale, sociale e di governance. A titolo di esempio:
 - Manchester United ha pubblicato un sustainability report in cui rende conto delle azioni intraprese per ridurre l'impatto ambientale del club, promuovere l'inclusione e migliorare la trasparenza organizzativa.
 - Juventus ha inserito nel proprio bilancio ESG indicatori specifici relativi al consumo energetico degli impianti, alla parità di genere nello staff e al dialogo con le scuole e il territorio.

- Bayern Monaco ha sviluppato una strategia di sostenibilità che include obiettivi ambientali, politiche sociali inclusive e un sistema di governance trasparente e coerente con i principi etici del club.
- D'altro canto anche il **GRI (Global Reporting Initiative)** è stato adottato dalle società che seguono:
 - FC Barcelona: il club catalano ha pubblicato un report di sostenibilità seguendo le linee guida GRI, rendicontando le proprie attività in termini di impatto ambientale (consumo energetico, gestione dei rifiuti, iniziative plastic-free), sociale (progetti educativi e inclusivi, promozione dei diritti dei minori) ed economico (contributo al PIL locale, politiche di salario e governance).
 - Athletico Paranaense (Brasile): tra i primi ad applicare in Sud America il modello GRI in ambito sportivo, ha integrato la rendicontazione GRI con focus sulla neutralità carbonica dello stadio e sull'inclusione sociale.
- Infine, lo **Stadium Sustainability Scorecard**, adottato da club come il Tottenham Hotspur, consente una valutazione mirata dell'impatto ambientale delle infrastrutture sportive: dalla gestione dei rifiuti all'accessibilità, fino alla qualità dell'aria.
- Oltre ai club europei, anche realtà extra-europee iniziano ad applicare tali modelli: il Seattle Sounders FC (MLS) ha integrato il modello ESG nei propri report, mentre l'Athletico Paranaense (Brasile) ha avviato un processo di rendicontazione sostenibile ispirato al GRI, come illustrato precedentemente.

I modelli di valutazione analizzati, fanno riferimento a quelle strutture concettuali adottate per misurare e rappresentare in modo sistematico la sostenibilità di un'organizzazione. Tali modelli, come il GRI, l'ESG o il Sustainability Balanced Scorecard, hanno l'obiettivo di aggregare e correlare una serie di indicatori (KPI) ambientali, sociali ed economici, offrendo una visione insiemistica delle performance e supportando i processi decisionali, la rendicontazione e il miglioramento continuo.

È opportuno distinguere questi modelli dai più tradizionali strumenti di valutazione aziendale utilizzati in ambito finanziario – come il Discounted Cash Flow (DCF) o i multipli di mercato – che servono a stimare il valore economico complessivo di un'impresa in caso di acquisizione, cessione o investimento.

Tuttavia, la crescente centralità della sostenibilità nei criteri di valutazione degli investitori sta progressivamente avvicinando questi due ambiti: integrare modelli di sostenibilità nella governance può infatti contribuire ad accrescere il valore percepito dell'azienda, rafforzarne la reputazione e renderla più attrattiva sul mercato dei capitali.

Questo legame tra sostenibilità e valore d'impresa verrà ulteriormente esplorato nel paragrafo successivo (2.3), dedicato al rapporto tra sostenibilità e valore del brand nel calcio moderno.

In conclusione, nonostante la presenza di numerosi strumenti, manca ancora un sistema integrato e standardizzato che consenta di confrontare efficacemente le performance sostenibili tra club diversi. L'adozione sistematica di questi modelli, unita alla standardizzazione dei KPI, è un passo fondamentale per rendere comparabili le performance di sostenibilità tra club appartenenti a leghe, Paesi e contesti economici differenti.

Inoltre, rappresenta la base su cui costruire meccanismi di regolazione, premialità o sanzione, in grado di incentivare un cambiamento virtuoso nel settore. Questa prospettiva sarà ulteriormente sviluppata nei prossimi capitoli dell'elaborato, dove verranno individuati alcuni indicatori chiave da applicare a un campione di società calcistiche europee e non, con l'obiettivo di proporre un framework valutativo sostenibile e replicabile. Infatti, l'effettiva applicazione di questi modelli e KPI verrà proposta nel prossimo capitolo, dove verrà sviluppato un framework comparativo attraverso una selezione di indicatori numerici misurabili, applicabili ai principali club europei, tra cui A.C. Milan. L'elaborazione di un framework valutativo costruito su KPI numerici aggregabili rappresenta quindi un importante contributo metodologico.

2.3 Sostenibilità e valore del brand nel calcio moderno

Come introdotto nel paragrafo precedente, il focus ora si sposta sull'influenza che le attività di sostenibilità esercitano sul valore del brand nel calcio. Per comprendere appieno in che modo i nuovi megatrend internazionali e le recenti politiche stiano trasformando l'identità dei club calcistici, è prima necessario chiarire cosa si intenda per brand in ambito calcistico e come tale concetto si sia evoluto nel tempo.

Il concetto di brand ha assunto un ruolo centrale nella definizione del valore e della strategia dei club. Il legame emotivo tra tifosi e squadre, particolarmente forte in Paesi come l'Italia, ha contribuito alla trasformazione delle società sportive in veri e propri *lovemark*, ovvero marchi capaci di generare fedeltà e coinvolgimento emotivo che vanno oltre la razionalità (Giangreco, 2022). Questa trasformazione si è sviluppata lungo un percorso che va dal mecenatismo sportivo degli anni '50 (emblemizzato dalla figura di Angelo Moratti all'Inter) all'attuale modello di impresa sportiva, in cui i club operano come aziende orientate al profitto, capaci di generare miliardi di euro in ricavi. È in questo scenario che nasce il calcio branding, ovvero l'insieme delle strategie di marketing finalizzate ad accrescere visibilità, fan-base e valore economico del club.

Le principali leve strategiche del football branding, come evidenziato da Mungen Liu (2024), si articolano attorno a quattro dimensioni centrali: la fan-base, i giocatori, lo stadio e il rebranding.

In primo luogo, la fan-base è oggi considerata un asset strategico a tutti gli effetti. Nel calcio contemporaneo, i tifosi non rappresentano più un pubblico passivo, ma contribuiscono attivamente alla generazione di valore per il club, non solo attraverso la partecipazione alle partite o l'acquisto di merchandising, ma anche grazie all'engagement digitale, alla capacità di attrarre sponsor e alla costruzione dell'identità del marchio. La fidelizzazione della fan-base richiede dunque un approccio analitico e segmentato, capace di cogliere la varietà di comportamenti e attitudini. In questa prospettiva, il modello proposto da Daniel Mahony (2000) risulta particolarmente utile, poiché distingue quattro categorie di tifosi in base alla combinazione tra lealtà psicologica e lealtà comportamentale: i True Loyalists, fedeli sia emotivamente che attivamente; gli Spurious Loyalists, attivi ma scarsamente legati dal punto di vista affettivo; i Committed Casuals, coinvolti sul piano emotivo ma meno presenti nella quotidianità del club; e infine i Carefree Casuals, poco partecipi sotto entrambi i profili. Questa segmentazione consente ai club di elaborare strategie di marketing mirate, con l'obiettivo di trasformare i tifosi occasionali in sostenitori fedeli e coinvolti, contribuendo così al rafforzamento del brand. Accanto alla fan-base, un'altra leva fondamentale è rappresentata dai giocatori, veri e propri asset intangibili. Come già sottolineato nel primo paragrafo del capitolo, il calciatore moderno non è solo un atleta, ma una figura mediatica con un forte potere simbolico. La gestione del personal branding degli atleti può infatti influenzare positivamente, o negativamente, la reputazione del club. Sempre più spesso, i giocatori condividono momenti della loro vita privata sui social media, instaurando un rapporto diretto con il pubblico. È il caso, ad esempio, delle dirette Twitch di Sergio Agüero, delle attività musicali di Moise Kean e Rafael Leão o della passione dichiarata di Neymar per il gaming. Questi elementi costruiscono una narrazione personale che genera visibilità e coinvolgimento, trasformando il calciatore in un brand autonomo.

In questo contesto, si assiste a una trasformazione profonda del tifo: il supporto a un calciatore può ormai prescindere dall'appartenenza al club, perché l'identificazione avviene sempre più spesso attraverso il singolo atleta e la sua immagine pubblica. I calciatori diventano così strumenti attivi nella strategia comunicativa dei club, con un pubblico proprio e una narrazione multicanale.

Un ulteriore elemento distintivo del branding calcistico è rappresentato dallo stadio, che oggi assume un ruolo che va ben oltre la funzione di luogo fisico per lo svolgimento delle partite. Gli impianti di proprietà sono veri e propri touchpoint esperienziali e simbolici, in grado di valorizzare il brand attraverso pratiche di heritage marketing, attività museali e percorsi immersivi dedicati ai tifosi. Esempi emblematici in tal senso sono il Camp Nou del FC Barcelona e l'Allianz Stadium della Juventus, che integrano lo stadio all'interno di una più ampia narrazione identitaria del club.

Infine, il rebranding rappresenta una leva sempre più diffusa per aggiornare la brand identity e rafforzare il posizionamento sul mercato globale. Club come Juventus e Paris Saint-Germain hanno adottato strategie di rinnovamento visivo, ridefinendo loghi, linguaggi estetici e approcci comunicativi. A queste scelte si affiancano iniziative come l'apertura al calcio femminile, la collaborazione con brand internazionali (come Nike e Jordan) e l'espansione verso il lifestyle branding, che estende l'influenza del club ben oltre l'ambito sportivo.

Nel contesto economico attuale la sostenibilità ha cessato di essere un semplice adempimento etico per diventare una leva concreta di creazione di valore, anche sotto il profilo finanziario. Come mostrato nel capitolo 1, l'evidenza empirica dimostra che le aziende con elevate performance ESG tendono a ottenere risultati migliori sul mercato. La Figura 1 – "Performance difference between the S&P 500 ESG and S&P 500 indexes 2021-2024" (Statista Research Department, 2024) – ne è una chiara dimostrazione.

Il grafico confronta l'andamento dell'indice S&P 500 ESG con quello del tradizionale S&P 500 tra febbraio 2021 e febbraio 2024. Sebbene inizialmente le performance fossero allineate, dal quarto trimestre del 2021 l'indice ESG ha iniziato a sovraperformare il benchmark tradizionale con un divario medio di circa quattro punti indice. Questo vantaggio è attribuibile alla maggiore esposizione dell'indice ESG verso aziende tecnologiche e imprese con alti standard di sostenibilità, riflettendo il crescente interesse degli investitori per strategie d'investimento responsabili. Il dato suggerisce come la sostenibilità possa diventare un driver di performance economico-finanziaria, trasformandosi in un elemento strategico anche per la valutazione del valore aziendale.

Il report Brand Finance Global 500 2024 conferma il ruolo centrale della sostenibilità come leva strategica nella crescita del valore di brand. Questo report, si fonda su una metodologia conforme agli standard ISO 10668 e ISO 20671²², e combina analisi economico-finanziarie con valutazioni percettive, reputazionali e, sempre più, di sostenibilità. Due sono gli indicatori principali utilizzati dal report: il Brand Value, ovvero la stima monetaria del marchio basata sui ricavi futuri direttamente attribuibili al brand, e il Brand Strength Index (BSI), un indice su 100 punti che misura la forza del marchio sulla base di tre macro-categorie: gli investimenti effettuati sul brand (input), la percezione del brand tra i diversi stakeholder (equity), e i risultati concreti in termini di performance economica, visibilità e engagement (output).

Nel contesto tracciato dal Brand Finance Global 500 2024, è fondamentale distinguere tra i brand con il maggiore valore economico assoluto e quelli considerati più forti in termini di reputazione, fiducia, sostenibilità e coerenza strategica. Il report elabora infatti due classifiche parallele: da un lato, le 25 Most Valuable Brands, ovvero i marchi con il valore monetario più elevato; dall'altro, le 25 Strongest Brands, ossia quelli con i punteggi più alti nel Brand Strength Index (BSI), una metrica che valuta la forza complessiva del brand su una scala da 0 a 100.

La classifica delle Most Valuable Brands è dominata da aziende appartenenti prevalentemente al settore tecnologico e digitale. Al primo posto si conferma Apple, con un valore di brand pari a 517 miliardi di dollari e un incremento del 74% rispetto all'anno precedente.

Seguono Microsoft, Google, Amazon e Samsung, tutte accomunate da un'elevata capacità di generare ricavi, una solida base di utenti globali e un posizionamento strategico fortemente orientato all'innovazione.

In questa classifica, il driver principale è la capacità del brand di generare flussi di ricavi futuri, il che spiega la presenza predominante di realtà attive nei settori dell'intelligenza artificiale, del cloud computing e dell'e-commerce. Un esempio in tal senso è NVIDIA, che ha registrato la crescita più elevata all'interno della Top 25, con un aumento del 163% del proprio brand value, attribuito alla sua posizione dominante nel campo dell'intelligenza artificiale e dei semiconduttori.

Diversa è la logica che sottende alla classifica delle 25 Strongest Brands, dove a guidare la graduatoria non è la dimensione economica del marchio, bensì la sua forza intrinseca misurata tramite il BSI. Questo indice tiene conto di fattori quali la reputazione del brand presso i consumatori, la fedeltà del pubblico, la qualità della comunicazione, la coerenza nella gestione, e soprattutto la performance in termini ESG. In questa categoria, dominano brand che incarnano un'identità valoriale forte, coerente e riconosciuta.

²² La norma ISO 10668 definisce cosa si intende per "valore" di un brand e fornisce criteri per calcolarlo, combinando aspetti economico-finanziari, legali e comportamentali. Essa si focalizza sulla performance economica del marchio, valutando elementi come i flussi di reddito attesi, la reputazione, la fedeltà dei clienti e la quota di mercato. Questo approccio permette di stimare il valore monetario del brand nel tempo, tenendo conto sia degli asset tangibili sia di quelli immateriali.

La ISO 20671, invece, si concentra sulla valutazione qualitativa degli elementi immateriali che compongono un marchio – come nome, logo, riconoscibilità e percezione – utilizzando strumenti come sondaggi, analisi della reputazione e studi sul comportamento dei consumatori.

Al vertice della classifica si posiziona WeChat, con un punteggio BSI di 94,3 su 100, seguito da brand come Ferrari, Google, EY (Ernst & Young), YouTube, Instagram e Etisalat by e&. Si tratta di marchi che, pur non necessariamente rientrando nella classifica dei più “ricchi”, godono di un’alta stima pubblica, spesso costruita attraverso strategie di sostenibilità, eccellenza del prodotto, trasparenza e coinvolgimento attivo con la comunità.

Il caso di Etisalat by e&, ad esempio, è particolarmente significativo: con un BSI pari a 89,4, è stato riconosciuto come il brand telecom più forte al mondo. Questo risultato è attribuito non solo alla qualità dei servizi, ma anche alla partecipazione attiva in eventi globali come la COP28 e alla partnership con il Manchester City, che hanno rafforzato l’immagine del brand come attore globale, moderno e sostenibile.

La differenza tra le due classifiche evidenzia quindi due traiettorie di sviluppo del valore: da un lato, troviamo brand altamente capitalizzati, trainati da performance finanziarie e capacità di generare profitti; dall’altro, marchi la cui forza risiede in una reputazione solida, in valori percepiti positivamente e in una relazione emotiva forte con il proprio pubblico.

Sebbene non sempre vi sia sovrapposizione tra le due categorie, negli ultimi anni si osserva una progressiva convergenza, in cui la forza reputazionale, legata a pratiche sostenibili e a una governance trasparente, si traduce anche in vantaggio economico e capacità di attrarre investitori.

Alla luce di ciò, diventa evidente che la forza del brand, intesa in senso qualitativo, rappresenta oggi un fattore competitivo strategico, in grado di influenzare le performance finanziarie nel medio-lungo periodo.

L’integrazione strutturale dei criteri ESG nella valutazione del Brand Strength Index (BSI) conferma inoltre che il successo di un brand non può più prescindere da una visione sostenibile, etica e orientata al futuro. Questa considerazione è ulteriormente rafforzata dal fatto che alcuni brand compaiono contemporaneamente in entrambe le classifiche, ovvero tra i 25 brand più preziosi al mondo e i 25 brand più forti in termini di BSI. Questo doppio posizionamento è indicativo di una combinazione virtuosa tra valore economico e solidità reputazionale.

Tra i casi più significativi vi è Apple, primo in assoluto per valore economico con 516,6 miliardi di dollari, e in possesso di un Brand Strength Index pari a 86,5 su 100, con rating AAA. Questo punteggio riflette la fedeltà del pubblico, la percezione di qualità dei suoi prodotti e l’efficacia della sua strategia di diversificazione, sempre più orientata verso servizi digitali e un posizionamento premium supportato anche da scelte in ambito sostenibilità. Nonostante non occupi il vertice della classifica BSI, la sua presenza in entrambe le liste mostra come un’elevata forza reputazionale rafforzi la capacità del brand di generare valore.

Anche Google figura in entrambe le classifiche: è al 3° posto per valore economico con 333 miliardi di dollari, ma si distingue anche per un BSI di 92,5, che lo colloca tra i brand più forti al mondo. Questo è il risultato di un posizionamento coerente, sostenuto da innovazione costante, accessibilità globale e crescente attenzione all’etica dell’intelligenza artificiale e alla responsabilità sociale.

Infine, anche YouTube e Instagram, si collocano tra i marchi più forti a livello globale. YouTube conquista la 2^a posizione nella classifica della brand strength con un BSI pari a 92,7/100 e rating AAA+, riflettendo la fiducia diffusa, l'elevato utilizzo quotidiano e la centralità nella cultura digitale contemporanea. Instagram, invece, si posiziona al 13° posto tra i brand più forti al mondo, con un BSI di 88,6/100 e rating AAA+, grazie alla sua capacità di costruire una community altamente coinvolta e alla percezione di modernità e attenzione ai temi sociali.

L'intersezione tra le due classifiche evidenzia che i brand capaci di coniugare performance finanziaria e solidità reputazionale – anche attraverso i criteri ESG – sono quelli che costruiscono il vantaggio competitivo più duraturo.

L'analisi di questi brand extra-settoriali come Apple, Google, YouTube e Instagram ha l'obiettivo di mostrare come i fattori reputazionali, l'impegno ESG e la coerenza valoriale costituiscano ormai elementi determinanti per la costruzione del brand in ogni industria, compresa quella sportiva.

In particolare, il successo di questi marchi dimostra che la sostenibilità non è solo una leva etica, ma una scelta strategica in grado di generare fedeltà, consolidare la community di riferimento e creare un vantaggio competitivo duraturo.

Traslando questo scenario al settore calcistico, è possibile affermare che la sostenibilità può influire in modo significativo anche sul valore del brand di un club. In un'industria sempre più globalizzata e competitiva come quella del calcio, l'identità del club non si costruisce più solo attraverso i risultati sportivi, ma anche grazie alla coerenza valoriale, alla reputazione e alla capacità di rispondere alle sfide ambientali, sociali e di governance.

Proprio queste ultime metriche stanno assumendo un peso sempre più rilevante, a testimonianza del fatto che l'attenzione ai fattori ESG non rappresenta più una dimensione accessoria, ma una componente strutturale nella costruzione della reputazione e del valore di un club.

In particolare, le classifiche annuali pubblicate da Brand Finance confermano che le squadre con brand più solidi sono anche quelle con maggiori successi sportivi e ritorni economici.

L'edizione 2024 della classifica è stata dominata dal Real Madrid, che ha riconquistato il primo posto con un valore di brand stimato in 1,7 miliardi di euro e un BSI pari a 96,3 su 100, il più alto in assoluto tra i club calcistici e superiore anche a quello di marchi commerciali iconici come Ferrari o Google. A determinare questo primato non è stato solo il successo sportivo, ma un insieme di fattori che spaziano dalla solidità finanziaria agli investimenti infrastrutturali (come la ristrutturazione del Santiago Bernabéu), fino alla gestione integrata del brand, discussa nel precedente capitolo, e all'acquisizione di giocatori dal forte appeal commerciale come Kylian Mbappé.

Al secondo posto si posiziona il Manchester City, con un valore di 1,61 miliardi e un incremento annuale del 7%. La sua forza è legata a una strategia manageriale fortemente orientata all'innovazione, alla digitalizzazione e all'espansione su scala globale.

Per espandere la propria fanbase globale, il Manchester City FC intraprenderà un "Champions 4-In-A-Row Trophy Tour", un'iniziativa promozionale e celebrativa organizzata per festeggiare la storica conquista del quarto titolo consecutivo di Premier League (un traguardo mai raggiunto prima nella storia del calcio inglese), in collaborazione con il partner ufficiale del club "Etihad Airways".

Il tour segue il "Treble Trophy Tour" dell'anno scorso, che ha toccato 21 paesi. Queste iniziative mirano a creare esperienze autentiche e coinvolgenti per la fanbase globale del club, rafforzando il coinvolgimento dei fan e guidando anche le opportunità commerciali e la crescita dei ricavi.

Il terzo gradino del podio è occupato dal FC Barcelona, che ha registrato un notevole incremento del 12,3% rispetto all'anno precedente, nonostante le difficoltà legate al tetto salariale e alla crisi economica post-pandemia. Il club catalano ha saputo valorizzare la propria identità storica, il ruolo della cantera e le partnership strategiche, come quella con Spotify, mentre si prepara alla riapertura del Camp Nou come infrastruttura di nuova generazione.

Seguono, nella Top 10, Manchester United, Liverpool, Bayern Monaco, Paris Saint-Germain, Arsenal, Tottenham e Chelsea.

In particolare, il Liverpool merita una menzione speciale: nonostante un incremento solo marginale del valore (+1,5%), il club ha ottenuto uno dei punteggi BSI più elevati (93,7/100), grazie al suo impegno strategico in ambito ESG. Il progetto "The Red Way", già analizzato nello scorso capitolo, basato su iniziative di inclusione, sostenibilità ambientale e responsabilità sociale, ha rafforzato la percezione del club come attore responsabile, aumentando il suo appeal per sponsor e investitori.

Al contrario, Tottenham Hotspur e Chelsea risultano essere gli unici club della Top 10 a registrare una flessione nel valore del proprio brand rispetto all'anno precedente. In particolare, il valore di brand del Tottenham è diminuito del 3,2%, mentre quello del Chelsea ha subito una contrazione del 2,7%, segnando un'inversione di tendenza rispetto alla crescita degli altri club d'élite. Queste variazioni negative rappresentano il riflesso tangibile di una certa instabilità sportiva e di una mancanza di coerenza strategica a lungo termine, che si manifesta tanto nella gestione societaria quanto nelle scelte di mercato. Tali dati rafforzano l'assunto che, in assenza di una visione integrata e sostenibile del progetto sportivo e manageriale, l'investimento massiccio in singoli cartellini non si traduce automaticamente in risultati positivi, né sul campo né sul piano reputazionale. Dall'altra parte, questa strategia, può compromettere l'identità del club, generare aspettative disallineate e danneggiare la percezione del brand da parte di tifosi, sponsor e investitori. L'esempio di Chelsea, in particolare, dimostra come l'instabilità nella governance e il continuo turnover tecnico possano erodere il capitale simbolico costruito nel tempo, portando a un indebolimento della brand equity anche in presenza di rilevanti investimenti economici.

Dal punto di vista geografico, il report conferma la predominanza europea nella creazione di valore nel calcio: il 90% dei club presenti nella Top 50 proviene da cinque Paesi europei (Regno Unito, Spagna, Germania, Italia e Francia). Il Regno Unito domina con 17 club, che insieme generano oltre il 43% del valore totale della classifica.

Inoltre, il report evidenzia come alcune aree extraeuropee, in particolare il Brasile e gli Stati Uniti, stiano mostrando segnali di evoluzione nella valorizzazione del brand calcistico.

Sebbene nessun club di queste regioni compaia ancora nella Top 50 globale, il documento sottolinea come la Série A brasiliana e la Major League Soccer (MLS) stiano investendo in strategie digitali, campagne innovative e tecnologie immersive per rafforzare il legame con i tifosi e aumentare la visibilità internazionale. Esempi come le iniziative digitali di Flamengo e Palmeiras in Brasile, o l'adozione di realtà aumentata e applicazioni interattive da parte di diversi club MLS, testimoniano l'interesse crescente verso la costruzione di un'identità di marca solida e attrattiva. Queste dinamiche suggeriscono che, nel medio periodo, anche club extraeuropei potrebbero entrare nella classifica globale, a condizione che riescano a coniugare coinvolgimento dei fan, sviluppo digitale e consolidamento commerciale, elementi oggi essenziali per la valorizzazione sostenibile di un brand calcistico.

La dinamica dei punteggi BSI tra il 2023 e il 2024 mostra, infine, come l'evoluzione del valore di brand non dipenda unicamente dai trofei vinti o dai ricavi generati, ma dalla capacità di costruire una narrazione coerente, sostenibile e partecipata, in cui il club assume un ruolo attivo nella comunità e nei processi di trasformazione sociale. Il caso Real Madrid, così come quelli di Liverpool o Bayern Monaco, dimostrano che la sostenibilità, se integrata nella strategia aziendale e nella governance, può diventare un vero e proprio motore di crescita e differenziazione competitiva nel calcio globale.

Top 10 Brand Value BSI Comparison

© Brand Finance Plc. 2024



Infine, l'analisi dei cinquanta principali brand calcistici globali ha fornito la base empirica per la definizione del campione di riferimento utile allo sviluppo del framework valutativo.

L'indagine approfondita sui bilanci societari e sulle strategie di sostenibilità adottate da tali club, combinata con un'analisi comparativa su realtà minori, consentirà di identificare un set di indicatori aggregabili e confrontabili. Tali indicatori saranno utilizzati per la costruzione dei KPI chiave e dei relativi range di misurazione, con l'obiettivo di garantire al framework flessibilità applicativa e robustezza analitica su scala internazionale.

A completamento del percorso teorico tracciato nei capitoli precedenti, si è ritenuto opportuno ampliare ulteriormente l'analisi con contributi scientifici aggiuntivi, utili ad approfondire le modalità attraverso cui la Corporate Social Responsibility (CSR) e la rendicontazione di sostenibilità vengono implementate e comunicate nelle organizzazioni sportive professionistiche, con un focus specifico sul contesto calcistico europeo e nordamericano. La scelta di focalizzarsi su queste due aree geografiche è motivata dal fatto che l'Europa e il Nord America rappresentano i contesti più avanzati sia in termini di produzione accademica sul tema, sia per quanto riguarda l'adozione concreta di pratiche CSR strutturate da parte dei club sportivi (Walzel et al., 2018). Il modello europeo si distingue per l'interazione tra istituzioni calcistiche (come UEFA e federazioni nazionali) e realtà locali, mentre quello nordamericano è trainato dall'influenza delle grandi leghe professionistiche (es. NFL, NBA, MLS), che hanno sviluppato da tempo strategie di CSR a livello corporate. In entrambi i casi, questi ecosistemi offrono spunti metodologici e strategici utili per comprendere le dinamiche evolutive della sostenibilità nello sport professionistico, pur con approcci culturali e strutturali differenti.

Uno dei contributi pionieristici è quello di Babiak e Trendafilova (2011), i quali analizzano le motivazioni e le pressioni che spingono i club nordamericani ad adottare pratiche di gestione ambientale. Gli autori mostrano come le principali leve siano di tipo reputazionale e strategico piuttosto che normativo, proponendo una classificazione dei club in base al grado di impegno verso la sostenibilità ambientale.

Zeimers, Anagnostopoulos, Zintz e Willem (2019) propongono invece una tipologia dei modelli organizzativi attraverso cui i club calcistici implementano la CSR: il *foundation model*, che prevede la creazione di fondazioni autonome; l'*in-house model*, incentrato su dipartimenti CSR interni; e il *collaborative model*, basato su partnership multi-attore. Gli autori sottolineano come la scelta del modello dipenda dalla cultura organizzativa del club e dalla sua strategia.

Un'indagine condotta per conto della UEFA da Walters e Tacon (2011) evidenzia che, pur essendo la CSR ampiamente diffusa tra le federazioni e i club europei di prima divisione, le iniziative risultano spesso frammentate e carenti di strumenti di misurazione dell'impatto. Il report raccomanda pertanto un rafforzamento delle strutture organizzative e delle pratiche di accountability.

Dal punto di vista psicologico e comportamentale, McCullough e Kellison (2016) propongono una lettura innovativa del concetto di "senso del luogo" (*sense of place*), sostenendo che il legame emotivo tra tifosi, squadra e stadio possa essere sfruttato per promuovere comportamenti sostenibili all'interno delle comunità sportive.

Infine, Walzel, Robertson e Anagnostopoulos (2018) presentano una review sistematica di 69 articoli scientifici peer-reviewed sul tema della CSR nello sport professionistico. La revisione rivela un predominio dell'approccio strumentale, orientato al miglioramento reputazionale, e denuncia una carenza di fondamenti teorici robusti e una scarsa diversificazione geografica. Gli autori auspicano lo sviluppo di modelli più etici e coerenti con un approccio inclusivo e globale.

Nel complesso, questi studi contribuiscono a costruire un framework teorico più articolato per comprendere il ruolo della rendicontazione di sostenibilità nel settore sportivo, evidenziando come essa possa fungere da leva per la creazione di valore condiviso solo se integrata in modo autentico nella strategia e nella cultura dei club. L'approfondimento della letteratura scientifica e istituzionale ha evidenziato come la sostenibilità, e in particolare la sua rendicontazione, rappresenti un elemento strategico sempre più centrale nella gestione delle società sportive. Tuttavia, l'adozione di standard di rendicontazione ESG (Environmental, Social and Governance) comporta una serie di impatti organizzativi, reputazionali e gestionali che meritano di essere valutati in modo critico. Di seguito si propone una tabella riepilogativa che sintetizza i principali vantaggi e svantaggi connessi all'adozione di standard di rendicontazione di sostenibilità da parte dei club calcistici, con riferimento sia alla letteratura accademica sia alle evidenze pratiche riscontrate nei report e nelle policy europee.

Tabella 3 Vantaggi della rendicontazione di sostenibilità nelle società sportive

Ambito	Vantaggio	Descrizione	Esempio o Fonte teorica
<i>Trasparenza</i>	Aumento della trasparenza verso stakeholder	I club comunicano in modo strutturato i propri impatti ambientali, sociali ed economici	UEFA CLFS 2024; GRI Standards
<i>Reputazione</i>	Rafforzamento della reputazione e attrattività del brand	La pubblicazione di report ESG migliora la percezione pubblica e l'immagine del club	Babiak & Trendafilova (2011); Ortenzi (2023)
<i>Accesso ai capitali</i>	Maggiore accesso a fondi sostenibili e sponsor ESG-oriented	Gli investitori premiano club con politiche di sostenibilità credibili	Pittz et al. (2020); Brand Finance (2024)
<i>Allineamento normativo</i>	Conformità a standard richiesti da UEFA, FIFA e SDGs	Adeguarsi ai requisiti imposti da federazioni e organismi internazionali	UEFA Strength Through Unity; SDG Compass
<i>Gestione interna</i>	Migliore controllo delle performance ESG	La rendicontazione impone raccolta e monitoraggio di dati rilevanti	KPI UEFA Strength Through Unity; Zeimers et al. (2019)
<i>Coinvolgimento stakeholder</i>	Maggiore coinvolgimento di tifosi, comunità locali, enti pubblici	Le azioni CSR rendono il club più integrato nel contesto sociale	Irving (2023); McCullough & Kellison (2016)
<i>Premialità competitiva</i>	Vantaggi regolatori e reputazionali	Club virtuosi ottengono visibilità, fondi, o diritti preferenziali	UEFA Strength Through Unity; Brand Finance, 2024

Tabella 4 Svantaggi della rendicontazione di sostenibilità nelle società sportive

Ambito	Svantaggio	Descrizione	Esempio o Fonte teorica
<i>Costi e risorse</i>	Richiede risorse economiche, tecniche e umane	Implicano investimenti per la raccolta e gestione dei dati ESG	Cury et al. (2023); Walzel et al. (2018)
<i>Formazione carente</i>	Mancanza di competenze interne	Personale non sempre formato su sostenibilità e reporting	Zeimers et al. (2019); Cury et al. (2023)
<i>Rischio greenwashing</i>	Uso strumentale della rendicontazione	Comunicazioni ESG non supportate da azioni concrete	Walzel et al. (2018); Pittz et al. (2020)
<i>Barriere culturali</i>	Resistenza interna nei club meno strutturati	CSR può essere percepita come non prioritaria	Walters & Tacon (2011); Bull & Whittam (2020)
<i>Disparità competitive</i>	Penalizzazione dei club minori	Club con budget limitati faticano ad adeguarsi agli standard ESG	Irving (2023); Glebova & Madsen (2024)
<i>Complessità operativa</i>	Difficoltà nella raccolta di dati	KPI sociali e ambientali possono essere difficili da misurare	UEFA Strength Through Unity; McCullough & Kellison (2016)
<i>Disomogeneità</i>	Mancanza di standard unificati	Differenti framework rendono difficile la comparabilità tra club	Zeimers et al. (2019); Walzel et al. (2018)

In conclusione, appare evidente come la sostenibilità rappresenti oggi non solo una delle sfide più urgenti per l'industria calcistica, ma anche una delle sue principali leve di sviluppo. Le società calcistiche si trovano oggi ad affrontare un contesto complesso, in cui la pressione per adottare pratiche responsabili si intreccia con la necessità di garantire competitività sportiva e stabilità finanziaria. La sostenibilità, in questo scenario, non è più una scelta etica facoltativa, ma una necessità strategica, in grado di ridefinire i modelli di business e incidere profondamente sul posizionamento dei club all'interno del mercato globale.

Tuttavia, la strada verso un calcio realmente sostenibile è tutt'altro che priva di ostacoli. I rischi non mancano e riguardano, in primo luogo, la crescente polarizzazione del sistema europeo, dove un numero ristretto di club concentra risorse, visibilità e successi, accentuando il divario economico e tecnico con le realtà medio-piccole. A questo si aggiunge il rischio di un'adozione formale e superficiale dei principi ESG, che si tradurrebbe in operazioni di facciata prive di impatti reali: il cosiddetto greenwashing, che comprometterebbe la credibilità delle iniziative e la fiducia dei tifosi. Parallelamente, i club meno strutturati rischiano di rimanere ai margini della transizione digitale, penalizzati dalla mancanza di competenze, risorse e visione strategica.

Eppure, le opportunità che questa fase di transizione porta con sé sono molteplici e potenzialmente trasformative. I club che sapranno investire con coerenza e lungimiranza nella sostenibilità potranno rafforzare il proprio brand, attrarre nuovi partner commerciali e dialogare con una generazione di tifosi sempre più attenta ai valori etici e ambientali.

La diversificazione delle fonti di ricavo, favorita dalla digitalizzazione e dalla creazione di contenuti innovativi, potrà ridurre la dipendenza dai diritti televisivi, aprendo a nuovi modelli di business centrati sulla fan experience.

Inoltre, il rafforzamento del legame con il territorio e con la comunità locale, attraverso progetti di responsabilità sociale e forme di governance partecipativa, potrà restituire ai club un ruolo attivo nel tessuto sociale, culturale ed economico delle città in cui operano.

In questa prospettiva, la sostenibilità rappresenta una concreta opportunità di rigenerazione per l'intero sistema calcistico, ma per essere realmente efficace, essa dovrà essere integrata in modo strutturale nella gestione delle società, tradotta in obiettivi misurabili e monitorata attraverso indicatori trasparenti e comparabili: solo così sarà possibile superare le logiche del profitto di breve periodo e costruire un'industria calcistica più equa, resiliente e in grado di generare valore condiviso. La sfida, oggi, è dunque quella di trasformare la sostenibilità da slogan a prassi quotidiana, da vincolo a risorsa strategica, per restituire al calcio il suo potenziale trasformativo in chiave economica, sociale e ambientale.

CAPITOLO 3

Il presente capitolo intende analizzare il ruolo crescente degli investitori istituzionali nel calcio europeo, con particolare attenzione ai c.d. fondi di private equity. Nella prima parte (3.1.1), si propone una definizione rigorosa del fenomeno private equity, chiarendone le logiche operative e il funzionamento, anche in vista dell'analisi del caso Milan, gestito da RedBird oggetto nel prossimo capitolo. Nella seconda parte (3.1.2), si amplia lo sguardo alle diverse tipologie di fondi e strategie di investimento oggi attive nel calcio europeo, riconoscendo l'emergere di modelli ibridi (come i fondi sovrani, le holding multi-club o le partnership industriali) che, pur non rientrando nella definizione tecnica di private equity, ne condividono logiche e strumenti. Questa distinzione concettuale permette di costruire, nella parte conclusiva del capitolo, un framework di analisi strategico-quantitativa in grado di cogliere le differenze strutturali e prestazionali tra i modelli di governance proprietaria applicati al settore calcistico.

3.1 Il Private Equity nel calcio: origini, logiche e diffusione

3.1.1 Il fenomeno Private Equity nel settore sportivo

Il private equity (PE) rappresenta una particolare forma di investimento che consiste nell'acquisizione di partecipazioni nel capitale di società non quotate in borsa, con l'obiettivo di incrementarne il valore nel medio-lungo periodo. L'attività di private equity non prevede solamente l'apporto di capitale di rischio nella società *obiettivo*, ma anche di un altro fattore fondamentale ovvero le capacità professionali dell'investitore nello svolgimento e nella realizzazione dell'attività imprenditoriale; infatti, l'investitore partecipa alle decisioni strategiche dell'impresa apportando il proprio know-how e la propria esperienza professionale, lasciando all'imprenditore e al management la gestione operativa. Questo tipo di investimento, sebbene concettualmente affine agli investimenti azionari pubblici, secondo Gilligan e Wright (2008) comprende tre principali strategie, ognuna con specifici profili di rischio, rendimenti attesi e orizzonti temporali:

1. Venture capital: si tratta di investimenti in startup o imprese ad alto potenziale di crescita, con partecipazioni di minoranza. È caratterizzato da un alto rischio e orizzonte lungo, ed è tipicamente impiegato per finanziare innovazione o espansione in settori emergenti
2. Growth capital (o growth buyouts): implica investimenti di minoranza o maggioranza in imprese mature, volte a finanziare progetti di espansione, acquisizioni o ristrutturazioni, senza cambiarne il controllo. Il rischio è moderato e gli orizzonti sono di medio-lungo termine .
3. Leveraged Buyout (LBO): si tratta della strategia per eccellenza del private equity. Come illustrato da Kaplan e Strömberg (2009), un LBO consiste nell'acquisizione di una società mediante un rilevante ricorso al debito, che viene successivamente ripagato utilizzando i flussi di cassa generati dalla società acquisita. Questo meccanismo consente di massimizzare il rendimento sul capitale proprio investito, non necessariamente aumentando il guadagno assoluto, ma riducendo la quota di equity impiegata e amplificando così il ritorno percentuale sull'investimento. Tuttavia, tale leva finanziaria comporta un sensibile aumento del rischio, sia operativo sia finanziario. L'analisi empirica condotta dagli autori evidenzia che i LBO tendono ad essere associati a un rafforzamento della governance, a una maggiore disciplina finanziaria e a miglioramenti nelle performance operative delle imprese, pur rimanendo fortemente condizionati dall'andamento dei cicli economici.

I fondi di private equity sono comunemente strutturati come limited partnerships: in tale configurazione, il General Partner (GP) ha la responsabilità operativa del fondo e prende le decisioni di investimento, mentre i Limited Partners (LP) apportano il capitale e restano esterni alla gestione quotidiana. Gilligan e Wright evidenziano, inoltre, come una delle peculiarità strutturali del private equity sia rappresentata dall'orizzonte temporale degli investimenti, generalmente pari a dieci anni.

Essi si suddividono tra un primo periodo di investimento: raccolta del capitale (fundraising), selezione delle opportunità (origination), analisi e due diligence, investimento, gestione attiva delle partecipate e un secondo periodo di disinvestimento (exit), destinato alla valorizzazione e alla cessione delle aziende partecipate

attraverso operazioni quali la vendita industriale, la quotazione in borsa o il passaggio ad altri investitori finanziari.

La logica sottostante al private equity è essenzialmente quella della creazione di valore. La creazione di valore all'interno delle operazioni di private equity avviene attraverso interventi mirati che comprendono la ristrutturazione dell'impresa, il miglioramento dell'efficienza interna, l'ottimizzazione dei costi e la revisione dei processi organizzativi. A ciò si aggiunge una governance aziendale più stringente, con un coinvolgimento diretto nei consigli di amministrazione e l'introduzione di incentivi manageriali legati ai risultati. Un ulteriore elemento che sta acquisendo rilevanza crescente è l'integrazione di pratiche ESG (Environmental, Social and Governance), considerate sempre più parte integrante delle strategie di gestione e valorizzazione delle partecipate.

Dal punto di vista delle imprese target, il private equity rappresenta un canale di finanziamento alternativo al credito bancario, spesso inaccessibile per realtà emergenti o ad alto potenziale di crescita. Le imprese possono beneficiare del supporto del fondo per accelerare i propri piani di sviluppo, superare fasi di transizione o rafforzare la propria competitività. Inoltre, la minore pressione normativa e l'assenza di obblighi di rendicontazione trimestrale – propri invece delle società quotate – consentono una maggiore libertà di manovra strategica, orientata a risultati di lungo periodo.

Il profilo rischio-rendimento del private equity è unico nel suo genere. Sebbene il private equity presenti un elevato livello di rischio, in particolare a causa della bassa liquidità, dell'orizzonte temporale lungo e dell'incertezza nella valorizzazione delle società non quotate, Kaplan e Strömberg (2009) mettono in evidenza come, su base storica, i fondi di private equity abbiano registrato rendimenti medi superiori rispetto a molte altre classi di attivi, come le azioni quotate o le obbligazioni corporate. Tuttavia, è bene sottolineare, questa superiorità nei rendimenti non è uniformemente distribuita: la performance positiva complessiva del settore è trainata da una minoranza di fondi altamente performanti, mentre una parte significativa dei fondi mostra rendimenti medi o inferiori. Questa dispersione delle performance implica che l'investimento in private equity non garantisce automaticamente ritorni elevati, ma dipende in modo cruciale dalla selezione del fondo e del gestore (General Partner). I fondi con track record eccellenti, strategie di investimento coerenti e capacità di creazione di valore reale sono in grado di produrre risultati molto superiori alla media.

Di conseguenza, per gli investitori istituzionali o qualificati che intendono allocare capitale nel private equity, la due diligence nella scelta del gestore diventa un elemento strategico fondamentale, tanto quanto l'analisi delle aziende target.

I fondi, infatti, attivano processi di due diligence estremamente approfonditi, valutando un numero elevato di aziende per ogni investimento effettivamente realizzato. I flussi di cassa generati dall'investimento tendono ad essere ritardati nel tempo e si concentrano nella fase finale della vita del fondo, il che rende essenziale una pianificazione accurata da parte degli investitori.

Tabella 5 *Processo di investimento in Private Equity*

Fase	Descrizione	Ruolo del Fondo PE	Ruolo dell'Azienda Target
<i>1. Costituzione del fondo</i>	Il General Partner (GP) costituisce il fondo e raccoglie capitali da investitori (Limited Partners, LP).	Definisce la strategia e raccoglie capitale.	Nessuno (entra in gioco solo dopo).
<i>2. Ricerca e selezione aziende target</i>	Il fondo analizza il mercato, identifica aziende promettenti e valuta i rischi tramite due diligence.	Seleziona le aziende target più adatte.	Può accettare o rifiutare l'investimento del fondo.
<i>3. Acquisizione (Deal)</i>	Il fondo negozia e acquisisce una quota dell'azienda, spesso con leva finanziaria (LBO).	Negozia l'acquisto e struttura il finanziamento.	Collabora con il fondo nei termini dell'acquisizione.
<i>4. Gestione dell'investimento</i>	Il fondo collabora con il management per aumentare il valore aziendale tramite crescita, efficienza, acquisizioni, ESG.	Supporta attivamente la crescita e crea valore.	Implementa le strategie con il supporto del fondo.
<i>5. Exit (Disinvestimento)</i>	Il fondo vende la partecipazione tramite IPO, trade sale o riacquisto, distribuendo i rendimenti agli LP.	Monetizza l'investimento e realizza profitti.	Subisce o partecipa alla cessione della proprietà.

In questo contesto, gli investimenti sono illiquidi, ovvero non possono essere facilmente convertiti in denaro nel breve periodo. Questo perché i capitali raccolti dai fondi vengono vincolati per diversi anni (tipicamente 8–12 anni), durante i quali non si verificano distribuzioni regolari di profitti come accade, ad esempio, con i dividendi delle azioni quotate. Nei primi anni, i flussi sono solitamente nulli o negativi, poiché il capitale raccolto viene impiegato per acquisire partecipazioni in aziende private e attuare strategie di crescita. I rendimenti per gli investitori (Limited Partners, LP) si concretizzano generalmente solo nella fase finale del ciclo di vita del fondo, al momento della cessione delle partecipazioni (exit).

Per questo motivo, il private equity è accessibile quasi esclusivamente a investitori istituzionali o qualificati, dotati di risorse finanziarie consistenti, orizzonti temporali lunghi e una elevata tolleranza al rischio e all'illiquidità.

Il modello di remunerazione del gestore del fondo (General Partner, GP) ha lo scopo di incentivare una gestione orientata alla performance e allineare gli interessi tra GP e LP. Si basa su due componenti principali: una commissione fissa annuale (management fee), pari generalmente al 2% del capitale impegnato, che serve a coprire i costi operativi del fondo (inclusi ricerca, due diligence e gestione attiva delle partecipazioni); un carried interest variabile, pari in media al 20% dei profitti netti, riconosciuto solo se il rendimento per gli LP supera una soglia minima prefissata, chiamata hurdle rate (di solito intorno all'8% annuo).

Questo modello è stato oggetto di una delle più ampie analisi empiriche nel settore ad opera di Metrick e Yasuda (2010), i quali hanno esaminato un campione di oltre 200 fondi di private equity statunitensi tra il 1993 e il 2006. I due autori analizzano le caratteristiche contrattuali di fondi di venture capital e buyout, mettendo in luce l'eterogeneità dei termini economici, con particolare attenzione al ruolo delle management fees, del carried interest e delle clausole di hurdle rate. La ricerca mostra che, sebbene il modello "2 e 20" sia lo standard più diffuso, in molti casi si osservano commissioni fisse inferiori ma con carried interest più generosi, suggerendo una logica di compensazione tra rischio assunto e incentivo offerto. Inoltre, emerge che i fondi con GP più esperti o dotati di una maggiore reputazione tendono ad attrarre condizioni più favorevoli e capitale in misura maggiore, a dimostrazione dell'importanza della fiducia nella relazione fiduciaria tra GP e LP. Infatti, gli LP ricevono in via prioritaria l'intero capitale investito, maggiorato del rendimento minimo previsto dall'hurdle rate. Solo una volta raggiunta tale soglia, gli eventuali profitti eccedenti vengono ripartiti tra LP e GP, secondo una ripartizione generalmente pari all'80% per gli LP e al 20% per il GP, a titolo di carried interest. Nel contesto della crescente finanziarizzazione dell'industria calcistica europea, il modello di investimento nei club ha subito una profonda trasformazione. Secondo Rohde e Breuer (2017), la letteratura accademica ha progressivamente sviluppato un filone di ricerca volto ad analizzare l'impatto della proprietà e dei sistemi di governance sulle performance economico-finanziarie e sportive dei club professionistici. Nonostante la presenza di studi che classificano i modelli proprietari nei principali mercati europei, dalle strutture associative alle società per azioni, risulta ancora assente una rassegna sistematica degli effetti economici e sportivi associati a ciascun modello. Il lavoro di Rohde e Breuer si propone di colmare tale lacuna, sintetizzando i principali risultati della letteratura esistente e integrandoli con un'analisi empirica basata su dati raccolti tra il 2003 e il 2014. L'intero quadro teorico, i dati e le interpretazioni che seguono sono tratti direttamente da questo studio, che rappresenta un riferimento chiave per comprendere l'evoluzione del mercato degli investitori nel calcio europeo.

Il mercato degli investitori nei club calcistici europei si caratterizza per barriere d'ingresso relativamente basse, una redditività complessivamente limitata nonostante la crescita costante dei ricavi, e una significativa eterogeneità in termini di tipologie di proprietari, obiettivi perseguiti e provenienza geografica. A differenza dei principali sport professionistici statunitensi, in Europa non esistono limiti artificiali alla partecipazione al mercato: gli investitori possono acquisire club anche delle serie inferiori e promuoverli progressivamente attraverso il sistema di campionati aperti.

Inoltre, in linea con quanto avviene nei campionati statunitensi, anche in Europa è generalmente consentita la proprietà multipla di club, purché non si partecipi con più squadre alle stesse competizioni UEFA.

Il calcio si distingue da altri sport europei per l'elevata affluenza agli stadi e per l'ampia audience televisiva: i dati riportati dall' Annual Review of Football Finance di Deloitte indicano che, tra il 2004/2005 e il 2013/2014, i ricavi complessivi delle "Big Five" leagues sono aumentati da 6,2 a 11,3 miliardi di euro (+7% annuo), soprattutto grazie alla crescita dei diritti TV e degli introiti commerciali. Nello stesso periodo, tuttavia, i costi per salari sono aumentati in modo proporzionale (+7,1% annuo), raggiungendo 6,8 miliardi nel 2013/2014. Questo scenario di espansione dei ricavi, accompagnato però da un analogo incremento delle spese, ha sollevato crescenti preoccupazioni circa la sostenibilità economica del sistema calcistico europeo. In risposta a tali dinamiche, l'introduzione del Fair Play Finanziario (FFP) da parte della UEFA (la cui piena applicazione è iniziata con la stagione 2013/2014) ha rappresentato un punto di svolta nelle politiche di controllo economico del settore.

L'obiettivo generale del FPF è garantire la sostenibilità finanziaria a lungo termine del calcio europeo. Tra i suoi principali scopi vi sono: ridurre i debiti strutturali dei club, promuovere una gestione responsabile che eviti l'eccessiva dipendenza da capitali esterni, assicurare una concorrenza più equa tra club con disponibilità differenti e tutelare la reputazione complessiva del calcio.

A tal fine, il Fair Play Finanziario (FPF) ha introdotto il principio del pareggio di bilancio (break-even rule), secondo cui le spese sostenute dai club non dovevano eccedere i ricavi in un arco temporale triennale. In origine, era consentito un disavanzo massimo di 5 milioni di euro, estendibile fino a 30 milioni (e fino a 45 milioni per le stagioni 2013/14 e 2014/15), a condizione che la differenza fosse interamente coperta dal proprietario del club o da una parte correlata.

Come anticipato nel Capitolo 2, questo assetto regolamentare è stato oggetto di una profonda revisione da parte della UEFA, che nel 2022 ha introdotto un nuovo quadro normativo denominato Financial Sustainability Regulations (FSR), con l'obiettivo di aggiornare il precedente modello di FPF. Tra le novità principali vi è l'innalzamento della soglia di disavanzo consentito, portata a 60 milioni di euro su base triennale senza obbligo di copertura, e fino a 70 milioni per quei club che presentano una situazione patrimoniale solida, a patto che la differenza rispetto ai 60 milioni sia coperta da apporti in equity.

Questi nuovi criteri sono stati successivamente formalizzati nel recentissimo documento UEFA Club Licensing and Financial Sustainability Regulations (CLFS), pubblicato nel 2024, che rappresenta la trasposizione operativa delle FSR. Sebbene alcune disposizioni siano state applicate in modo transitorio a partire dalle stagioni 2022/23 e 2023/24, la piena entrata in vigore del nuovo sistema si è concretizzata il 1° gennaio 2025, segnando un importante passaggio verso un sistema più moderno, strutturato e orientato alla sostenibilità economica di lungo periodo.

Dal 2013 i club hanno l'obbligo di dimostrare l'assenza di debiti scaduti verso altri club, dipendenti, fisco e autorità previdenziali per tutta la stagione. Inoltre, l'indipendente Club Financial Control Body (CFCB) della UEFA valuta annualmente i bilanci triennali dei club partecipanti alle competizioni europee. Le prime sanzioni per il mancato rispetto delle regole sul pareggio di bilancio sono state applicate nel 2014, rendendo effettive le condizioni dalla stagione 2014/15. Tra le sanzioni previste vi sono: ammonimenti, richiami, multe, trattenute di premi UEFA, limitazioni al numero di giocatori iscrivibili alle competizioni, restrizioni sui trasferimenti, e nei casi più gravi, esclusione dalle competizioni e revoca di titoli o premi.

Nel 2015, la UEFA ha aggiornato il regolamento per includere meccanismi di flessibilità in presenza di condizioni straordinarie (es. ristrutturazioni aziendali, shock economici, problemi strutturali regionali), introducendo un approccio più riabilitativo che punitivo. Ciò ha portato a numerosi accordi transattivi tra il CFCB e i club non in regola, vincolati a piani finanziari restrittivi per il raggiungimento del pareggio di bilancio in tempi brevi.

Una delle maggiori critiche mosse al FPF riguarda il suo effetto potenzialmente conservativo: favorendo i club già ricchi e con elevati ricavi strutturali, il sistema limita la capacità dei club emergenti di colmare il divario competitivo attraverso investimenti iniziali. Inoltre, il monitoraggio dell'effettiva conformità è risultato complesso, con casi in cui le società hanno eluso le norme ricorrendo a sponsorizzazioni "gonfiate" da parti correlate o a operazioni opache.

Per rispondere a queste problematiche e all'impatto economico della pandemia di Covid-19, che ha provocato perdite stimate tra gli 8 e i 10 miliardi di euro tra il 2020 e il 2023, la UEFA ha introdotto nel 2022 un nuovo modello denominato "sistema di sostenibilità finanziaria", come già si è anticipato nelle pagine che precedono. Questo modello, pienamente operativo dal 1° gennaio 2025, conserva alcuni principi chiave del FPF ma introduce nuove regole più articolate e moderne. Tra le principali innovazioni figurano: limiti alla spesa salariale (massimo 70% dei ricavi, incluse plusvalenze), maggiore flessibilità per investimenti a lungo termine in infrastrutture, vivai e calcio femminile, verifica del fair value per sponsorizzazioni sospette, e limiti sulla durata degli ammortamenti dei cartellini (massimo cinque anni).

L'approccio alla gestione del debito è stato affinato distinguendo tra debiti "virtuosi", come quelli per stadi e strutture, e debiti "tossici" legati a squilibri di gestione ordinaria. Tutti i club sono ora tenuti ad avere un patrimonio netto positivo e, se in negativo, a migliorarne il valore almeno del 10% annuo. I debiti verso altri club, calciatori e fisco devono essere saldati entro un massimo di tre mesi. Inoltre, le plusvalenze da trasferimenti, soprattutto in operazioni di scambio, saranno soggette a maggiori verifiche: nei casi sospetti, il valore sarà ancorato al valore di bilancio, salvo aggiustamenti giustificati da un versamento in denaro.

Questo nuovo assetto mira a preservare la stabilità economica del calcio europeo, senza scoraggiare gli investimenti responsabili. Come sottolineato da Andrea Traverso, Direttore Sostenibilità Finanziaria e Ricerca UEFA²³, le nuove regole, pur non risolvendo tutti i problemi, hanno contribuito a creare un *ecosistema finanziario* più credibile e attrattivo per gli investitori.

Effettivamente i risultati ottenuti nei primi anni del FPF lo dimostrano: tra il 2011 e il 2014 le perdite aggregate dei club europei si sono ridotte da 1,7 miliardi a 0,5 miliardi di euro, fino a raggiungere un saldo positivo di 600 milioni nel 2017, prima dell'interruzione causata dalla pandemia.

Oltre a quanto sopra descritto, è opportuno rilevare che, a partire dall'inizio del XXI secolo, la proprietà dei club ha assunto un ruolo sempre più strategico, non solo per ragioni economiche ma anche sportive. Le trasformazioni degli incentivi finanziari, l'aumento della leva economica degli investitori privati e la loro crescente influenza sul campo hanno reso la dimensione proprietaria una variabile cruciale nella gestione sportiva. Il lavoro di Rohde e Breuer evidenzia che il calcio professionistico europeo è oggi immerso in un ambiente di *sovrainvestimento sistemico*: i club competono sempre più sulla base della capacità di spesa, alimentata da premi UEFA crescenti, dall'espansione del mercato televisivo e da una marcata internazionalizzazione delle attività commerciali. In questo contesto, l'accesso a risorse finanziarie considerevoli è spesso garantito da soggetti esterni, talvolta mossi da obiettivi di visibilità o di influenza geopolitica, piuttosto che da finalità strettamente reddituali.

La centralità del capitale privato – e in particolare di quello estero – è confermata dalla diffusione capillare di modelli di proprietà individuale o societaria nelle prime due divisioni europee. Già nel 2012, circa il 75% dei club professionistici era controllato da investitori privati, di cui un sesto da soggetti stranieri. In termini di incidenza economica, questi ultimi rappresentavano il 75% dei ricavi, l'80% del valore di mercato e delle retribuzioni, e il 90% delle spese per trasferimenti. Limitando l'analisi ai soli investitori stranieri, questi generavano da soli il 30% dei ricavi, del valore rosa e dei salari, e oltre il 40% delle spese per trasferimenti. Secondo l'analisi storica di Rohde e Breuer (2017), nel 2011/2012 i club europei controllati da investitori privati (in particolare quelli a capitale straniero) evidenziavano performance economiche e sportive mediamente superiori rispetto a quelli ancora organizzati come associazioni sportive o con proprietà distribuita. Sebbene oggi il panorama calcistico europeo sia quasi interamente privatizzato, questo studio resta fondamentale per comprendere le origini del vantaggio competitivo associato alla presenza di capitale privato, e per contestualizzare l'evoluzione più recente, che ha visto un crescente protagonismo dei fondi di private equity nel controllo e nella gestione dei club. Infatti, i club europei controllati da investitori privati, registravano performance superiori alla media: +4% nei ricavi, +12% nel valore di mercato della squadra, +11% nei salari e +25% nelle spese per trasferimenti.

²³ <https://www.quotidiano.ilsole24ore.com/art.php?t=S24&e=SOLE&i=20241201&artid=1988066>

I club in mano a investitori esteri presentavano incrementi ancora più marcati: +67% nei ricavi, +74% nel valore rosa, +79% nei salari e +138% nei trasferimenti. Questi dati confermano che la proprietà privata, specie quella internazionale, rappresenta un potente motore di accelerazione competitiva.

Ulteriori approfondimenti, come quelli condotti da Plumley et al. (2017), rafforzano tale quadro. Utilizzando un indice sintetico di performance finanziaria (basato su fatturato, utile, ROCE²⁴, indebitamento, e incidenza dei salari), è emerso che nel 2010 quattro dei cinque club con i migliori risultati economici in Premier League erano controllati da investitori statunitensi (Arsenal, Manchester United, Aston Villa, Blackburn), mentre due dei tre club peggiori erano in mano a soggetti domestici.

Il vantaggio competitivo si riflette anche sul piano sportivo. Club come Chelsea, Manchester City e Paris Saint-Germain hanno conquistato titoli nazionali poco dopo l'ingresso di nuovi proprietari. Plumley et al. evidenziano che nel 2010 quattro dei cinque club con i migliori punteggi sportivi in Premier League (calcolati su vittorie, punti e riempimento dello stadio) erano controllati da investitori stranieri. La proprietà privata si dimostra inoltre decisiva nei progetti a lungo termine: creazione di centri di formazione, investimenti in strutture, valorizzazione dei giovani e attrazione di allenatori di primo livello. Nel 2016, secondo Transfermarkt, tutti i calciatori under 23 con un valore superiore ai 20 milioni di euro giocavano in club controllati da investitori privati. Tra gli allenatori più pagati in Europa nello stesso anno, otto su dieci lavoravano per club a proprietà privata, con le sole eccezioni di Real Madrid e Barcellona.

La trasformazione della governance nel calcio europeo può essere letta dunque attraverso tre fasi evolutive distinte ma interconnesse: *professionalizzazione*, *commercializzazione* e *internazionalizzazione*. Questo schema interpretativo, ampiamente condiviso dalla letteratura accademica (Rohde & Breuer, 2017), consente di comprendere in profondità i cambiamenti strutturali che hanno interessato i club calcistici dalla fine del XIX secolo fino ai giorni nostri.

La prima fase, quella della professionalizzazione, ha coinciso con la separazione giuridica tra le sezioni calcistiche professionistiche e le associazioni sportive dilettantistiche. In molti casi, ciò ha portato alla costituzione di nuove entità giuridiche (come le società per azioni) dedicate alla gestione delle squadre professionistiche, oppure alla trasformazione diretta delle associazioni in società. Mentre in Inghilterra tale processo era già avviato alla fine dell'Ottocento – con club come l'Arsenal che si costituirono come joint stock companies (Leach & Szymanski, 2015) – in Italia e Francia il fenomeno ha preso piede soltanto nella seconda metà del Novecento. La Germania, invece, fu l'ultima tra le cinque principali leghe europee a consentire formalmente questa separazione, con l'introduzione della cosiddetta regola del "50+1" nel 1998, che ancora oggi limita la possibilità di acquisizione totale da parte di investitori esterni.

²⁴ Indicatore di redditività che misura la capacità dell'impresa di generare profitto operativo rispetto al capitale complessivamente impiegato, calcolato come rapporto tra l'EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) e il capitale investito, inteso come somma di patrimonio netto e debiti finanziari a lungo termine. È utilizzato per valutare l'efficienza nell'uso delle risorse indipendentemente dalla struttura finanziaria.

La seconda fase, quella della commercializzazione, ha visto l'ingresso di investitori privati di maggioranza, possibile solo dopo l'unbundling legale²⁵. In questa fase i club non solo diventano entità economiche autonome, ma aprono il loro capitale a soggetti esterni con finalità finanziarie e industriali. I primi investitori furono aziende industriali – come Parmalat (1913) e Peugeot (1928) – che fondarono squadre aziendali poi divenute club professionistici. In tempi più recenti, il fenomeno si è esteso a famiglie imprenditoriali (come i Berlusconi con il Milan nel 1986), uomini d'affari locali e internazionali, fondi d'investimento, holding di vario tipo. Il calcio ha così iniziato a configurarsi sempre più come settore economico e di intrattenimento, con logiche gestionali simili a quelle delle imprese quotate.

La terza fase, quella dell'internazionalizzazione, ha comportato l'accesso di capitali esteri nei club europei, con una forte accelerazione a partire dagli anni Duemila. L'Inghilterra è stata la prima ad aprirsi completamente a questo processo già negli anni Novanta (Hoehn & Szymanski, 1999), e al termine della stagione 2013/2014 contava numerosi club controllati da investitori statunitensi (es. Stan Kroenke), del Sud-Est asiatico (es. Vincent Tan), del Medio Oriente (es. Al-Hasawi), e di altri Paesi. In Francia, il primo caso rilevante è quello del Grenoble, acquisito nel 2005. In Italia, invece, l'apertura a investitori stranieri è più recente: il primo vero caso risale alla stagione 2010/2011, con la cessione della AS Roma a Thomas Di Benedetto, seguita nel 2013 dall'ingresso di Erick Thohir all'Inter. Solo successivamente il Milan ha seguito la stessa traiettoria, prima con l'acquisizione da parte del cinese Yonghong Li nel 2017 e poi, dopo l'insolvenza del primo, con il subentro del fondo statunitense Elliott Management nel 2018 e infine con l'ingresso di RedBird Capital Partners nel 2022. Questo percorso ha segnato per il club rossonero una progressiva transizione verso un modello di governance sempre più finanziarizzato e con una chiara proiezione internazionale.

Pur con tempi e modalità differenti nei vari Paesi, queste tre fasi costituiscono una chiave di lettura efficace per comprendere l'evoluzione della governance calcistica e l'emergere di nuove forme di controllo economico-finanziario sui club. Tra i protagonisti di questa trasformazione spiccano gli investitori privati, che hanno progressivamente sostituito le proprietà tradizionali con logiche gestionali orientate al rendimento.

Tuttavia, all'interno di questo ampio gruppo è necessario operare una distinzione. Come osservano Rohde e Breuer (2017), la proprietà privata ha assunto un ruolo centrale nella riconfigurazione del calcio europeo, ma non tutti gli investitori privati rispondono agli stessi obiettivi o con le medesime modalità operative. In particolare, i fondi di private equity rappresentano una categoria specifica, sempre più influente, che si contraddistingue per strategie di investimento strutturate, orizzonti temporali definiti e una marcata attenzione al valore economico del club come asset. Analizzare il loro ingresso nel calcio significa, quindi, cogliere un passaggio cruciale nella finanziarizzazione del settore e nelle nuove dinamiche di governance internazionale.

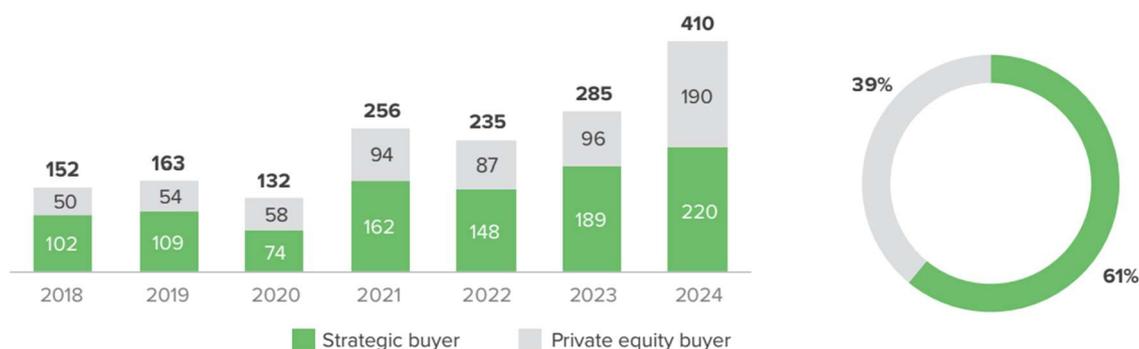
²⁵ L'unbundling legale si riferisce alla separazione formale tra l'associazione sportiva originaria e una nuova entità societaria, solitamente una società di capitali, creata per gestire l'attività calcistica professionistica. Questa trasformazione consente l'ingresso di investitori esterni e l'apertura al capitale privato.

Negli ultimi anni, le operazioni di merger & acquisition (M&A) nel settore sportivo, e in particolare nel calcio, sono cresciute in maniera esponenziale. Secondo un report della società di consulenza finanziaria Oaklins, il 2024 ha segnato un record assoluto per le operazioni di M&A nel settore sportivo, con un incremento del 44% rispetto all'anno precedente. Di queste, ben il 47% (pari a 190 transazioni su un totale di 410) sono state condotte da fondi di private equity, evidenziando un'accelerazione senza precedenti rispetto agli anni passati. La sola crescita da 96 operazioni nel 2023 a 190 nel 2024 mostra la rapida affermazione di questi attori finanziari come protagonisti della trasformazione strutturale dello sport.

Tabella 6 Crescita delle operazioni di private equity nello sport: numero e incidenza sul totale M&A (2018–2024)

Anno	Numero di operazioni PE	% sul totale sport M&A
2018	50	33 %
2019	54	33 %
2020	58	44 %
2021	94	36 %
2022	87	37 %
2023	96	34 %
2024	190	47 %

Annual number of deals in the sports sector split by buyer type — 2018–2024



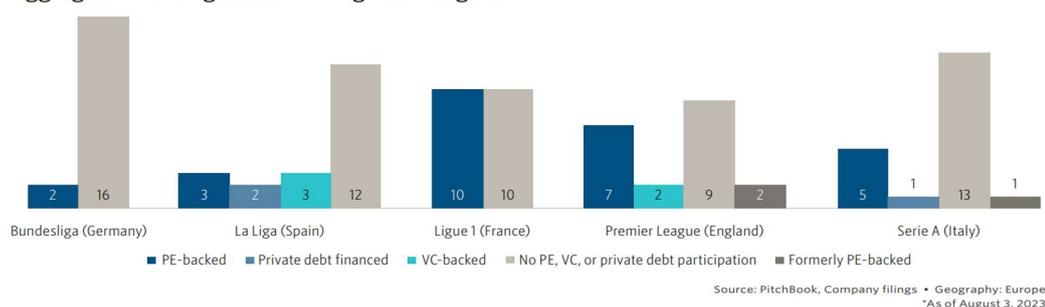
La pandemia di Covid-19 ha rappresentato, come si è detto, uno shock sistemico per l'intero settore calcistico europeo, generando effetti dirompenti sui bilanci dei club e accelerando dinamiche di trasformazione finanziaria già in atto. Secondo il UEFA Club Licensing Benchmarking Report 2022, tra il 2020 e il 2022 i club europei hanno subito complessivamente perdite nette superiori a 7,7 miliardi di euro, a causa del drastico calo di ricavi legati a ticketing, sponsorizzazioni e diritti televisivi. In particolare, si stima una perdita di 3,8 miliardi nei ricavi da biglietteria, una contrazione di 1,3 miliardi dalle sponsorizzazioni e una diminuzione complessiva di oltre 1 miliardo nei ricavi da broadcasting e redistribuzioni UEFA. Questa situazione ha messo in difficoltà la liquidità operativa di numerosi club, spingendoli a ricercare soluzioni alternative per finanziare le attività e contenere il deficit di bilancio.

Proprio questo contesto di crisi ha favorito l'ingresso di nuovi attori finanziari, in particolare dei fondi di private equity, attratti dalla possibilità di acquisire asset svalutati ma con un elevato potenziale di valorizzazione, come sottolineato dal report di Walker, W. (2021). Da un lato, i club – in molti casi altamente indebitati – avevano urgente bisogno di capitali per sostenere le operazioni quotidiane e investire in nuovi modelli di business più resilienti. Dall'altro, la pandemia ha temporaneamente ridotto le valutazioni di mercato, creando una finestra favorevole per chi intendeva entrare a condizioni più vantaggiose.

Questo sviluppo trova conferma anche nei dati sulle operazioni di M&A nel settore sportivo. Come mostra la Tabella 6, il numero di transazioni che ha coinvolto fondi di private equity è aumentato sensibilmente a partire proprio dal 2020, anno d'inizio della crisi pandemica: si è passati da 50 operazioni nel 2018 a 190 nel 2024, con una crescita di incidenza sul totale M&A sportivo dal 33% al 47%. L'incremento è particolarmente marcato tra il 2020 e il 2024, segno di un consolidamento del private equity come attore centrale nel processo di ristrutturazione del calcio europeo.

Complessivamente, il 35,7% dei club della “Big Five” risulta partecipato da fondi PE, VC o debito privato, mentre il 34,7% presenta capitale statunitense nel proprio assetto, con una forte sovrapposizione tra capitale USA e fondi PE (PitchBook 2023, p. 4)²⁶. Tuttavia, l'incidenza di questi strumenti finanziari varia sensibilmente da una lega all'altra, come evidenziato dai dati aggregati.

Aggregate financing status for “Big Five” leagues*



La Ligue 1 francese emerge come il campionato più permeabile agli investimenti di private equity, con la metà dei club (10 su 20) attualmente partecipati da fondi PE. Al contrario, la Bundesliga tedesca si conferma la più ostile a questo tipo di intervento: ben 16 club su 18 risultano privi di qualunque forma di partecipazione esterna, un dato che riflette l'efficacia della regola del 50+1 nel preservare una proprietà più tradizionale e legata ai tifosi. In una posizione intermedia si colloca la Premier League, dove 7 club risultano PE-backed²⁷, 2 sono partecipati da fondi di venture capital e altri 2 hanno avuto in passato proprietà private equity; nonostante ciò, ben 9 club non presentano alcuna forma di partecipazione esterna, segno di una certa

²⁶ Dei 98 dei club appartenenti a cinque maggiori campionati europei, ben 34 sono in qualche misura partecipati da società con sede negli Stati Uniti. Di questi 34, 21 sono finanziati da fondi di PE, mentre il resto sono di proprietà di famiglie facoltose. Questo fenomeno, può essere spiegato con tre motivi: il primo è che il 60% del capitale mondiale detenuto dai fondi di PE è statunitense, il secondo è legato alla forte crescita di fondi dedicati allo sport negli Stati Uniti, come ad esempio 777 Partners, il terzo è invece riconducibile all'ascesa della popolarità del calcio negli Stati Uniti, come testimonia l'investimento di 1,5 miliardi di dollari, da parte della Paramount, per aggiudicarsi i diritti televisivi per trasmettere la Champions League per sei anni, e quelli fatti dalla federazione americana per aggiudicarsi, insieme a Messico e Canada, i campionati del mondo di calcio del 2026.

²⁷ club finanziati (in tutto o in parte) da fondi di private equity.

eterogeneità nel modello proprietario. La Serie A, pur mostrando una crescente apertura al capitale privato, resta in gran parte ancorata a strutture tradizionali: solo 5 club su 20 risultano PE-backed, mentre 13 non presentano alcuna partecipazione da fondi, e 1 club è stato in passato finanziato da un fondo. Infine, la Liga spagnola presenta una distribuzione più equilibrata e frammentata: si contano 3 club partecipati da PE, 2 con debito privato e 3 con capitale VC, ma la maggioranza dei club (12 su 20) rimane ancora priva di queste forme di finanziamento. Questa eterogeneità evidenzia come le differenze normative, culturali e strutturali tra le leghe influenzino in modo diretto la penetrazione del capitale privato nel calcio europeo, generando modelli di governance profondamente diversi e livelli disomogenei di esposizione agli investitori istituzionali (PitchBook 2023, grafico p. 5).

Nel calcio professionistico europeo, il modello Leveraged Buyout (LBO) rappresenta la strategia più frequentemente adottata dai fondi di private equity. Sebbene il numero assoluto di operazioni sia ancora limitato, tra gli investitori istituzionali che scelgono di entrare nel settore calcistico, il LBO costituisce la modalità di intervento prevalente, grazie alla scalabilità finanziaria che caratterizza molti club. Questo approccio prevede l'acquisizione di club attraverso un ampio ricorso al debito, il quale viene poi ripagato con i flussi di cassa generati dalla stessa società, come quelli provenienti da diritti televisivi, sponsorizzazioni e ricavi da stadio. Tali caratteristiche rendono il calcio un settore particolarmente adatto a questo tipo di operazioni. Il vantaggio per gli investitori risiede nella possibilità di acquisire il controllo, ristrutturare la governance e l'assetto finanziario, migliorare la performance gestionale e infine uscire dall'investimento con una significativa plusvalenza entro un orizzonte temporale medio (generalmente 3–7 anni).

Come evidenziato da Walker, W. (2021), i LBO sono da tempo utilizzati per affrontare l'aumento dei valori di acquisizione delle franchigie sportive, sfruttando l'attivo del club come garanzia per il debito contratto. Nonostante la crescente diffusione degli LBO nel settore calcistico europeo, però, numerose leghe professionistiche – in particolare negli Stati Uniti – hanno storicamente manifestato una certa diffidenza nei confronti di questo modello di acquisizione. Inoltre, lo stesso studio di Walker, W. (2021), illustra le principali preoccupazioni riguardanti l'instabilità finanziaria che può derivare dall'eccessivo indebitamento, con il rischio che le risorse vengano impiegate prioritariamente per il servizio del debito piuttosto che per il rafforzamento sportivo del club. Di conseguenza, leghe come la NFL, la MLB e la NHL hanno a lungo imposto rigidi limiti alla leva finanziaria utilizzabile per l'acquisto di franchigie.

In Europa, al contrario, i regolamenti meno restrittivi hanno favorito l'ingresso di fondi di private equity attraverso strutture riconducibili al modello LBO. Esempi recenti di operazioni strutturate secondo logiche riconducibili al leveraged buyout (LBO) si riscontrano in diversi contesti europei, coinvolgendo attori con differenti nature giuridiche e strategie finanziarie ((PitchBook 2023). Tra i più rilevanti vi è l'acquisizione dell'AC Milan: nel 2018 il club è passato sotto il controllo del fondo di private equity Elliott Management in seguito all'escussione di un pegno su un prestito concesso al precedente proprietario, Li Yonghong. Sebbene l'operazione non sia stata un LBO classico all'inizio, la successiva gestione di Elliott ha avuto tutte le

caratteristiche di un tipico intervento PE, culminato nella rivendita del club a RedBird Capital Partners per 1,2 miliardi di euro nel 2022 . Quest'ultima operazione, sostenuta anche da finanziamenti tramite debito da parte di JPMorgan e altri soggetti, è a tutti gli effetti una struttura LBO in senso tecnico, e RedBird è un fondo di private equity specializzato in media e sport .

Lo stesso RedBird ha acquisito anche il Toulouse FC nel 2020, rafforzando un approccio multi-club mirato alla creazione di sinergie operative tra club con potenziale di crescita, strategia molto diffusa tra i fondi PE nel settore calcistico .

Diversa, ma affine per struttura finanziaria, è l'operazione che ha riguardato il Newcastle United FC, acquistato nel 2021 per 350,6 milioni di euro da un consorzio composto dal Public Investment Fund (PIF) – fondo sovrano dell'Arabia Saudita –, PCP Capital Partners e Reuben Brothers. Sebbene il PIF non sia un fondo di private equity, l'acquisizione ha utilizzato strumenti tipici del private capital, tra cui partecipazioni strutturate, debito e partnership, rendendola un caso ibrido tra investimento statale e strategie finanziarie del PE .

Infine, nel 2022, il 55% della holding che controlla l'Atalanta B.C. è stato ceduto a un gruppo di investitori istituzionali internazionali — tra cui la famiglia Pagliuca, co-proprietaria dei Boston Celtics — tramite una struttura riconducibile al leveraged buyout, per un valore stimato attorno ai 275 milioni di euro. Anche in questo caso si tratta di un'operazione ibrida che sfrutta dinamiche proprie del private capital, pur non essendo realizzata da un fondo PE in senso stretto .

Queste operazioni, pur coinvolgendo attori eterogenei — dai fondi di private equity puri (Clearlake, RedBird, Elliott), ai fondi sovrani (PIF), fino a family office e consorzi misti — testimoniano la crescente applicazione nel calcio europeo di strategie finanziarie avanzate e scalabili, tipiche del private capital e in particolare del modello leveraged buyout.

Questi casi illustrano una strategia ormai consolidata: i fondi puntano ad acquisire club calcistici sfruttando il costante flusso di ricavi – provenienti da diritti televisivi, biglietteria e sponsorizzazioni – per sostenere l'indebitamento iniziale, con l'obiettivo di ristrutturare l'organizzazione e valorizzarla sul piano gestionale e finanziario, così da poter realizzare una plusvalenza attraverso la rivendita del club nel medio termine.

Tali tendenze confermano il private equity come attore ormai strutturale dell'economia sportiva globale, capace di imprimere nuove logiche di gestione manageriale, accountability finanziaria e orientamento alla performance.

In questo contesto, è inevitabile ribadire nuovamente che il calcio non rappresenta più soltanto un fenomeno sportivo o culturale, ma un vero e proprio segmento di mercato, sempre più integrato nei circuiti della finanza internazionale.

Proprio questa nuova natura ibrida del calcio, tra passione popolare e asset class strategica, spiega il crescente interesse dei fondi di investimento specializzati. Il private equity, in particolare, ha individuato nel calcio europeo un'opportunità ideale per combinare ritorni economici e valorizzazione patrimoniale, approfittando di condizioni di mercato favorevoli e di modelli di gestione che appaiono allo stato attuale ancora

perfezionabili. I fondi vedono nel calcio una piattaforma da ristrutturare, valorizzare e infine rivendere con importanti plusvalenze: il loro obiettivo, infatti, è spesso quello di trasformare i club in media company efficienti e sostenibili. Sebbene le operazioni tradizionali di private equity siano caratterizzate da orizzonti temporali medi di 5–10 anni, nel settore calcistico invece, dove il potenziale di rivalutazione dell'asset è spesso più rapido grazie a interventi strategici mirati, molti fondi operano con un ciclo di investimento più breve, generalmente compreso tra 3 e 5 anni. Tuttavia, quando l'investimento include lo sviluppo infrastrutturale – come la costruzione o la gestione di uno stadio – l'orizzonte si allunga sensibilmente. In questi casi, il fondo tende allora ad adottare una logica di infrastrutture private equity, orientata alla creazione di valore nel lungo periodo (8–15 anni), attraverso flussi di cassa stabili e diversificati.

Le motivazioni che spingono fondi di private equity, conglomerati industriali o family office a investire nel calcio europeo sono molteplici e rispondono a logiche finanziarie, strategiche e, in alcuni casi, anche fiscali. Secondo PwC Italia (in BeBeez, 2023)²⁸, si possono identificare almeno tre direttrici principali.

La prima è la costruzione di poli multi-club internazionali, una strategia volta a diversificare i rischi sportivi e finanziari, e generare sinergie nei trasferimenti e nella gestione. Il caso più emblematico è il City Football Group, holding detenuta per il 77% da Abu Dhabi United Group (fondo sovrano), per il 12% da un consorzio di investitori cinesi (CMC Inc.) e per il restante 10% da Silver Lake, fondo PE statunitense. Il gruppo controlla o detiene quote in 12 club su cinque continenti, tra cui Manchester City, New York City FC, Girona FC, Palermo FC e Mumbai City FC (BeBeez, 2022). Anche 777 Partners, fondo PE con sede a Miami, segue un modello simile: ha investimenti in Genoa, Vasco da Gama, Standard Liegi, Red Star e una quota minoritaria nel Siviglia (BeBeez, 2023). Altri esempi includono Aser Ventures e Gestio Capital, proprietari rispettivamente di Leeds United e Sampdoria, che seguono logiche di portafoglio multi-club (BeBeez, 2023).

Una seconda strategia è di tipo opportunistico, fondata sull'acquisto di club con potenziale di promozione o valorizzazione, spesso appartenenti a categorie inferiori ma con marchio forte o infrastrutture adeguate. Ad esempio, il Palermo FC, blasonato club siciliano, è stato acquisito nel 2022 dal City Football Group, puntando su un rilancio sportivo e commerciale. Altri esempi rilevanti sono il Parma, acquisito nel 2020 dal Krause Group; il Venezia FC, comprato dallo statunitense Duncan Niederauer e un consorzio di otto investitori; e lo Spezia, rilevato dalla famiglia Platek (BeBeez, 2023). Nella stessa logica si collocano club di Serie C come il Cesena (acquisito da JRL Investments) e il Campobasso (ex Halley Holding) (BeBeez, 2023). In questi casi, il potenziale di crescita è bilanciato da un investimento iniziale contenuto, data la bassa valorizzazione delle società (meno di 8 milioni totali per diritti tv della Serie C).

Una terza e indubbiamente rilevante motivazione riguarda le ottimizzazioni fiscali: diverse squadre acquisite da soggetti esteri sono state trasformate da società per azioni a società a responsabilità limitata. Tale forma giuridica consente ai gruppi di controllo statunitensi di dedurre fiscalmente, secondo la normativa americana,

²⁸ <https://bebeez.it/bebeez-mag/i-tre-motivi-per-cui-i-fondi-investono-nei-club-di-calcio/>

le perdite d'impresa dei club. È il caso, ad esempio, di Atalanta, Genoa, Fiorentina e Roma, gestite da soggetti come Comisso (Mediacom) e Friedkin Group (BeBeez, 2023).

Oltre alle motivazioni strategiche, il calcio presenta caratteristiche strutturali che attraggono gli investitori orientati al valore. Secondo un'analisi pubblicata da Money.it (Lavecchia, 2021)²⁹, i club godono di forte brand equity, fidelizzazione dei tifosi e una domanda relativamente inelastica, anche nei periodi di crisi economica. I flussi di cassa sono stabili grazie a ricavi da diritti televisivi, sponsorizzazioni e attività commerciali. Inoltre, l'introduzione di regole di sostenibilità finanziaria (UEFA 2022) ha migliorato la trasparenza gestionale, mentre nuovi segmenti di crescita – calcio femminile, e-sports, produzione di contenuti digitali – aprono ulteriori opportunità di diversificazione. Un ulteriore driver di valore è lo sviluppo infrastrutturale poiché in Italia, poche squadre dispongono di uno stadio di proprietà. L'investimento in impianti multifunzionali può generare ricavi anche attraverso attività extra-sportive, come ristorazione, retail ed eventi (Lavecchia, 2021; PwC cit. in BeBeez, 2023).

A testimonianza della forza di queste dinamiche e delle potenzialità ancora inespresse nel contesto europeo, è utile volgere lo sguardo agli Stati Uniti, dove il fenomeno dell'investimento in asset sportivi ha raggiunto una maturità avanzata³⁰.

Secondo PwC, il valore medio di una franchigia NFL nel 2024 è stato di 5,7 miliardi di dollari, rispetto a 1,2 miliardi nel 2013. Se il tasso di crescita si mantenesse costante, si potrebbe raggiungere un valore potenziale superiore ai 27 miliardi entro il 2035. La crescente apertura regolatoria delle leghe statunitensi verso il capitale dei fondi ha favorito l'ingresso di operatori di private equity in tutte le maggiori competizioni professionistiche (NFL, NBA, MLB, NHL), generando un'accelerazione nella capitalizzazione dei club.

Nonostante la crescente apertura delle leghe professionistiche verso il capitale dei fondi di private equity, la maggior parte degli investimenti rimane limitata a partecipazioni di minoranza³¹. Tale orientamento deriva dai regolamenti interni di leghe come NFL, NBA, MLB e NHL, che impongono tetti stringenti sulle quote azionarie acquisibili da soggetti esterni, proprio per evitare situazioni di controllo finanziario potenzialmente destabilizzanti. Come già evidenziato, le preoccupazioni riguardano principalmente il rischio che modelli ad alta leva, come il leveraged buyout (LBO), compromettano la solidità economica e sportiva delle franchigie. In questo scenario regolatorio, i fondi si sono strutturati per operare attraverso investimenti di minoranza, spesso sotto forma di partecipazioni non vincolanti o asset-based, che non comportano l'assunzione diretta della governance sportiva. Ne sono esempio operazioni come l'ingresso di Sixth Street nel capitale dei San Antonio Spurs con una quota del 20%, o l'acquisizione del 10% dei San Francisco Giants annunciata nel 2025.

²⁹ <https://www.morningstar.it/it/news/209636/al-private-equity-piace-il-calcio.aspx>

³⁰ <https://www.ilsole24ore.com/art/gli-investimenti-squadre-sportive-hanno-ritorni-superiori-all-sp500-AH7taJO>

³¹ <https://www.ilsole24ore.com/art/gli-investimenti-squadre-sportive-hanno-ritorni-superiori-all-sp500-AH7taJO>

Questi modelli di intervento rappresentano un compromesso efficace tra le esigenze di capitalizzazione dei club e la tutela della stabilità regolamentare imposta dalle leghe, e spiegano perché negli Stati Uniti il private equity tenda a privilegiare strumenti flessibili e diversificati, piuttosto che l'acquisizione diretta di controllo societario. Oggi, 74 squadre nordamericane presentano partecipazioni o finanziamenti da parte di fondi chiusi per un valore aggregato di oltre 229 miliardi di dollari.

I ritorni generati nel periodo 2014–2024 superano nettamente quelli dell'S&P 500 (687,3%), con l'NBA a +2.088,9%, la NFL a +1.220,4%, l'NHL a +1.170,9% e la MLB a +907,3% (PitchBook, 2024). Queste performance hanno alimentato l'interesse di colossi finanziari come Ares Management, Arctos Sports Partners, RedBird Capital, TPG e Sixth Street, che hanno costituito fondi dedicati a sport, media e intrattenimento, spesso con strutture semi-liquide e raccolte miliardarie. In parallelo, si stanno espandendo anche gli investimenti nel calcio femminile, dove il potenziale di crescita è ancora elevato: ne sono esempio le recenti acquisizioni del Bay FC (125 milioni di dollari, consorzio guidato da Sixth Street) e del Seattle Reign FC (56,3 milioni di dollari, in partnership con Carlyle), fino all'ingresso di figure iconiche come Serena Williams nell'Angel City FC e nel Toronto Tempo.

Il caso statunitense dimostra come l'industria sportiva, se adeguatamente regolata e professionalizzata, possa costituire una classe di attivi alternativa in grado di generare ritorni competitivi su scala globale. Le esperienze americane offrono una chiave interpretativa per comprendere le traiettorie evolutive anche del calcio continentale, sempre più attrattivo per capitali sofisticati in cerca di stabilità, crescita e visibilità.

Alla luce delle evidenze disponibili, si è scelto di concentrare l'attenzione sui fondi di private equity, poiché rappresentano una delle forme di investimento privato più attive e analizzate nel settore sportivo negli ultimi anni, con un numero crescente di operazioni documentate e un impatto significativo sulle dinamiche di governance dei club. Inoltre, questa scelta risponde a una coerenza metodologica, dato che il caso studio presentato nel Capitolo 4 esamina l'evoluzione dell'A.C. Milan sotto la gestione di due fondi di private equity. Nel paragrafo 3.1.2 si passerà invece in rassegna le altre principali categorie di investitori attivi nel calcio europeo – tra cui fondi sovrani, holding multi-club e partnership strategiche – al fine di confrontarne approcci operativi, finalità strategiche e modalità di investimento.

3.1.2 Tipologie e mappatura dei fondi attivi nel calcio europeo

Negli ultimi anni, il calcio europeo ha subito una profonda trasformazione strutturale e finanziaria, trainata da un'ondata crescente di operazioni da parte di fondi di investimento, in particolare fondi di private equity, fondi sovrani e venture capital. Secondo il report *Private Capital in European Football* di PitchBook, il valore complessivo delle operazioni di merger & acquisition (M&A) concluse nei cinque principali campionati europei (Premier League, Serie A, Bundesliga, La Liga e Ligue 1) è passato da 66,7 milioni di euro nel 2018 a circa 4,94 miliardi di euro nel 2022, segnando un incremento senza precedenti nel settore. Questo dato non solo testimonia la crescente attrattività del calcio per il capitale privato, ma riflette anche una trasformazione strutturale nelle modalità di finanziamento e governance dei club.

M&A deal activity in European football clubs



Source: PitchBook • Geography: Europe
*As of August 3, 2023

Le ragioni di questa dinamica affondano nella crisi innescata dalla pandemia da Covid-19, come già accennato, che ha svuotato gli stadi e ridotto drasticamente i ricavi delle società calcistiche. In questo contesto, i fondi di private capital hanno visto un'opportunità per entrare nel settore e rifinanziare i debiti dei club, attratti da un asset con un interessante profilo rischio-rendimento, bassa correlazione con altri strumenti finanziari e relativa resilienza alle recessioni, grazie ai diritti televisivi contrattualizzati e alle sponsorizzazioni su orizzonti pluriennali.

Alcuni fondi hanno adottato strategie complesse, come la struttura multi-club, ovvero l'acquisizione di più squadre in diverse leghe o Paesi. È il caso, ad esempio, di 777 Partners, attivo in sette club europei, oppure di RedBird Capital, che controlla sia il Milan in Serie A sia il Tolosa in Ligue 1. Questa strategia, sebbene efficace per generare sinergie operative e sportive, si scontra con i regolamenti UEFA che vietano la partecipazione nella stessa competizione a due club controllati dallo stesso soggetto.

Per aggirare tale rischio, gruppi come il City Football Group hanno adottato un modello di investimento geografico differenziato, con partecipazioni in squadre di diversi continenti (Mumbai City, Melbourne City, New York City) o in campionati minori europei (Lommel, Palermo), riducendo così la probabilità di sovrapposizioni nelle competizioni UEFA.

La penetrazione dei fondi nel calcio europeo rappresenta dunque un cambiamento strutturale e strategico destinato a incidere profondamente sul modello di business delle società sportive, spingendole verso una logica industriale e finanziaria sempre più integrata ai mercati globali del capitale. Negli ultimi anni, infatti, investitori istituzionali, conglomerati industriali, fondi sovrani e operatori finanziari alternativi hanno progressivamente ridefinito le modalità di governance e crescita dei club, dando origine a una nuova geografia degli assetti proprietari.

Tabella 7 *Tipologie di investitori nel calcio europeo*

Tipologia	Logica operativa	Orizzonte	Esempi
Private Equity (PE) puro	Acquisizione tramite LBO, exit programmata	Medio (3–7 anni)	RedBird (AC Milan, Toulouse), Elliott (ex Milan)
Fondi Sovrani (SWF)	Investimenti strategico-geopolitici, lungo termine	Lungo termine	QSI (PSG), PIF (Newcastle)
 Holding Multi-Club (MCO)	Sinergie tra club in mercati diversi	Medio-lungo termine	City Football Group, RedBird, 777 Partners
Infrastrutture e media	Investimenti asset-based (stadi, media)	Medio termine	Sixth Street (Bernabéu), CVC (LaLiga)
Conglomerato	Branding e gestione professionale	Lungo termine	Fenway Sports Group (Liverpool)
 Consorzi / Family Office	Strutture miste con approccio flessibile	Variabile	Clearlake/Boehly (Chelsea), Friedkin Group (AS Roma, AS Cannes, Everton), Tony Bloom (Brighton), Matthew Benham (Brentford), Sawiris & Edens (Aston Villa)

- 1) Una prima e diffusa tipologia è rappresentata dai fondi di private equity (PE) puri (già analizzati nello scorso paragrafo), i quali operano secondo il modello del leveraged buyout (LBO): acquistano club con una significativa quota di capitale di debito, pianificando un’uscita a medio termine tramite valorizzazione dell’asset. Esempi emblematici sono RedBird Capital Partners, attuale proprietario dell’AC Milan e del Toulouse FC, ed Elliott Management, che ha detenuto il controllo del Milan dal 2018 al 2022, oltre ad aver gestito il Lille in Francia ([AP News, 2023](#)).
- 2) Parallelamente alla crescente presenza dei fondi di private equity, un ruolo sempre più rilevante nello scenario sportivo e finanziario globale è oggi svolto dai fondi sovrani (Sovereign Wealth Funds, SWF), strumenti d’investimento controllati da Stati nazionali che operano con una visione strategica di lungo periodo e perseguono obiettivi non soltanto economici, ma anche geopolitici e strutturali.

Questi fondi rappresentano una forma particolare di investimento istituzionale: vengono infatti istituiti per gestire e valorizzare la ricchezza pubblica derivante da surplus fiscali, esportazioni di risorse naturali (come petrolio e gas), riserve valutarie, eccedenze della bilancia commerciale o ricavi da privatizzazioni. A differenza di altri strumenti pubblici, gli SWF operano attivamente sui mercati internazionali, perseguendo strategie orientate alla sostenibilità e alla redditività nel lungo periodo.

Operativamente, si configurano come portafogli d'investimento altamente diversificati. Come evidenziano Roselli e Mazzantini (2009), si contraddistinguono per una bassa esposizione al debito, un'elevata tolleranza al rischio e una gestione indipendente dalla banca centrale o dal governo, con investimenti prevalentemente denominati in valuta estera.

Gli obiettivi degli SWF superano la semplice logica di profitto: sono strumenti volti alla stabilizzazione macroeconomica (stabilisation funds), alla conservazione della ricchezza per le generazioni future (savings funds), alla diversificazione produttiva e finanziaria e al finanziamento dello sviluppo strategico. Nei Paesi esportatori di petrolio, ad esempio, i fondi sovrani vengono utilizzati per trasformare risorse naturali esauribili in asset finanziari più stabili, limitando l'esposizione ai cicli delle commodity. Come ricordano ancora Roselli e Mazzantini, tali strumenti nascono per sterilizzare l'eccesso di liquidità generato dagli avanzi commerciali, in contesti in cui l'economia interna non riesce ad assorbirne completamente gli effetti.

Una delle caratteristiche che rende i fondi sovrani attori centrali nel sistema economico globale è la loro resilienza. Durante la crisi del 2008, a differenza di hedge fund e fondi di private equity, hanno mantenuto posizioni più stabili grazie alla bassa leva finanziaria e all'assenza di pressioni da disinvestimento rapido. Tuttavia, proprio la loro forza finanziaria e la gestione pubblica delle risorse sollevano interrogativi sul piano della governance. Roselli e Mazzantini richiamano l'attenzione su criticità legate alla trasparenza e all'accountability: in molti casi manca un'effettiva responsabilizzazione verso stakeholder, parlamenti e opinione pubblica, sia nei Paesi d'origine che in quelli destinatari degli investimenti.

Nel panorama attuale, i fondi sovrani sono ormai "*giganti silenziosi*" della finanza globale, capaci di influenzare dinamiche non solo economiche ma anche geopolitiche, specie quando investono in settori strategici come energia, telecomunicazioni, infrastrutture o sport. In tali ambiti, le loro operazioni assumono spesso il valore di strumenti di soft power, finalizzati a rafforzare l'influenza politica ed economica dei Paesi di provenienza.

La crescente presenza dei fondi sovrani nel settore sportivo evidenzia in modo esemplare questa logica. Tra i casi più emblematici figurano il Qatar Sports Investments (QSI), proprietario del Paris Saint-Germain, e il Public Investment Fund (PIF) dell'Arabia Saudita, controllore del Newcastle United dal 2021.

Il PSG è diventato uno dei club più ricchi e ambiziosi d'Europa grazie agli investimenti del fondo sovrano del Qatar, che tra il 2011 e il 2012 ne ha acquisito il controllo per circa 205 milioni di euro. Secondo Calcio e Finanza (2024)³², il totale degli investimenti qatarioti ha superato i 3,3 miliardi di euro, tra sponsorizzazioni, aumenti di capitale e versamenti diretti. Fin dall'inizio, la strategia è stata chiara: trasformare il club in una piattaforma di branding globale e di influenza politica.

Circa 2,2 miliardi sono stati versati tramite sponsorizzazioni, pari al 35% dei ricavi annui complessivi (bilanci PSG 2011–2024), e ingenti risorse sono state dedicate all'acquisto di top player. Tuttavia, per lungo tempo il successo europeo è mancato.

Il punto di svolta è arrivato con l'ingaggio dell'allenatore Luis Enrique nella stagione 2023/24. Il tecnico spagnolo ha introdotto una visione più collettiva e sostenibile, con l'introduzione di un gioco meno dipendente dalle singole individualità e più orientato alla coesione tattica. Secondo quanto riportato da L'Équipe³³ e dallo stesso PSG³⁴, la rifondazione tecnica ha avuto effetti tangibili: nel maggio 2025 il club ha finalmente vinto la UEFA Champions League, chiudendo un ciclo di “rincorsa” lungo oltre un decennio.

Anche il PIF saudita ha assunto un ruolo di primo piano nello sport. Con un patrimonio stimato in 925 miliardi di dollari, rappresenta lo strumento cardine della strategia Vision 2030, finalizzata a diversificare l'economia nazionale e migliorare l'immagine globale del Regno. Dopo l'acquisto del Newcastle United nel 2021 (valutazione complessiva oltre 800 milioni di euro)³⁵, il club è risalito rapidamente fino alla qualificazione in Champions League; per gestire meglio i propri asset sportivi, il fondo ha creato inoltre la holding Surj Sports Investments.

In patria, il PIF ha acquisito nel 2023 il 75% di quattro club della Saudi Pro League (Al Hilal, Al Nassr, Al Ahli e Al Ittihad), mantenendo il restante 25% in mani no-profit. L'obiettivo è duplice: rafforzare la lega nazionale e consolidare la candidatura – poi accettata – per il Mondiale 2034. Le operazioni si estendono anche al golf, con il lancio del circuito LIV (finanziato con 2 miliardi di dollari), e alla Formula 1, tramite la Saudi Motorsport Company, organizzatrice del GP di Gedda. Ulteriori fronti d'investimento includono il progetto "Electric 360" e l'offerta per l'acquisto del 10% di DAZN.

Alla luce dei dati analizzati, in particolare degli investimenti realizzati e della logica strategica sottostante, emerge con chiarezza che i fondi sovrani operano con un orizzonte temporale di lungo periodo. Non puntano a operazioni speculative o a rapide exit, bensì a una presenza consolidata che consenta di costruire reti di influenza geopolitica e culturale, rafforzare l'immagine dei Paesi d'origine

³² https://www.calcioefinanza.it/2024/12/26/psg-spese-qatar-investimenti-sponsor/?refresh_ce

³³ <https://www.lequipe.fr/Football/Article/La-patte-de-l-expert-les-secrets-de-luis-enrique-qui-a-guide-le-psg-vers-son-titre-europeen>

³⁴ <https://www.paris-saint-germain.com/revolution-tactique-psg>

³⁵ <https://www.sportefinanza.it/2025/01/26/fondo-pif-investimenti-sport-arabia-saudita/>

sui mercati internazionali, sostenere strategie di diversificazione economica coerenti con i piani di sviluppo nazionale e ottenere ritorni finanziari stabili nel tempo.

L'interesse per lo sport si inserisce così in una visione più ampia, in cui il capitale sovrano si configura come leva di potere e di modernizzazione, capace di influenzare assetti economici, culturali e politici. Tuttavia, l'espansione di questi attori nel panorama sportivo solleva interrogativi sulla sostenibilità competitiva e sulla trasparenza. Senza una regolazione efficace e armonizzata a livello internazionale, il rischio è quello di un progressivo squilibrio sistemico, con impatti significativi sull'equità e sull'integrità delle competizioni sportive.

- 3) Un'evoluzione ancora più articolata nel panorama della proprietà calcistica è rappresentata dai modelli di multi-club ownership (MCO), in cui un singolo soggetto: persona fisica, fondo d'investimento o gruppo societario, detiene partecipazioni in più club distribuiti su mercati nazionali e internazionali. Questo modello consente di sviluppare sinergie economiche, tecniche e commerciali, generare plusvalenze attraverso operazioni infragruppo (come il player trading), aggirare i vincoli normativi nazionali e ottimizzare la gestione degli asset sportivi, come evidenziato da Fimmanò (2023) nella Rivista di Diritto Sportivo. Allo stesso tempo, secondo Havran, Gulyás e Kelemen (2023), le MCO costituiscono una strategia di integrazione verticale in cui i club fungono da nodi di un portafoglio globale per la gestione centralizzata dei talenti e delle risorse amministrative, riducendo i costi di transazione e massimizzando la scalabilità operativa.

Il caso più avanzato è quello del City Football Group, facente capo alla Abu Dhabi United Group, che controlla almeno dieci club distribuiti su quattro continenti, tra cui Manchester City, Melbourne City, New York City FC, Yokohama Marinos e Palermo FC. Seguono i modelli di Red Bull, che ha trasferito nel calcio la logica della Formula 1, acquisendo club come Salisburgo, Lipsia, New York Red Bulls e Red Bull Brasil, in aperta sfida alle normative tedesche e austriache sulla proprietà sportiva. In Italia, si distinguono i fondi RedBird Capital Partners, che controllano l'AC Milan e il Tolosa FC, e 777 Partners, attivi in club come Genoa CFC, Standard Liegi, Vasco da Gama, Red Star FC e altri. A questi si aggiungono conglomerati storici come ENIC (con partecipazioni in AEK Atene, Slavia Praga e Vicenza), la famiglia Pozzo (Udinese, Watford, Granada), il gruppo King Power (Leicester, Oud-Heverlee Leuven), Vincent Tan (Cardiff, Sarajevo, Kortrijk), Joey Saputo (Bologna e Montréal) e l'Atlético Madrid (con partecipazioni in San Luis e Lens), come documentato ampiamente da Fimmanò (2023).

Secondo i dati riportati da quest'ultimo, nel 2017 la UEFA censiva 26 club europei facenti capo a MCO, mentre nel 2021 se ne contavano già almeno 117, distribuiti in 45 gruppi attivi in 37 Paesi.

L'espansione si è concentrata soprattutto in mercati minori come Belgio e Danimarca, dove è più facile acquisire club a basso costo per valorizzare giovani da rivendere nei top campionati.

Tuttavia, questo modello pone serie criticità normative e sistemiche. Fimmanò evidenzia come la coesistenza di partecipazioni multiple, anche in campionati diversi, possa violare il principio di concorrenza, favorire conflitti di interesse e permettere l'elusione del Financial Fair Play, tramite operazioni fittizie di trasferimento giocatori e rivalutazioni contabili. Anche Havran et al. (2023) confermano questi rischi, sottolineando come i trasferimenti interni tra club MCO non siano soggetti alle stesse dinamiche di mercato, ma vengano spesso utilizzati per spostare artificialmente valore economico, generare plusvalenze o alleggerire i bilanci. L'analisi empirica condotta dagli autori su oltre 400 operazioni interne tra club MCO tra il 2011 e il 2021 mostra un incremento sistematico delle transazioni intra-gruppo, spesso scollegate da logiche sportive, ma funzionali a obiettivi finanziari e di bilancio.

Questi trasferimenti strategici, non sempre trasparenti, rischiano di opacizzare il valore reale di mercato dei giocatori, riducendo la tracciabilità e rendendo difficoltosa la valutazione della congruità economica delle operazioni da parte delle autorità calcistiche, eludendone i controlli. Come affermano gli stessi autori, Havran et al., le MCO tendono a ridurre la trasparenza del mercato calcistico e a sovvertire i principi di meritocrazia sportiva, con operazioni di prestito, acquisto e rivendita orchestrate a beneficio del gruppo, e non della competizione equa.

L'art. 18, comma 2 dello Statuto FIFA stabilisce che nessuna persona fisica o giuridica, comprese società controllanti e controllate, può esercitare il controllo su più di un club se l'integrità di una competizione può risultarne compromessa. Tuttavia, la scarsa applicazione concreta di tale norma da parte delle federazioni e delle istituzioni calcistiche rende questi principi spesso inefficaci.

In Italia un caso emblematico è quello della U.S. Salernitana 1919, promossa in Serie A nel 2021 pur essendo controllata dalla stessa proprietà della S.S. Lazio. Per garantirne l'iscrizione, le quote furono trasferite in un blind trust³⁶, con obbligo di cessione entro il 31 dicembre 2021. Questa soluzione – accettata in via eccezionale dalla FIGC – ha sollevato rilevanti dubbi giuridici, dato che l'ordinamento italiano riconosce solo i trust regolati da leggi straniere ai sensi della Convenzione dell'Aja del 1985³⁷. Come sottolinea Fimmanò, il blind trust si rivela quindi uno strumento emergenziale e non replicabile strutturalmente, privo delle tutele tipiche dei sistemi di common law.

Dal punto di vista giuridico, il fenomeno delle MCO entra in contrasto con diversi istituti nazionali e sovranazionali: gli articoli 2390 e 2391 del codice civile (conflitto di interessi e cumulo di cariche), gli articoli 93 e 120 del TUF (trasparenza delle partecipazioni e controllo societario), nonché gli articoli 101 e 102 del TFUE, che vietano intese restrittive e abusi di posizione dominante.

³⁶ Il blind trust è una particolare forma di trust in cui i beni o le partecipazioni vengono affidati a un soggetto terzo (il trustee), che li gestisce in piena autonomia, senza informare il disponente sulle operazioni effettuate. È utilizzato per evitare conflitti di interesse, in particolare in ambito politico o societario.

³⁷ Il trust è un istituto giuridico di origine anglosassone, formalmente riconosciuto in Italia grazie alla Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985, ratificata con la legge n. 364/1989. La convenzione consente il riconoscimento in Italia dei trust istituiti secondo il diritto di uno Stato estero aderente, ma non disciplina direttamente la possibilità di istituire trust "interni" secondo norme italiane.

Le NOIF³⁸ della FIGC, in particolare l'art. 16-bis, vietano formalmente il controllo di più società professionistiche da parte dello stesso soggetto, anche se negli anni non sono mancate deroghe, come nel caso della Juventus U23, Milan Futuro e Inter U23, esempi attivi di “squadra B” in Italia.

Come sottolineato in conclusione da Fimmanò, il modello delle MCO può rappresentare un'opportunità in termini di stabilità finanziaria e internazionalizzazione, ma al contempo rischia di minare l'autonomia sportiva, la leale concorrenza e la trasparenza economica. Havran et al. (2023) avvertono che, in assenza di un quadro normativo internazionale armonizzato, il sistema rischia di evolvere in una forma oligopolistica in cui pochi gruppi controllano il flusso globale dei talenti, i diritti economici e le narrative mediatiche. Gli autori propongono l'istituzione di un registro pubblico internazionale delle MCO, una supervisione centralizzata da parte di UEFA e FIFA delle operazioni infragruppo e regole di incompatibilità più rigide nei campionati nazionali e nelle coppe europee. In caso contrario, si rischia, come indicano entrambi gli studi, la nascita di una sorta di “*Superlega di fatto*”, con evidenti gravi implicazioni sul futuro del calcio europeo.

Sebbene il Manchester City sia di fatto controllato da un fondo sovrano, attraverso l'Abu Dhabi United Group (ADUG), riconducibile allo Stato di Abu Dhabi e alla Mubadala Investment Company, nella presente classificazione è stato inserito tra i modelli Holding Multi-Club (MCO). La scelta risponde alla volontà di evidenziare la struttura a rete del City Football Group (CFG), costituito formalmente nel 2013 come holding che gestisce una rete globale di club calcistici (oggi 13, tra cui Manchester City, Girona³⁹, New York City FC, Palermo, Troyes, Melbourne City).

Le informazioni di seguito riportate sono tratte da una tesi conclusiva nell'ambito del Corso per Direttore Sportivo – Indirizzo Tecnico, organizzato dal Settore Tecnico della FIGC, nell'anno accademico 2017–2018, autore Pierluigi Rosa. L'elaborato, intitolato “*Nell'era del social network. Il football network: il fenomeno City Football Group*”, fornisce un'analisi strutturata del modello organizzativo e comunicativo sviluppato dal CFG.

La nascita del CFG è il risultato di una precisa strategia d'investimento avviata nel 2008, quando l'Abu Dhabi United Group acquistò il Manchester City FC. Da quel momento è iniziato un processo di internazionalizzazione e rafforzamento strutturale del club inglese, accompagnato da investimenti in infrastrutture, scouting e brand positioning.

Nel 2013 viene formalmente costituito il City Football Group, con l'obiettivo di replicare il modello di successo del Manchester City in altri mercati strategici, attraverso l'acquisizione o la creazione di club satellite⁴⁰. Questo approccio ha portato a una crescita esponenziale del valore del gruppo,

³⁸ Le NOIF (Norme Organizzative Interne della FIGC) costituiscono il principale regolamento federale che disciplina l'organizzazione del sistema calcistico italiano, includendo norme su affiliazioni, partecipazioni societarie, tesseramenti, categorie professionistiche e dilettantistiche, nonché disposizioni specifiche su incompatibilità e controlli societari

³⁹ A partire dal 1° luglio 2024 al 30 giugno 2025, la partecipazione di CFG nel Girona FC è stata affidata a un blind trust indipendente per garantire la conformità alle norme e ai regolamenti UEFA.

⁴⁰ About City Football Group

culminata nel 2019 con l'ingresso nel capitale del fondo americano Silver Lake, che ha acquistato il 10% del CFG per circa 500 milioni di dollari, portando la valutazione complessiva del gruppo a oltre 4,8 miliardi di dollari.

La logica del CFG si fonda su un'integrazione verticale e orizzontale senza precedenti, in cui le società affiliate non operano come unità autonome, ma come nodi interconnessi di una piattaforma coordinata centralmente. Questo modello, definito da Rosa come "football network", supera il semplice controllo finanziario e si configura come una strategia di impresa globale, in cui ogni club partecipa alla costruzione di un'identità condivisa, di un'estetica del gioco uniforme e di una presenza mediatica coesa.

Dal punto di vista tecnico, il City Football Group applica una filosofia calcistica omogenea a livello globale, ispirata ai principi inaugurati da Pep Guardiola e replicata nei centri sportivi dei club affiliati. La standardizzazione dei metodi di allenamento, della preparazione atletica e dello scouting giovanile consente al CFG di coltivare talenti in maniera sistemica, alimentando un flusso interno di giocatori funzionale agli obiettivi sportivi e commerciali del gruppo. Rosa evidenzia come questa impostazione favorisca la crescita simultanea del valore sportivo e di mercato dei club partecipanti, creando una forma di "*intelligenza distribuita*" nel calcio professionistico.

Sul piano comunicativo, il CFG si distingue per l'uso strategico dei contenuti digitali e della narrazione transmediale. La creazione di City Studios, un centro di produzione audiovisiva interno al gruppo, testimonia la volontà di trasformare i club in media company, capaci di generare contenuti originali per i social media e per piattaforme di streaming.

Le iniziative editoriali non sono semplici strumenti di marketing, ma parte integrante della costruzione identitaria del brand CFG, che punta a un pubblico globale con particolare attenzione ai mercati emergenti. A rafforzare questa strategia interviene anche una sofisticata architettura digitale, con sistemi integrati di customer relationship management (CRM) che raccolgono dati sui comportamenti e le preferenze dei tifosi nei vari Paesi.

Rosa sottolinea come il CFG sia in grado di profilare e personalizzare l'offerta di contenuti, esperienze e merchandising, creando un ecosistema commerciale che connette sport, dati e cultura digitale in modo sinergico.

Infine, l'espansione nei mercati internazionali non risponde soltanto a logiche sportive o economiche, ma assume una chiara funzione geopolitica. Come osserva Rosa, il CFG rappresenta anche un veicolo di soft power per gli Emirati Arabi Uniti, contribuendo al branding territoriale e al posizionamento internazionale di Abu Dhabi. In questo senso, la governance del gruppo si ispira a modelli aziendali globali, con una direzione centralizzata che definisce strategie, obiettivi e valori comuni per tutti i club affiliati, lasciando comunque margini di adattamento alle specificità locali.

Il City Football Group si impone come un caso di studio paradigmatico nel panorama contemporaneo delle MCO: non solo per la sua estensione globale o per l'origine del capitale, ma soprattutto per l'adozione di un modello industriale basato su convergenza gestionale, centralizzazione strategica e innovazione digitale. Si tratta, secondo Rosa (2018), di una trasformazione profonda della natura stessa del club calcistico, che da soggetto sportivo locale si evolve in piattaforma globale, capace di produrre valore attraverso un mix di sport, contenuti e relazioni.

- 4) A differenza delle acquisizioni totali, alcuni fondi di private equity scelgono di investire in infrastrutture sportive o nei diritti media, mantenendo una logica asset-based che consente di ottenere esposizione al settore senza interferire direttamente nella gestione societaria. È il caso di Sixth Street, che ha contribuito con oltre 360 milioni di euro alla ristrutturazione dello stadio Bernabéu del Real Madrid (Sixth Street, 2022)⁴¹, o di CVC Capital Partners, che ha investito circa 2,7 miliardi di dollari per acquisire una quota del 10% dei ricavi commerciali di LaLiga nell'ambito dell'operazione "LaLiga Impulso" (Calcio e Finanza 2021)⁴².

Sebbene in Europa il quadro regolatorio sia meno restrittivo rispetto al contesto statunitense, dove le leghe pongono limiti severi alla leva finanziaria e alle quote di controllo, l'opzione di entrare con una partecipazione di minoranza o tramite asset strategici resta spesso preferita. Questo approccio risponde a logiche finanziarie e gestionali precise. In primo luogo, consente ai fondi di limitare l'esposizione al rischio operativo legato ai risultati sportivi, alla gestione del personale tecnico o alle pressioni sociali esercitate dai tifosi e dai media. Inoltre, asset come infrastrutture e diritti televisivi offrono flussi di cassa stabili e prevedibili, rappresentando veicoli d'investimento a basso rischio e con una redditività più lineare rispetto alla gestione di un'intera società calcistica.

Molti di questi investimenti si collocano all'interno di una strategia graduale: assumere inizialmente una quota di minoranza o un diritto economico consente al fondo di valutare il mercato, consolidare la relazione con gli stakeholder e eventualmente preparare una fase di espansione futura. In altri casi, l'investimento in asset rappresenta una scelta intenzionale e strutturata, finalizzata a ottenere una posizione sistemica e trasversale su più club o su intere competizioni, come nel caso dell'operazione CVC-LaLiga.

È inoltre importante sottolineare che, sebbene non esistano limiti formali all'acquisizione del controllo da parte di investitori esterni, il contesto europeo è caratterizzato da una serie di vincoli indiretti che tendono a scoraggiare o limitare l'ingresso dei fondi di private equity con quote di maggioranza. In Germania, ad esempio, è in vigore la cosiddetta regola del 50+1, che impone che la maggioranza dei diritti di voto nei club professionistici resti in mano all'associazione dei soci, impedendo di fatto l'assunzione del controllo da parte di soggetti esterni, come già discusso nei capitoli precedenti. In

⁴¹ <https://www.legends.net/it/strategic-partnership-between-real-madrid-sixth-street-and-legends/>

⁴² <https://www.calcioefinanza.it/2021/08/04/cvc-acquista-il-10-della-liga-affare-da-27-ml/>

Francia, la DNCG (Direction Nationale du Contrôle de Gestion), autorità di vigilanza finanziaria sul calcio professionistico, esercita un controllo preventivo rigoroso sui progetti di acquisizione e può sanzionare i club con limitazioni sportive o economiche in caso di squilibrio finanziario o mancanza di garanzie⁴³.

Oltre ai vincoli normativi o federali, molti club europei presentano clausole statutarie anti-scalata, inserite per preservare l'identità locale o il controllo pubblico, e i tentativi di acquisizione da parte di fondi esteri vengono frequentemente ostacolati da forti opposizioni delle tifoserie e da una diffusa percezione di ostilità verso la "finanza speculativa". È emblematico il caso del Red Bull Leipzig, ampiamente contestato in Germania per la sua struttura proprietaria⁴⁴, o quello più recente del fondo 777 Partners in Francia, dove l'acquisizione del Red Star è stata accolta con proteste e boicottaggi da parte dei supporter e delle istituzioni locali⁴⁵.

Per questo motivo, anche nel calcio europeo si osserva un numero crescente di operazioni di tipo asset-based o minoritario, capaci di coniugare rendimento e flessibilità. Queste modalità si impongono per effetto di fattori indiretti, ma altrettanto rilevanti in termini di impatto strategico e reputazionale per gli investitori istituzionali.

- 5) Un ulteriore modello diffuso è quello americano "tradizionale", spesso riconducibile a conglomerati sportivi con approccio industriale. Con il termine conglomerato sportivo si intende una struttura societaria complessa e diversificata, in cui un unico soggetto controlla una pluralità di asset collegati al settore sportivo, ma non necessariamente limitati a esso. A differenza del modello multi-club, che si basa principalmente sulla detenzione di più società calcistiche, i conglomerati si caratterizzano per una diversificazione orizzontale e verticale: includono club sportivi, infrastrutture (stadi, arene), media (canali TV, piattaforme streaming), marketing agencies, eventi, merchandising e intrattenimento, integrando in un'unica filiera l'intero ecosistema dell'esperienza sportiva⁴⁶.

Tali strutture rispondono a una logica di impresa tipicamente industriale, volta alla massimizzazione delle sinergie operative, all'ottimizzazione dei costi fissi e alla creazione di un valore scalabile, replicabile e multi-generazionale⁴⁷. Questi gruppi operano secondo criteri di efficienza industriale, adottando modelli previsionali avanzati, gestione attiva del portafoglio e valorizzazione degli asset immateriali (IP, community, data).

Il caso di Fenway Sports Group (FSG), controllante del Liverpool FC, dei Boston Red Sox e di numerosi asset collaterali (NESN, Fenway Park, Fenway Sports Management, Fenway Music Company), rappresenta emblematicamente questa impostazione.

⁴³ <https://valloni.ch/2025/02/21/financial-regulation-of-football-clubs-in-france/>

⁴⁴ <https://worldfootballindex.com/2020/08/rb-leipzig-red-bull-german-football-culture-50-plus-1/>

⁴⁵ <https://www.france24.com/en/live-news/20220513-french-left-cries-foul-over-us-takeover-of-red-star-soccer-club>

⁴⁶ <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/conglomerato/>

⁴⁷ <https://significatodi.com/conglomerato-di-imprese/>

L'obiettivo non è solo sportivo, ma anche commerciale e infrastrutturale: il club diventa un nodo in una rete più ampia, un canale per la monetizzazione di contenuti, diritti, eventi e beni esperienziali. In questo caso l'obiettivo non è tanto una exit a medio termine quanto la costruzione di valore nel lungo periodo, attraverso professionalizzazione, gestione del brand e sviluppo globale.

Fondato nel 2001 da John W. Henry e Tom Werner, il Fenway Sports Group (FSG) rappresenta uno degli esempi più emblematici di conglomerato sportivo con approccio industriale di lungo periodo. Con sede legale nel Delaware, FSG nasce inizialmente come New England Sports Ventures, per poi evolversi rapidamente in una delle holding più influenti a livello globale nell'intrattenimento sportivo. La strategia di FSG si basa su una visione multi-sport e multi-asset: oltre ai celebri Boston Red Sox e Liverpool FC, il gruppo controlla i Pittsburgh Penguins (NHL), partecipa alla lega TGL di golf con il team Boston Common Golf, detiene il 50% del team RFK Racing in NASCAR, e gestisce numerose proprietà immobiliari e infrastrutturali come il Fenway Park, Anfield, il Fenway South, e la MGM Music Hall. A ciò si aggiungono asset mediatici (l'80% del canale NESN), società operative come Fenway Sports Management e Fenway Music Company, e quote nella SpringHill Company di LeBron James e Maverick Carter, riconosciuta per la sua capacità innovativa nel settore dell'entertainment⁴⁸.

Secondo Forbes (2024)⁴⁹, FSG è il quarto gruppo sportivo più valorizzato al mondo, con un patrimonio stimato in 10,4 miliardi di dollari, ben al di sopra di realtà come il City Football Group (12°) o la famiglia Glazer (8°). Anche i patrimoni personali dei fondatori riflettono il successo del gruppo: John W. Henry è accreditato di 5,1 miliardi di dollari e Tom Werner di 1,7 miliardi.

FSG entra nel calcio europeo nell'ottobre 2010, acquisendo il Liverpool FC per 300 milioni di sterline da George Gillett e Tom Hicks. L'approccio strategico è chiaro sin dall'inizio: valorizzare una squadra dalla forte identità storica e comunitaria attraverso investimenti mirati, una governance professionale e l'uso estensivo dei big data, secondo il metodo Moneyball già sperimentato con successo in MLB. Come accaduto con i Red Sox, vincere quattro World Series tra il 2004 e il 2018, anche il Liverpool viene progressivamente rilanciato fino a tornare ai vertici del calcio mondiale⁵⁰.

Dal punto di vista sportivo, il ciclo di FSG ha portato alla vittoria della Champions League (2018-2019), della Premier League (2019-2020), primo titolo nazionale dopo 30 anni, della Supercoppa Europea, del Mondiale per Club, oltre a diverse coppe nazionali e due finali perse di Champions League contro il Real Madrid.

Centrale in questo successo è stata la scelta dell'allenatore Jürgen Klopp e del data analyst Ian Graham, oltre all'acquisto mirato di giocatori chiave come Salah, Mané, Firmino e Alisson. Anche sul piano economico-finanziario, i risultati sono significativi: sotto la guida di FSG, il valore del Liverpool è

⁴⁸ <https://borsaefinanza.it/fenway-sports-group-chi-e-holding-liverpool/>

⁴⁹ <https://www.forbes.com/sites/mikeozanian/2024/01/25/the-worlds-most-valuable-sports-empires-2024/>

⁵⁰ <https://borsaefinanza.it/fenway-sports-group-chi-e-holding-liverpool/>

cresciuto da 300 milioni di sterline nel 2010 a circa 5,4 miliardi di dollari a maggio 2025 (Forbes 2025)⁵¹, grazie all'aumento strutturale dei ricavi da stadio, media, sponsorizzazioni e a una gestione efficiente orientata alla valorizzazione del brand e degli asset sportivi.

Nel 2023, FSG ha ulteriormente diversificato il proprio capitale cedendo una quota di minoranza al fondo statunitense Dynasty Equity per circa 164 milioni di sterline, individuato con l'assistenza di Morgan Stanley e Goldman Sachs. Le risorse sono state destinate al ripianamento del debito bancario, al completamento dei lavori ad Anfield, al riacquisto del centro Melwood e allo sviluppo dell'AXA Training Center⁵².

In definitiva, il modello FSG si configura come un esempio virtuoso di integrazione verticale e stabilità strategica, dove la logica industriale prevale su quella speculativa. La holding ha dimostrato come un investimento di lungo periodo, fondato su dati, innovazione gestionale e valorizzazione del brand, possa generare risultati sostenibili sia sul piano sportivo sia su quello economico.

- 6) Accanto ai modelli più strutturati, si collocano infine i consorzi di investitori e i family office, caratterizzati da una governance flessibile e da strategie d'investimento che oscillano tra logiche patrimoniali e approcci industriali. Il Chelsea, controllato dal consorzio Clearlake Capital–Todd Boehly, rappresenta un esempio di investimento misto in cui la componente finanziaria si combina con un coinvolgimento diretto nella gestione. Nel panorama giuridico ed economico italiano, il consorzio è definito dall'articolo 2602 del Codice Civile come un contratto mediante il quale più imprenditori istituiscono un'organizzazione comune per regolare o svolgere determinate fasi delle rispettive attività d'impresa. Si tratta di una forma di collaborazione interaziendale fondata su un obiettivo condiviso: la massimizzazione dei risultati collettivi attraverso la gestione coordinata di attività economiche, pur nel rispetto dell'autonomia giuridica di ciascun partecipante.

Dal punto di vista tecnico-giuridico, i consorzi rientrano nella categoria dei contratti plurilaterali con comunione di scopo, ossia accordi stipulati tra più soggetti che perseguono insieme un fine comune, regolando in anticipo modalità, responsabilità e durata della collaborazione. I consorzi possono essere interni, quando regolano solo i rapporti fra i consorziati, oppure esterni, se operano verso l'esterno con propria personalità giuridica, siglando contratti in nome proprio.

Dal punto di vista economico-funzionale, il consorzio consente ai membri di condividere know-how, capitale e risorse operative, rafforzando la posizione sul mercato, aumentando il potere contrattuale e consentendo investimenti comuni in tecnologie, formazione e logistica. La presenza di un fondo consortile – alimentato dai contributi dei partecipanti – garantisce autonomia operativa e costituisce il

⁵¹ <https://www.forbes.com/teams/liverpool/>

⁵² <https://borsaefinanza.it/fenway-sports-group-chi-e-holding-liverpool/>

patrimonio del consorzio. Fondamentale, inoltre, è il divieto di concorrenza interna: i partecipanti non possono agire in contrasto con l'interesse comune regolato dal consorzio⁵³.

Nel mondo dello sport-business contemporaneo, il termine consorzio ha assunto una connotazione più ampia e flessibile, utilizzata spesso per descrivere gruppi d'investitori che uniscono capitali, competenze e network allo scopo di acquisire e gestire asset strategici come club calcistici. È il caso del Chelsea Football Club, acquistato nel 2022 da un'aggregazione di investitori nota come Clearlake–Boehly Consortium.

Questo consorzio, però, non va confuso con il consorzio civilistico italiano: si tratta di un club deal tra soggetti privati e istituzionali, guidato dal fondo di private equity Clearlake Capital (che detiene circa il 60% delle quote) e dall'imprenditore Todd Boehly, affiancato da co-investitori come Mark Walter e Hansjörg Wyss. L'operazione è stata strutturata attraverso una holding di diritto statunitense e diverse società-veicolo, secondo logiche tipiche della finanza strutturata internazionale. La governance prevede un ruolo centrale per Boehly come lead investor e rappresentante operativo, mentre il fondo Clearlake agisce da investitore finanziario con orizzonte di medio-lungo termine.

In questo senso, il consorzio Clearlake–Boehly rappresenta un modello ibrido che combina elementi del private equity con una gestione condivisa in ottica industriale. La cooperazione fra i diversi soggetti coinvolti non è finalizzata a regolare fasi produttive, come nei consorzi tradizionali, ma a valorizzare congiuntamente un asset strategico attraverso sinergie finanziarie, operative e reputazionali. La natura plurale del controllo, l'obiettivo condiviso di crescita patrimoniale e la centralità della pianificazione congiunta rendono questa esperienza una forma contemporanea di consorzio economico-finanziario, che si inserisce a pieno titolo nelle nuove logiche di governance del calcio globale.

In ambito nazionale, il Friedkin Group, proprietario della AS Roma, incarna invece il modello del family office puro, orientato alla creazione di valore di lungo termine attraverso stabilità gestionale e investimenti infrastrutturali.

L'acquisizione del Chelsea FC da parte di un consorzio guidato dall'imprenditore statunitense Todd Boehly e dal fondo di private equity Clearlake Capital Group rappresenta un caso emblematico dell'ingresso di investitori finanziari nel calcio europeo. Formalizzata nel maggio 2022, l'operazione è stata valutata complessivamente 4,25 miliardi di sterline (circa 5 miliardi di euro), cifra che la rende una delle più alte mai raggiunte nel settore sportivo.

Il consorzio include anche Hansjörg Wyss, fondatore della Wyss Foundation, e Mark Walter, CEO di Guggenheim Capital e comproprietario, insieme a Boehly, dei Los Angeles Dodgers, dei Lakers e delle Sparks. L'acquisizione, approvata dal governo britannico, dalla Premier League e dalle altre autorità competenti, prevede che Boehly assuma il ruolo di presidente della holding 22 Holdco Ltd., attraverso

⁵³ <https://quifinanza.it/lavoro/cose-come-funziona-consorzio/363691/>

cui viene gestito il controllo del Chelsea e delle sue affiliate, tra cui il Chelsea femminile e il Racing Club Strasbourg Alsace⁵⁴.

Secondo i termini dell'accordo, Boehly e Clearlake condivideranno la governance del club, con un piano strategico incentrato su investimenti a lungo termine nelle infrastrutture (tra cui la ristrutturazione dello Stamford Bridge), nell'Academy, nella squadra femminile e nella Chelsea Foundation. L'obiettivo dichiarato dai nuovi proprietari è rafforzare la competitività del club sia sul piano sportivo sia su quello commerciale, adottando un approccio industriale e data-driven, ispirato a modelli già rodati nel contesto statunitense.

L'aspetto più rilevante è che, nonostante l'entità dell'acquisizione, il Chelsea non è stato caricato di nuovo debito, in linea con le condizioni imposte dal governo britannico dopo la crisi reputazionale legata alla precedente proprietà di Roman Abramovich. Clearlake, fondo da oltre 75 miliardi di dollari, ha così inaugurato il suo ingresso nel calcio europeo senza ricorrere a un leveraged buyout (LBO), segnando un cambio di paradigma rispetto a operazioni come quella dei Glazer al Manchester United⁵⁵. Tuttavia, le prime stagioni della nuova gestione sono state segnate da risultati sportivi deludenti e da pesanti perdite economiche: la holding 22 Holdco ha registrato perdite superiori al miliardo di sterline in due esercizi consecutivi (2022/23 e 2023/24), dovute principalmente agli elevati investimenti sul mercato dei calciatori e al peso degli interessi su debiti pregressi, pari a circa 1,35 miliardi di euro con tassi tra il 7,7% e l'11,96%.

Il club è inoltre stato coinvolto in un'indagine della Premier League per la cessione del Chelsea femminile e per operazioni infragruppo legate a due hotel, registrate come profitti per circa 90 milioni di euro per rispettare i paletti del Fair Play Finanziario⁵⁶.

L'acquisto del Chelsea è comunque destinato ad avere un impatto sistemico sulla valutazione degli asset calcistici. L'operazione, avvenuta in un'asta pubblica e competitiva, ha fissato un multiplo di circa 7,5 volte i ricavi annuali del club, un parametro significativamente superiore rispetto a quelli di club quotati come Manchester United (4,4x), Juventus (meno di 2x) o persino Milan (4,5x secondo stime di mercato). Ciò dimostra come la rarità degli asset calcistici di alto livello e la loro prevedibilità nei flussi di cassa possano attrarre investitori istituzionali in cerca di stabilità e diversificazione di portafoglio⁵⁷.

⁵⁴ <https://www.businesswire.com/news/home/20220530005314/it>

⁵⁵ https://www.repubblica.it/sport/calcio/esteri/2022/05/07/news/chelsea_acquistato_da_todd_boehly_per_4_miliardi_di_sterline-348447896/

⁵⁶ <https://www.calcioefinanza.it/2025/04/14/rosso-holding-chelsea-1-miliardo/>

⁵⁷ https://www.corrieredellosport.it/news/calcio/calcio-mercato/2022/05/10-92683942/il_caso_chelsea_e_i_club_ambiti_solo_quelli_top_

Il caso Chelsea mostra quindi come l'ingresso di consorzi misti, formati da imprenditori e fondi, possa non solo ridefinire le logiche di valutazione dei club, ma anche alimentare una polarizzazione tra top club altamente appetibili e realtà minori destinate a rimanere ai margini del mercato globale del calcio. Diversamente da modelli consortili come quello del Chelsea, in ambito italiano emergono anche esempi di gestione patrimoniale pura, riconducibili a family office con una visione di lungo termine. Un esempio emblematico è rappresentato dal Friedkin Group, holding familiare statunitense proprietaria della AS Roma dal 2020.

L'acquisizione della AS Roma da parte del Friedkin Group rappresenta uno dei casi più significativi di transizione verso un modello di proprietà familiare nel calcio italiano. Il gruppo texano, guidato da Dan Friedkin, ha annunciato nel luglio 2020 di aver sottoscritto un accordo vincolante per l'acquisizione del controllo del club, ponendo così fine all'era Pallotta, durata otto anni. L'operazione si è conclusa formalmente nel mese di agosto attraverso la società Romulus and Remus Investments LLC, veicolo creato appositamente per l'acquisto, con il quale il gruppo americano ha rilevato circa l'86,6% del capitale sociale della società giallorossa. Tale quota comprendeva una partecipazione diretta del 3,3% e una partecipazione indiretta dell'83,3%, detenuta attraverso Neep Roma Holding S.p.A., a sua volta controllata da AS Roma SPV LLC, la holding facente capo a James Pallotta.

Il valore complessivo dell'operazione è stato stimato in circa 591 milioni di euro, una cifra che comprendeva i debiti esistenti, valutati intorno ai 300 milioni, e l'aumento di capitale già deliberato ma non ancora sottoscritto, per il quale Friedkin si è impegnato a completare il versamento residuo. L'operazione includeva anche l'acquisizione di partecipazioni ulteriori e collegate al club, come il 100% del capitale di ASR Soccer LP e ASR Retail TDV. In base alla normativa italiana in materia di mercati finanziari, e in particolare al Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/1998)⁵⁸, il superamento della soglia del 30% del capitale con diritto di voto in una società quotata impone all'acquirente l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria (OPA) sulle restanti azioni.

Questa norma ha la finalità di tutelare gli azionisti di minoranza, consentendo loro di cedere le proprie azioni alle stesse condizioni offerte all'azionista di maggioranza.

Coerentemente con questa disposizione, il Friedkin Group ha dunque lanciato un'OPA sul restante 13,4% del capitale sociale della Roma ancora in mano a piccoli azionisti, offrendo un prezzo pari a 0,1165 euro per azione. Il successo dell'OPA ha portato al progressivo assorbimento del flottante e al conseguente delisting del club dalla Borsa Italiana, trasformando l'AS Roma in una società interamente privata, controllata al 100% dalla nuova proprietà americana⁵⁹.

La cessione ha segnato la fine dell'era di James Pallotta, iniziata nell'agosto 2012, durante la quale la Roma ha vissuto una fase altalenante caratterizzata da grandi ambizioni, instabilità gestionale e progetti

⁵⁸ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/opa-obbligatoria.html?>

⁵⁹ <https://www.ilsole24ore.com/art/pallotta-firma-roma-passa-gruppo-friedkin-ADMGUBi>

incompiuti come quello dello stadio di Tor di Valle. Nonostante una storica semifinale di Champions League nel 2018, la sua gestione si è chiusa senza alcun trofeo sportivo. Le difficoltà economiche, aggravate dalla pandemia, si sono manifestate con una perdita superiore ai 150 milioni di euro nel bilancio chiuso al 30 giugno 2020 e con una manovra straordinaria deliberata dal CdA nel maggio dello stesso anno, che ha autorizzato la cessione pro-soluto di crediti futuri relativi alla biglietteria a Neep Holding per un massimo di 30 milioni di euro. Di fronte a questa situazione, Pallotta ha accelerato la trattativa con Friedkin, che inizialmente si era interrotta in primavera per divergenze sulle valutazioni economiche del club⁶⁰.

L'intera operazione è stata assistita da advisor di primo piano: Goldman Sachs e lo studio legale Tonucci per la parte venditrice, JP Morgan e Chiomenti per l'acquirente. Con il perfezionamento dell'OPA e l'acquisizione del 100% del capitale, il Friedkin Group ha potuto avviare una nuova fase della storia societaria della Roma, improntata a una logica di controllo familiare e patrimoniale orientata al lungo termine.

Il gruppo Friedkin, che detiene anche il Cannes Football Club e possiede un impero diversificato in automotive (Gulf States Toyota), hospitality (Auberge Resorts) ed entertainment (Imperative Entertainment), ha adottato una gestione altamente centralizzata del club giallorosso. La holding ha compiuto operazioni finanziarie interne per mantenere il rispetto del fair play finanziario, come la cessione di crediti futuri e asset immobiliari, dimostrando attenzione alla sostenibilità economica⁶¹.

La gestione Friedkin, pur caratterizzata da un approccio più riservato e meno mediatico rispetto al passato, ha comportato un forte impegno finanziario. Secondo stime del Sole 24 Ore, Dan Friedkin ha investito circa 199 milioni di euro per l'acquisto del club, 26 milioni per l'OPA sul flottante e oltre 620 milioni per il fabbisogno finanziario della Roma nei successivi esercizi. In totale, l'investimento supera gli 850 milioni di euro⁶².

Sul piano sportivo, la Roma ha ottenuto una vittoria in Conference League, una finale e una semifinale di Europa League, ma non è mai riuscita a qualificarsi per la Champions League, chiudendo il campionato con piazzamenti dal sesto al settimo posto. La gestione tecnica si è contraddistinta per un'elevata instabilità, con numerosi avvicendamenti in panchina che hanno segnato una fase di continua ricerca di equilibrio sportivo. Dopo l'esonero di José Mourinho e il breve interludio di Daniele De Rossi, la proprietà ha affidato temporaneamente la guida tecnica a Ivan Juric, prima di richiamare in panchina Claudio Ranieri, al quale è stato conferito anche un incarico con funzioni dirigenziali, a

⁶⁰ <https://www.ilsole24ore.com/art/pallotta-firma-roma-passa-gruppo-friedkin-ADMGUBi>

⁶¹ https://www.corriere.it/sport/calcio/serie-a/24_novembre_11/dan-friedkin-chi-e-roma-c18ab2fd-01ec-4ab7-8f65-f2decde12xlk.shtml

⁶² <https://www.ilsole24ore.com/art/pallotta-firma-roma-passa-gruppo-friedkin-ADMGUBi>

testimonianza della volontà di imprimere una svolta di continuità e competenza all'intero progetto tecnico⁶³.

Il caso AS Roma rappresenta così un esempio di family office puro applicato al calcio, con un coinvolgimento diretto e personale del proprietario, investimenti significativi nel medio-lungo periodo e un modello gestionale ibrido tra razionalizzazione finanziaria e controllo familiare centralizzato.

Alla luce di quanto esposto, emerge con chiarezza come il calcio europeo sia diventato un terreno di sperimentazione privilegiato per modelli di investimento eterogenei, che spaziano dal private equity puro ai fondi sovrani, passando per le strutture multi-club e le partnership strategiche. Ciascuna di queste tipologie presenta caratteristiche distintive in termini di orizzonte temporale, governance, approccio operativo e finalità economiche o geopolitiche. Tuttavia, l'aspetto che le accomuna è l'adozione di logiche finanziarie avanzate e la volontà di trasformare i club in asset patrimoniali da valorizzare, ristrutturare e rendere competitivi.

Questa eterogeneità pone interrogativi fondamentali sulla reale incidenza degli investitori istituzionali – in particolare dei fondi di private equity – sulla performance finanziaria, sportiva e sulla sostenibilità gestionale dei club. A partire da tali premesse, la sezione successiva (3.2) si propone di formulare e verificare tre ipotesi empiriche circa l'impatto del private equity nel calcio europeo, attraverso un'analisi comparata di un campione selezionato di cinquanta società calcistiche, con l'obiettivo di costruire un framework valutativo replicabile.

⁶³ https://www.corrieredellosport.it/news/calcio/serie-a/roma/2024/11/14-135297663/ranieri_nuovo_ruolo_da_dirigente_a_fine_stagione_cosa_fara_alla_roma

3.2 Presentazione delle ipotesi empiriche e verifica delle ipotesi

Dopo aver delineato il contesto teorico e operativo in cui si collocano gli investimenti dei fondi di private equity (PE) nel calcio europeo, questa sezione introduce le tre ipotesi empiriche formulate per analizzare in modo sistematico l'impatto di tali investimenti. Per "private equity" si intende in senso esteso l'insieme delle tipologie di partecipazione privata analizzate, comprendenti non solo i fondi PE in senso stretto, ma anche holding, family office, consorzi e altri soggetti finanziari o industriali che operano con una logica di investimento e valorizzazione del capitale a medio-lungo termine, analizzate precedentemente.

L'obiettivo è verificare se e in che misura la presenza di fondi (PE) incida su variabili chiave come la performance finanziaria, i risultati sportivi e la sostenibilità economico-gestionale dei club.

Le ipotesi vengono validate mediante un confronto quantitativo tra club con diversa intensità di controllo da parte dei fondi, tenendo conto delle differenze nei modelli di governance e nella durata dell'investimento. Quest'ultime sono state scelte sulla base della letteratura esistente (analizzata nel corso dell'elaborato), delle evidenze preliminari emerse nei casi studio e della rilevanza pratica per comprendere l'evoluzione economico-finanziaria dei club. In particolare:

- **H1** – *L'investimento di fondi di "private equity" ha un effetto positivo sulla performance finanziaria dei club di calcio.*

Questa ipotesi muove dall'assunto che l'ingresso di un investitore privato comporti un miglioramento della redditività e dell'efficienza economica del club.

- **H2** – *Esiste una correlazione positiva tra la durata dell'investimento, la sostenibilità gestionale e la performance sportiva.*

L'idea è che un orizzonte temporale più lungo consenta strategie più stabili e sostenibili, favorendo anche i risultati sportivi. Saranno quindi considerati sia KPI economici (come il rapporto costi-ricavi e l'indebitamento) sia sportivi (piazzamento, accesso alle coppe, ecc.).

- **H3** – *L'intensità del controllo del private equity (minority vs majority) ha un impatto sul Return on Assets e sulla crescita del valore del club.*

Si ipotizza che forme di controllo più marcate (partecipazioni di maggioranza o governance diretta) garantiscano una maggiore capacità di intervento strategico, con riflessi positivi sulla redditività e sulla valutazione complessiva del club.

Per la verifica delle ipotesi, l'analisi si fonda su una raccolta sistematica di indicatori economico-finanziari relativi a club calcistici controllati da fondi di private equity, fondi sovrani o gruppi multi-club. In assenza di dati contabili disaggregati e comparabili relativi direttamente ai fondi, l'attenzione si concentra sui bilanci ufficiali dei club partecipati, considerati come espressione concreta delle strategie di investimento adottate. L'arco temporale di riferimento, compreso tra il 2014 e il 2024, è stato scelto per consentire un'osservazione ampia e articolata delle trasformazioni intervenute nel modello di gestione finanziaria dei fondi nel calcio europeo.

In particolare, per alcuni club già oggetto di partecipazione da parte di fondi all'inizio del periodo considerato, l'obiettivo è quello di analizzare l'evoluzione dell'approccio gestionale nel lungo periodo, con attenzione alla crescente intensità degli investimenti, alla loro destinazione (es. infrastrutture, rosa, marketing) e all'emergere di eventuali pattern ricorrenti. Per altri club, entrati solo successivamente sotto il controllo di un fondo, l'analisi mira a confrontare le dinamiche gestionali nel periodo precedente e successivo all'acquisizione, così da valutare le discontinuità generate dal cambio di governance.

L'adozione di un orizzonte decennale risponde alla duplice esigenza di cogliere sia gli effetti strutturali e di medio-lungo periodo degli investimenti, sia le differenze tra modelli proprietari riconducibili a strategie e obiettivi distinti. Inoltre, il periodo considerato include eventi esogeni rilevanti – primo fra tutti la pandemia da COVID-19 – che hanno segnato un punto di svolta per il settore calcistico europeo, accelerando l'ingresso di capitali esterni e il rafforzamento di logiche finanziarie nella gestione dei club. In quest'ottica, l'analisi di un decennio consente di osservare l'evoluzione sistemica in atto e di valutare la coerenza strategica delle operazioni intraprese dai fondi in risposta ai nuovi equilibri del mercato calcistico globale.

Tabella 8 KPI dei Club di Calcio

<i>Indicatore</i>	<i>Descrizione</i>	<i>Razionale della scelta</i>
<i>EBITDA, ROA, margini operativi</i>	Indicatori di redditività economica e performance operativa ⁶⁴ .	Misurano l'efficienza finanziaria e l'effetto diretto dell'investimento del fondo (H1, H3).
<i>FCFO (Free Cash Flow from Operations)</i>	Flusso di cassa generato dalla gestione operativa.	Valuta la sostenibilità e l'autonomia finanziaria del club (H1, H2).
<i>Working capital e debt/equity ratio</i>	Misure di equilibrio finanziario a breve e lungo termine.	Consentono di misurare la stabilità economica post-investimento (H1, H3).
<i>Ricavi per fonte (ticketing, TV, commerciale...)</i>	Analisi dettagliata della composizione dei ricavi.	Utile per verificare la crescita e diversificazione delle entrate (H1).
<i>Spese strategiche (giocatori, stadio, tecnologia)</i>	Investimenti in capitale sportivo e infrastrutture.	Rivelano la strategia adottata dal fondo (es. crescita sportiva, commerciale, brand) (H2).
<i>Posizionamento sportivo e risultati UEFA</i>	Classifica in campionato e andamento nelle competizioni europee.	Indicatori diretti della performance sportiva del club (H2).
<i>Iniziative ESG e certificazioni ambientali</i>	Progetti green, carbon footprint, sostenibilità ambientale e sociale.	Servono per verificare l'effettiva traduzione dell'impegno ESG a livello di club (H2).

⁶⁴ In questa analisi si è scelto di non includere il ROI (Return on Investment), in quanto il calcolo di tale indicatore richiederebbe una riclassificazione analitica del bilancio volta a isolare il capitale investito netto operativo, distinguendo tra impieghi e fonti di natura strettamente caratteristica e non caratteristica. Considerata la natura dei dati disponibili, nonché l'obiettivo comparativo dell'elaborato, si è preferito adottare il ROA (Return on Assets) come misura principale della redditività operativa.

Il ROA misura quanto reddito operativo (EBIT) l'azienda riesce a generare in rapporto al totale delle risorse impiegate, indipendentemente dalla struttura finanziaria e dalla composizione delle fonti di finanziamento. In questo contesto, il ROA risulta più adeguato per valutare l'efficienza economico-finanziaria complessiva dei club nel periodo considerato, offrendo al contempo un indicatore confrontabile tra realtà diverse.

In linea con l'obiettivo di offrire una visione comparata dei modelli di investimento privato nel calcio europeo, il presente capitolo prende in esame i principali club rappresentativi di ciascuna tipologia individuata nella Tabella 7 ad eccezione del modello di private equity puro, che sarà approfondito nel capitolo successivo attraverso lo studio del caso A.C. Milan.

La scelta dei club oggetto di analisi è stata orientata da tre criteri principali: la chiarezza e la riconoscibilità del modello di governance adottato, la disponibilità di dati economico-finanziari affidabili, e la rilevanza strategica del caso all'interno del panorama calcistico europeo.

Ciascun club è associato a una specifica tipologia di investimento privato e analizzato in relazione alle caratteristiche distintive del modello adottato, con l'obiettivo di mettere in luce eventuali ricorrenze, divergenze strutturali e traiettorie evolutive comuni tra le diverse configurazioni osservate.

Tutte le informazioni relative ai bilanci dei club analizzati sono state raccolte tramite l'utilizzo di portali professionali come Statista, Orbis e Refinitiv Workspace, al fine di garantire l'affidabilità e la comparabilità delle fonti. Per ridurre al minimo il margine di errore nell'elaborazione dei dati e assicurare la coerenza tra i diversi casi studio, è stato inoltre impiegato il software di programmazione MATLAB, che ha consentito un'estrazione sistematica e automatizzata dei principali indicatori economico-finanziari.

Per ogni club oggetto di analisi sarà presentata una breve panoramica del codice utilizzato, adattata alle caratteristiche e alla struttura del bilancio disponibile. In particolare, verrà illustrato come il codice sia stato modellato per estrarre in modo accurato i dati rilevanti, specificando le variabili considerate, i criteri di selezione e le eventuali operazioni di pulizia e ricodifica effettuate. L'obiettivo è rendere trasparente il processo metodologico e motivare la scelta dei dati selezionati, in funzione delle ipotesi da verificare e della natura del modello di governance del club analizzato.

Il primo club oggetto di analisi è il Newcastle United Football Club, selezionato per rappresentare il modello di investimento a controllo statale, in seguito all'acquisizione da parte del fondo sovrano dell'Arabia Saudita (PIF) avvenuta nel 2021. Questo caso risulta particolarmente rilevante per osservare gli effetti degli investimenti pubblici sulla struttura economico-finanziaria di un club calcistico europeo e per valutare il potenziale impatto strategico di tale governance nel medio-lungo termine.

I dati di bilancio relativi al periodo 2014–2024 sono stati reperiti attraverso la piattaforma professionale Refinitiv Workspace, che ha permesso di accedere a documentazione ufficiale e standardizzata. Poiché il club non presenta un bilancio consolidato, si è operato esclusivamente sui dati individuali, in modo da garantire un'analisi puntuale e aderente alla realtà economica del singolo club, evitando distorsioni derivanti da operazioni di consolidamento con eventuali entità collegate.

Per assicurare uniformità nel trattamento dei dati e ridurre al minimo il rischio di errore umano, si è scelto di utilizzare il software MATLAB per l'estrazione e l'elaborazione dei principali indicatori economico-finanziari. Il codice è stato strutturato per caricare automaticamente i dati da tre fogli Excel distinti (Income Statement, Balance Sheet, Financial Summary), normalizzare le intestazioni, escludere gli anni mancanti (come il 2021,

se assente), e calcolare in modo coerente e replicabile gli indicatori scelti. Sono state inoltre implementate funzioni di controllo per gestire celle vuote, formati non numerici ed etichette non standardizzate.

L'analisi ha riguardato una serie di indicatori selezionati sulla base della loro rilevanza rispetto agli obiettivi di ricerca, con particolare attenzione alle variabili in grado di riflettere la sostenibilità economica, la struttura del capitale e la capacità del club di generare valore nel tempo. Tra i dati trattati figurano: i ricavi totali, per valutare la crescita della capacità commerciale; EBITDA e utile netto, come misure della redditività operativa e finale; ammortamenti e tasse, necessari per il calcolo del NOPAT e del Free Cash Flow Operativo (FCFO); CapEx, per rilevare gli investimenti in immobilizzazioni materiali; e Δ CCN, ovvero la variazione del Capitale Circolante Netto, calcolata come differenza tra attività e passività correnti. È stato inoltre incluso il Debt/Equity ratio, utile per misurare il livello di indebitamento del club, e il calcolo delle variazioni percentuali anno su anno (YoY) per ciascun indicatore, così da intercettare eventuali discontinuità significative, in particolare dopo il cambio di proprietà del 2021.

Il codice sviluppato per il caso Newcastle è stato adattato alla struttura specifica del bilancio del club, garantendo l'accurata identificazione dei dati e la generazione automatica di tabelle riepilogative e grafici. Questo approccio ha reso possibile un'analisi trasparente, comparabile e replicabile, fornendo una base metodologica solida per valutare l'evoluzione finanziaria del club nel decennio considerato e contestualizzarla rispetto agli altri modelli di investimento privato esaminati nel presente lavoro.

Figura 5 *Evoluzione dei principali KPI economico-finanziari del Newcastle United Football Club (2014–2024)*

Indicatori	2024	2023	2022	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Ricavi	317,13	249,87	179,99	152,63	176,45	178,5	85,69	125,76	129,73	129,75
EBITDA	103,81	27,91	-18,01	33,92	56,39	60,9	-51,12	31,99	43,01	27,44
Utile_Netto	-10,94	-71,83	-70,65	-22,55	34,74	18,65	-40,72	4,6	32,53	18,75
Ammortamenti	97,54	89,34	51,14	58,7	38,61	41,34	35,75	28,34	20,5	19,56
Tasse	0,02	0,09	-2,22	-3,43	6,48	4,34	-5,47	-0,43	3,68	0
CCN	-40,55	-61,43	-115,2	-130,58	19,84	-30,54	-53,23	-27,91	41,26	5,22
Delta_CCN	20,88	53,77	15,38	-150,42	50,38	22,69	-25,32	-69,17	36,04	
FCFO	-16,11	-100,46	-67,93	131,59	-36,87	-7,82	-40,70	71,94	-18,93	
CapEx	97,54	89,34	51,14	58,7	38,61	41,34	35,75	28,34	20,5	19,56
DebtEquityRatio	0,25	0,39	0,10	-10,95	7,98	-7,16	-3,84	-308,79	-26,72	-3,49
Margine_EBITDA_percent	32,73	11,17	-10,01	22,22	31,96	34,12	-59,66	25,44	33,15	21,15
ROA_percent	1,03	-15,53	-23,74	-10,52	8,21	7,80	-37,09	1,58	11,16	4,88
Ricavi_YoY_percent	26,92	38,82	17,93	-13,50	-1,15	108,31	-31,86	-3,06	-0,02	
EBITDA_YoY_percent	271,95	-254,97	-153,10	-39,85	-7,41	-219,13	-259,80	-25,62	56,74	
FCFO_YoY_percent	-83,96	47,87	-151,63	-456,92	371,18	-80,78	-156,57	-480,00		
ROA_variation_pp	-106,66	-34,58	125,54	-228,21	5,23	-121,03	-2441,49	-85,81	128,89	
CapEx_YoY_percent	9,18	74,70	-12,88	52,03	-6,60	15,64	26,15	38,24	4,81	

L'analisi dei bilanci del Newcastle United prende in esame un arco temporale esteso, che va dal 2014 al 2024, offrendo una panoramica completa delle trasformazioni economiche e proprietarie che hanno interessato il club nell'ultimo decennio. I dati, estratti da Refinitiv Workspace e rielaborati in formato tabellare, riguardano esclusivamente l'entità giuridica del club, senza includere eventuali società controllate. L'unica eccezione è rappresentata dall'anno 2021, per il quale non sono disponibili bilanci ufficiali.

Proprio in quell'anno, però, si è verificato un evento cruciale: il 7 ottobre 2021 è stato formalizzato il passaggio di proprietà al fondo sovrano saudita PIF (Public Investment Fund), che ha sancito una svolta nella governance e nelle ambizioni del club. L'assenza del dato 2021 impone una suddivisione netta dell'analisi in due periodi distinti: quello precedente all'acquisizione (2014–2020) e quello successivo (2022–2024). Questo approccio consente di evidenziare con maggiore chiarezza le discontinuità gestionali e strategiche introdotte dalla nuova proprietà.

Nel periodo antecedente al fondo PIF, il Newcastle si presenta come un club economicamente instabile, con ricavi relativamente contenuti e una struttura patrimoniale fragile. I ricavi annui oscillano tra gli 85 e i 178 milioni di euro, senza segnare incrementi significativi nel tempo. L'EBITDA è positivo in diversi esercizi, con un picco nel 2018 pari a circa 60,9 milioni, ma si registra anche un risultato fortemente negativo nel 2017 (–51 milioni), a testimonianza di una gestione discontinua. Il Free Cash Flow Operativo (FCFO), calcolato come NOPAT – Δ CCN, risulta anch'esso disomogeneo, passando da valori negativi (come nel 2017, –40,3 milioni) a un massimo storico nel 2020. In quest'anno, il Newcastle United registra un picco anomalo del Free Cash Flow Operativo (FCFO), pari a circa 132 milioni di euro, un dato significativamente superiore rispetto agli anni precedenti e successivi. L'analisi dei bilanci evidenzia che questo risultato non è legato a una crescita strutturale della redditività, bensì a dinamiche straordinarie di liquidità e variazioni nel capitale circolante netto (Δ CCN). Nello specifico, si osserva una riduzione eccezionale del capitale circolante netto per oltre (-)150 milioni di euro, che ha comportato un effetto gonfiante sul flusso di cassa operativo. Questo fenomeno può essere attribuito a fattori straordinari avvenuti nel contesto pandemico, tra cui il posticipo di pagamenti a fornitori, la riscossione anticipata di crediti o la temporanea sospensione di alcune uscite operative. Tali variazioni contabili e gestionali, seppur reali dal punto di vista finanziario, non rappresentano un miglioramento strutturale della performance aziendale, bensì una distorsione temporanea della liquidità generata. È dunque opportuno considerare il dato del 2020 come un'eccezione, priva di continuità rispetto alla traiettoria economica del club, e trattarlo con cautela nell'ambito di valutazioni prospettiche o di medio-lungo termine.

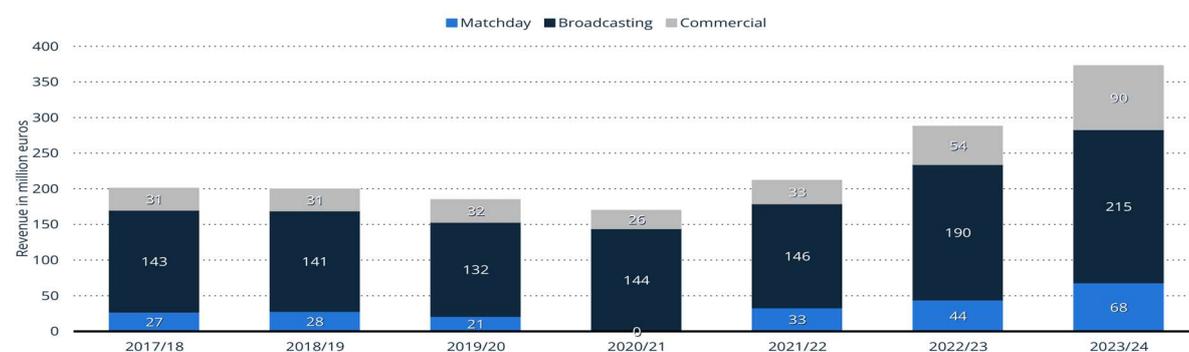
Sul piano patrimoniale, il club mostra una condizione di elevata fragilità: in diversi esercizi, il patrimonio netto risulta negativo, con un rapporto Debt/Equity che raggiunge valori estremamente critici, come nel 2016, quando tocca –308%. Un rapporto negativo di questo tipo evidenzia una situazione in cui le passività superano le attività, determinando un valore contabile negativo del capitale proprio; ciò implica che le perdite cumulate nel tempo hanno eroso completamente le risorse apportate dai soci, ponendo il club in una condizione di potenziale squilibrio finanziario.

Questa vulnerabilità trova riscontro anche nell'andamento del Return on Assets (ROA): tra il 2014 e il 2020, l'indicatore mostra una marcata instabilità, alternando valori positivi e negativi. Si registrano buone performance nel 2015 (+11,2%), nel 2018 (+7,8%) e nel 2019 (+8,2%), che testimoniano fasi di relativa efficienza economica.

Tuttavia, tali risultati sono interrotti da momenti di forte criticità, come nel 2017 (-37,1%) e nel 2020 (-10,5%), anni segnati rispettivamente da un EBITDA negativo e da dinamiche straordinarie sul capitale circolante netto. In generale, si può affermare che, fino al 2020, il Newcastle United si trovava in una posizione economico-finanziaria debole, con una redditività discontinua, flussi di cassa irregolari e un'elevata esposizione debitoria. La combinazione di equity negativo, scarsa continuità nella redditività netta e flussi di cassa operativi disomogenei delinea una fase gestionale problematica, che rende necessaria una svolta sotto il profilo strategico e patrimoniale, come effettivamente avvenuto con l'ingresso del fondo PIF nel 2021.

Il quadro cambia sensibilmente a partire dal 2022, primo anno completo sotto la nuova proprietà saudita. I ricavi totali aumentano in modo marcato, passando da circa 180 milioni a oltre 317 milioni di euro nel 2024. I dati estratti da Statista⁶⁵ mostrano come questa crescita sia trainata soprattutto dall'aumento delle entrate da diritti televisivi, che nel 2023/24 raggiungono i 215 milioni di euro, pari a circa il 60% del totale dei ricavi. Anche le componenti commerciali e da matchday migliorano, ma in misura più contenuta.

Figura 6 Ripartizione dei ricavi per area di business del Newcastle United Football Club, 2017/18–2023/24, (Fonte: Statista)



La struttura dei ricavi evidenzia quindi una forte dipendenza dal broadcasting, elemento coerente con l'obiettivo del club di aumentare la propria visibilità internazionale attraverso la qualificazione alle coppe europee e una maggiore presenza mediatica.

Anche sul piano operativo il miglioramento è evidente: dopo un EBITDA ancora negativo nel 2022 (-18 milioni), si registra un ritorno in positivo nel 2023 (27,9 milioni), seguito da un forte incremento nel 2024, con un valore superiore a 103 milioni e un margine operativo lordo pari al 32,7%. Questo dato conferma un significativo aumento dell'efficienza gestionale e del controllo sui costi operativi. Il FCFO rimane ancora negativo nei primi due anni (-67 milioni nel 2022 e -100 milioni nel 2023), ma migliora sensibilmente nel 2024 (-16 milioni), segno di una progressiva stabilizzazione della gestione finanziaria.

⁶⁵ Va segnalata una discrepanza tra il dato sui ricavi riportato nel bilancio societario analizzato tramite Refinitiv Workspace e quello pubblicato da Statista sulla base del report Deloitte Annual Review. Nello specifico, il bilancio individuale del club per l'esercizio 2023/24 registra ricavi pari a 317,13 milioni di euro, mentre il dato di Statista indica un ammontare complessivo di 372 milioni di euro per la stessa stagione. Tale differenza può essere ricondotta a differenze di criterio nella contabilizzazione delle voci di ricavo, nonché alla possibile inclusione, da parte di Deloitte, di componenti extracontabili o proventi indiretti (come ricavi lordi aggregati, eventuali royalty, o effetti del consolidamento economico non presenti nel bilancio individuale). Per questa ragione, nell'analisi quantitativa si fa riferimento ai dati ufficiali di bilancio, mentre i dati Statista/Deloitte sono utilizzati a supporto dell'analisi qualitativa e per comprendere la struttura e la composizione delle fonti di ricavo del club.

Dal punto di vista patrimoniale, il rapporto Debt/Equity torna su valori positivi e contenuti: 0,10 nel 2022, 0,39 nel 2023 e 0,25 nel 2024. Questo dimostra che la nuova proprietà ha ricapitalizzato la società, riducendo il peso del debito e ricostituendo un patrimonio netto positivo. Anche il ROA mostra segnali di miglioramento: nel 2022, il ROA si attestava a $-23,7\%$, riflettendo ancora una condizione di squilibrio economico e un'inefficace valorizzazione delle risorse disponibili. Nel 2023 il dato migliora, pur restando negativo ($-15,5\%$), a testimonianza di una riduzione delle perdite operative e di una maggiore efficienza nei processi gestionali. La vera svolta arriva nel 2024, quando il ROA torna positivo ($+1,03\%$).

Questo risultato, seppur modesto in termini assoluti, rappresenta un chiaro segnale di inversione di tendenza: la società è tornata a generare valore economico in rapporto agli attivi impiegati. Tale progresso è attribuibile a una combinazione di fattori, tra cui la crescita dell'EBITDA, una migliore gestione dei costi, l'ottimizzazione degli investimenti e la ricapitalizzazione promossa dalla nuova proprietà. In questo contesto, il miglioramento del ROA diventa un indicatore chiave della crescente sostenibilità economico-finanziaria del club.

In conclusione, l'evoluzione osservata nel decennio mostra un cambio di paradigma nella gestione del Newcastle United. Dalla fase iniziale, caratterizzata da una struttura economica fragile e poco performante, si passa a una nuova fase in cui l'obiettivo è chiaramente l'espansione commerciale, il rafforzamento competitivo e il posizionamento tra i principali club europei. La nuova proprietà ha innescato un percorso di trasformazione profonda, con investimenti rilevanti e un cambio netto di traiettoria strategica, che trova riscontro tanto nei numeri quanto nella composizione stessa dei ricavi.

Figura 7 Serie storica di Ricavi, EBITDA, FCFO e ROA del Newcastle United Football Club (2014-2024)

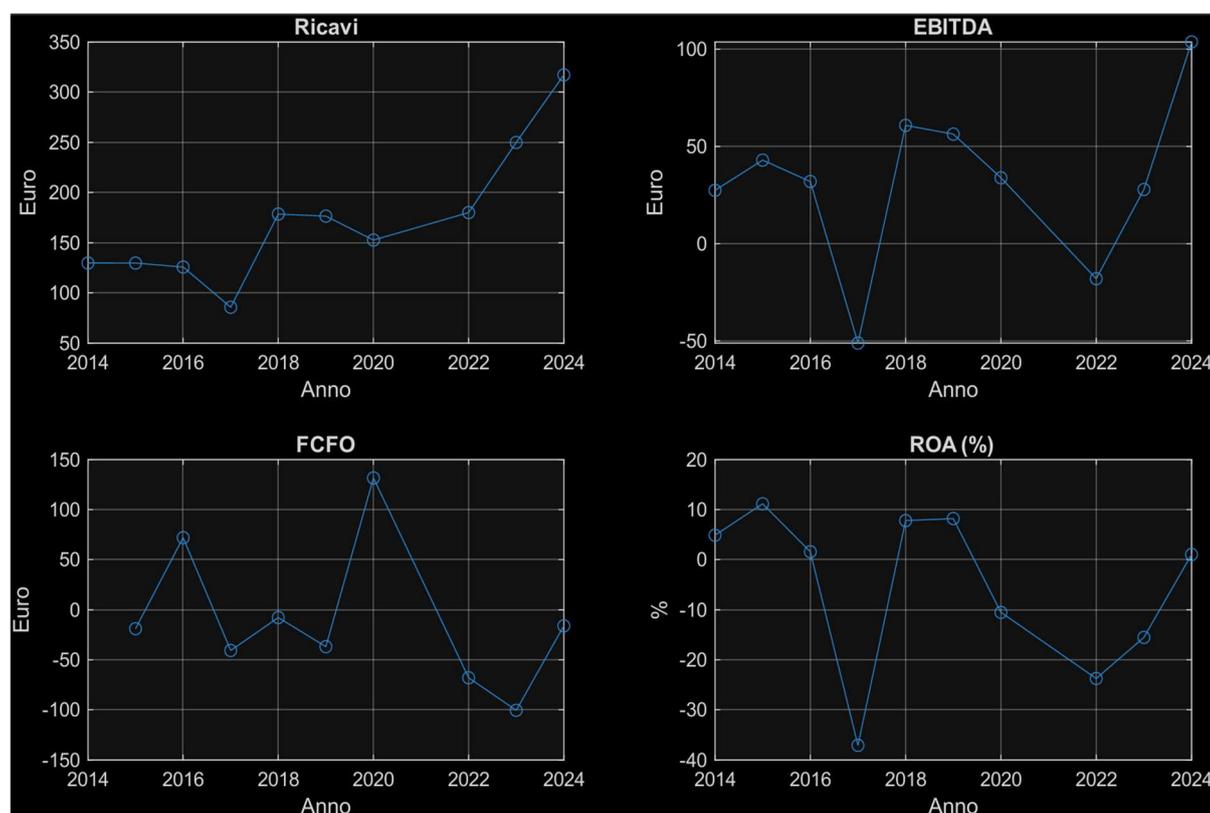
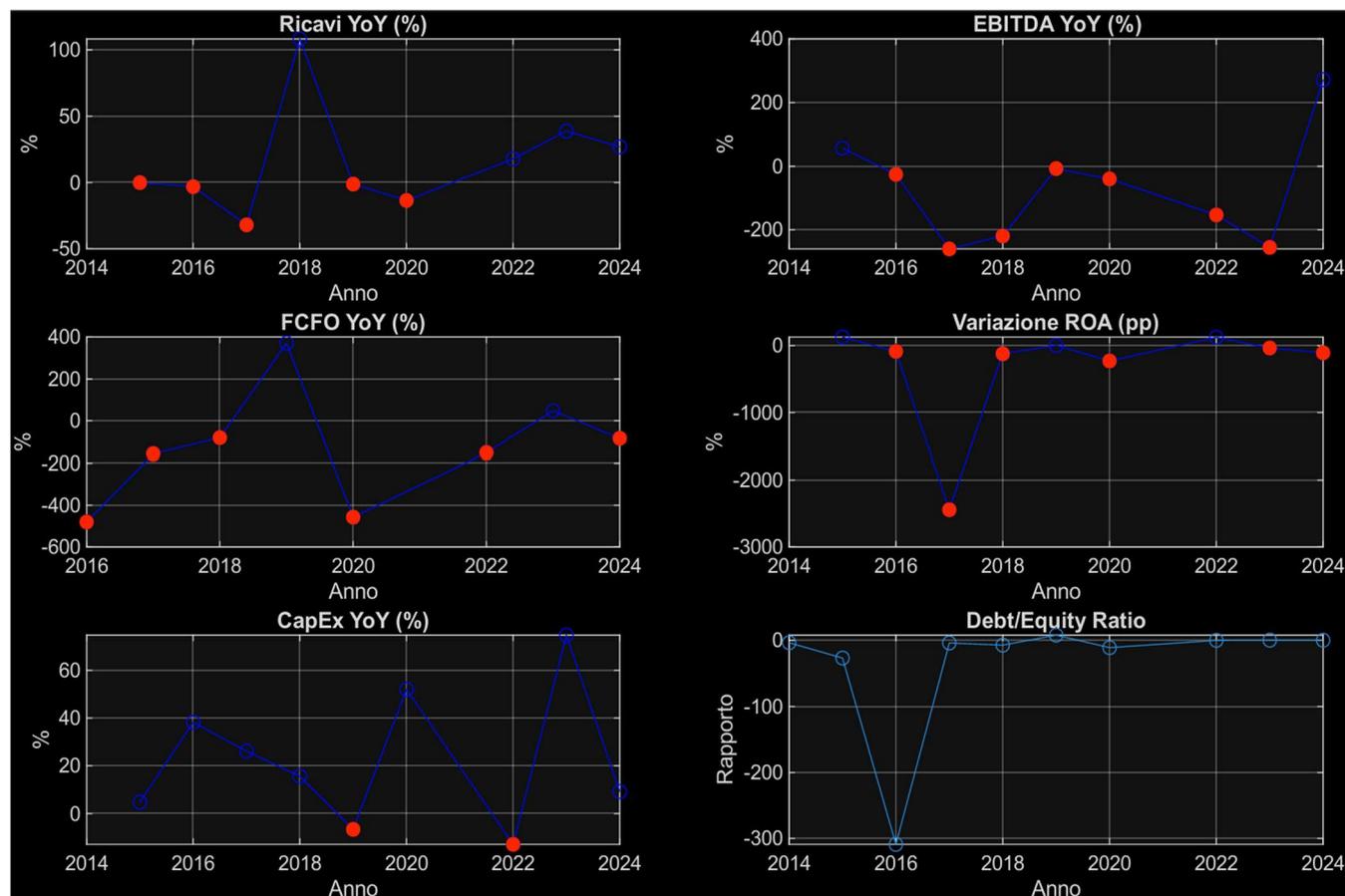


Figura 8 Serie storica degli indicatori di variazione (YoY) e del Debt/Equity Ratio del Newcastle United Football Club (2014-2024)



Parallelamente ai miglioramenti registrati sul piano economico-finanziario, anche i risultati sportivi del Newcastle United hanno evidenziato una netta trasformazione successiva all'ingresso del fondo PIF. Dopo anni di permanenza nelle posizioni medio-basse della Premier League, il club ha conquistato il 4° posto nella stagione 2022/23, qualificandosi per la UEFA Champions League 2023/24: un traguardo che rappresenta il miglior piazzamento dal 2003 e un segnale chiaro del salto qualitativo intrapreso dalla nuova proprietà. La stagione successiva, 2023/24, ha visto la squadra classificarsi al 7° posto in campionato, accompagnata da un'uscita nella fase a gironi della Champions League, in un gruppo particolarmente competitivo. Tuttavia, è nella stagione 2024/25 che il Newcastle ha raggiunto un traguardo simbolico di grande rilievo: la vittoria della Carabao Cup, il primo trofeo nazionale conquistato dopo ben settant'anni di assenza di trofei. Questo successo non ha solo rafforzato la dimensione sportiva del club, ma ha anche avuto un impatto reputazionale e commerciale significativo. Le celebrazioni ufficiali hanno coinvolto circa 250.000 tifosi, testimonianza di un forte radicamento territoriale e di un rinnovato entusiasmo attorno alla squadra, contribuendo al consolidamento del profilo internazionale del club e al rafforzamento del suo appeal strategico a livello globale.

Anche sotto il profilo della sostenibilità ambientale e della responsabilità sociale, il Newcastle United ha intrapreso un percorso di progressiva strutturazione, con l'obiettivo di integrare in modo più sistemico i principi ESG nella propria strategia operativa. Sebbene il club non adotti ancora un sistema di rendicontazione ESG pienamente conforme ai principali standard internazionali, ha comunque inserito nel bilancio annuale alcune informazioni ambientali rilevanti, in ottemperanza alle disposizioni previste dalla normativa britannica sulla rendicontazione semplificata di energia e carbonio (SECR)⁶⁶. In tale ambito, il club ha dichiarato l'intenzione di svolgere le proprie attività in maniera sostenibile e con un impatto ambientale ridotto, adottando una metodologia di misurazione delle emissioni che distingue tre categorie principali.

Le emissioni di Scope 1 includono quelle dirette, derivanti prevalentemente dal consumo di gas e dai trasporti interni; le emissioni di Scope 2 riguardano invece i consumi indiretti legati all'energia elettrica acquistata; infine, le emissioni di Scope 3 comprendono le fonti indirette ulteriori, come i viaggi di lavoro e l'utilizzo di strumenti informatici. Sulla base di questo schema, il totale delle emissioni dichiarate per l'anno 2023/24 ammonta a 3.485 tonnellate di CO₂ equivalente, in leggero calo rispetto alle 3.932 tonnellate registrate nell'esercizio precedente. Anche l'intensità carbonica è diminuita, passando da 15,8 a 13,76 tonnellate di CO₂ per ogni milione di sterline di ricavi, a dimostrazione di un miglioramento, seppur iniziale, dell'efficienza ambientale del club. Tali risultati si inseriscono in un quadro più ampio di iniziative già messe in atto per migliorare la sostenibilità delle attività quotidiane. Tra le principali misure adottate si segnalano la sostituzione dell'illuminazione tradizionale con impianti LED intelligenti presso lo stadio St. James' Park, capaci di ridurre i consumi energetici fino al 97%, e l'installazione di docce e rubinetti a flusso controllato per contenere gli sprechi idrici. A queste si aggiungono l'introduzione di mezzi di trasporto elettrici o a basso impatto ambientale per la logistica interna, la predisposizione di stazioni per la raccolta differenziata presso le sedi operative e il coinvolgimento attivo del personale in progetti di inclusione sociale rivolti alla comunità locale.

Guardando al futuro, il Newcastle United ha identificato alcuni obiettivi chiave su cui intende concentrare i prossimi sforzi: tra questi, l'estensione dei sistemi di riciclo dei rifiuti a tutte le sedi del club, il potenziamento dell'efficienza energetica delle infrastrutture esistenti e la promozione di una maggiore partecipazione dei dipendenti a iniziative sociali e solidali sul territorio. Complessivamente, queste azioni testimoniano l'avvio di un percorso orientato all'integrazione della sostenibilità ambientale e sociale all'interno del modello di sviluppo del club. In un contesto in cui gli investitori istituzionali, in particolare i fondi sovrani, sono sempre più chiamati a rispettare criteri ESG, l'impegno del Newcastle rappresenta un primo passo concreto verso una governance più responsabile e consapevole, capace di coniugare performance sportive, solidità economica e attenzione all'ambiente.

⁶⁶ La Streamlined Energy and Carbon Reporting (SECR) è stata introdotta nel Regno Unito a partire dal 1° aprile 2019 ai sensi delle *Companies (Directors' Report) and Limited Liability Partnerships (Energy and Carbon Report) Regulations 2018*. Le linee guida ufficiali sono state pubblicate dal Department for Business, Energy & Industrial Strategy (BEIS) nel documento *Environmental Reporting Guidelines: Including streamlined energy and carbon reporting guidance* (marzo 2019) <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/67161e8696def6d27a4c9ab3/environmental-reporting-guidance-secr-march-2019.pdf?>

L'analisi strategico-finanziaria dei modelli di investimento nel calcio europeo prosegue con l'esame del Manchester City Football Club, che rappresenta un esempio per le Holding Multi-Club (MCO). Dal 2008 il club è sotto il controllo del City Football Group (CFG), conglomerato internazionale con sede ad Abu Dhabi, che ha progressivamente esteso la propria rete a più di dieci club affiliati nel mondo. L'obiettivo di questa analisi è verificare in che modo una governance imprenditoriale stabile, alimentata da capitali privati ingenti e da una visione sistemica, abbia inciso sulla sostenibilità, l'efficienza economica e le performance sportive del club nel decennio 2014–2024, e come tale modello si ponga come benchmark replicabile per il calcio globale. I dati utilizzati provengono da documentazione ufficiale disponibile sulla piattaforma Refinitiv Workspace e dai report finanziari pubblicati dal club, in particolare il bilancio annuale 2023/24. L'elaborazione è stata realizzata tramite il software MATLAB, applicando lo stesso framework analitico adottato per gli altri casi studio.

Gli indicatori estratti includono: ricavi totali, EBITDA, utile netto, ammortamenti, imposte, Free Cash Flow Operativo (FCFO), investimenti in immobilizzazioni (CapEx), variazione del capitale circolante netto (Δ CCN), e indici sintetici come Debt/Equity ratio, ROA e variazioni YoY. I valori numerici sono stati ricavati esclusivamente dal file Excel, risultato dal codice MATLAB, contenente i dati del decennio 2014–2024, mentre le informazioni di contesto e di posizionamento internazionale sono state arricchite attraverso fonti pubbliche, tra cui Statista.

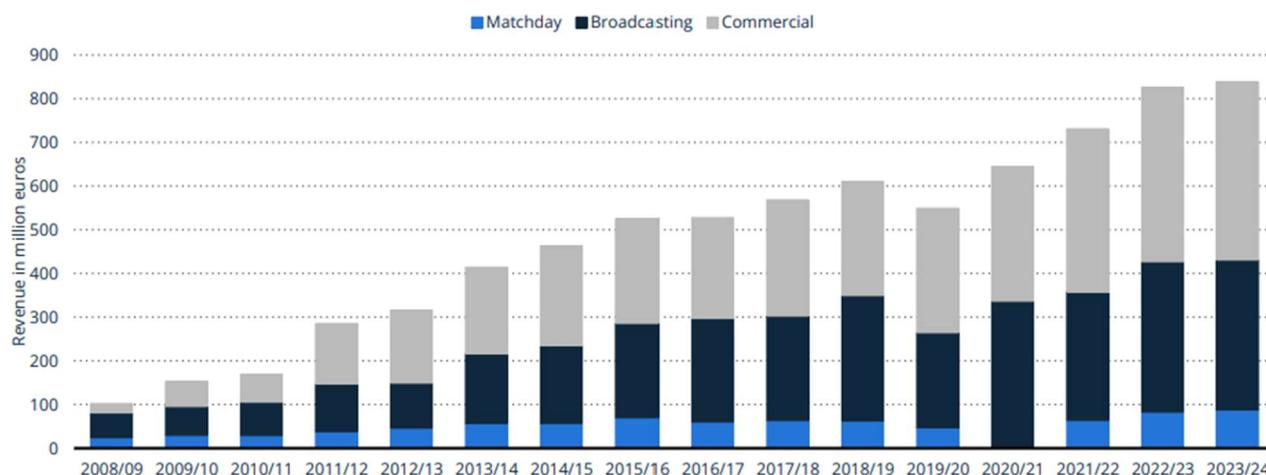
Figura 9 Evoluzione dei principali KPI economico-finanziari del Manchester City Football Club (2014–2024)

Indicatori	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Ricavi	715,02	712,77	613,01	569,85	478,36	535,17	500,46	473,38	391,77	351,77	346,51
EBITDA	117,23	121,88	130,75	97,84	38,17	118,06	125,64	105,69	109,40	81,73	65,89
Utile Netto	73,76	80,37	41,73	2,37	-126,01	10,08	10,44	1,09	20,48	10,54	-22,93
Ammortamenti	177,72	146,90	142,16	145,75	145,82	127,00	134,89	122,32	93,96	70,29	76,48
Tasse	0,00	0,00	0,00	2,68	0,89	0,00	0,00	-0,98	-0,89	-0,38	0,00
CCN	81,91	-54,42	-57,21	-68,37	-144,83	-14,94	-68,83	-5,02	97,58	129,04	66,87
Delta_CCN	136,33	2,79	11,16	76,46	-129,89	53,89	-63,81	-102,60	-31,46	62,17	
FCFO	-182,30	-21,81	-19,83	-112,87	48,08	-60,68	56,78	89,96	43,19	-53,48	
CapEx	177,72	146,90	142,16	145,75	145,82	127,00	134,89	122,32	93,96	70,29	76,48
DebtEquityRatio	0,19	0,17	0,16	0,10	0,10	0,10	0,11	0,10	0,10	0,11	0,13
Margine EBITDA_percent	16,40	17,10	21,33	17,17	7,98	22,06	25,10	22,33	27,92	23,23	19,02
ROA_percent	-3,95	-1,64	-0,89	-4,07	-9,79	-0,76	-0,77	-1,57	1,64	1,32	-1,37
Ricavi YoY_percent	0,32	16,27	7,57	19,13	-10,62	6,94	5,72	20,83	11,37	1,52	
EBITDA YoY_percent	-3,82	-6,78	33,64	156,33	-67,67	-6,03	18,88	-3,39	33,86	24,04	
FCFO YoY_percent	736,05	9,95	-82,43	-334,78	-179,22	-206,88	-36,88	108,27	-180,77		
ROA variation_pp	139,90	85,60	-78,21	-58,46	1194,59	-1,35	-51,10	-195,35	24,29	-196,78	
CapEx YoY_percent	20,98	3,33	-2,46	-0,05	14,82	-5,85	10,28	30,18	33,67	-8,09	

Nel periodo 2014–2019, il Manchester City presenta una traiettoria di crescita regolare, sostenuta da una strategia industriale coerente e da un rafforzamento progressivo della propria posizione nel calcio europeo. I ricavi complessivi aumentano da 346,5 milioni nel 2014 a oltre 535 milioni nel 2019, con un tasso di crescita medio annuo di circa il 9,1%. Questo incremento è attribuibile non solo alla performance sportiva interna – culminata con la conquista di due Premier League consecutive nel 2018 e nel 2019 – ma anche all'espansione della visibilità globale del marchio, supportata da un'intensa attività commerciale, nuovi sponsor internazionali e una forte valorizzazione dei diritti televisivi. Nella stagione 2023/24, secondo le stime di Statista, i diritti televisivi (broadcasting) hanno rappresentato circa il 59% dei ricavi totali del club, pari a oltre 430 milioni di euro.

Le entrate commerciali, costituite da sponsorizzazioni, vendite e attività collegate, hanno inciso per il 36% (260 milioni), mentre il matchday ha rappresentato circa il 9% (65 milioni), evidenziando la persistente dipendenza dal broadcasting come leva centrale di crescita. L'apertura a nuovi mercati e il posizionamento del club all'interno del network globale del City Football Group hanno consentito di sfruttare economie di scala, generare sinergie commerciali e rafforzare il potere contrattuale a livello di marketing.

Figura 10 Ripartizione dei ricavi per area di business del Manchester City Football Club, 2008/09–2023/24, (Fonte: Statista)



L'EBITDA registra in questi anni valori strutturalmente elevati e in crescita, con un picco di oltre 125 milioni nel 2018, corrispondente a un margine EBITDA superiore al 25%. Ciò riflette una gestione operativa efficiente, caratterizzata da una buona capacità di convertire i ricavi in cash flow operativo prima delle componenti straordinarie. Tuttavia, l'utile netto si dimostra instabile e in alcuni esercizi addirittura marginale, a causa della forte incidenza degli ammortamenti – legati principalmente all'attività di compravendita dei calciatori – e dell'imposizione fiscale. Nel periodo 2014–2019, il Free Cash Flow Operativo (FCFO) del Manchester City ha mostrato un andamento inizialmente negativo, seguito da un progressivo consolidamento, sebbene resti evidente una forte volatilità. Dopo il valore negativo del 2015 (–58,5 milioni), riconducibile a una fase caratterizzata da un'intensa attività di investimento, in particolare in immobilizzazioni materiali e nell'acquisto di diritti pluriennali alle prestazioni sportive dei calciatori, e a dinamiche sfavorevoli nel capitale circolante netto, come l'aumento dei crediti commerciali e la riduzione dei debiti verso fornitori, il FCFO torna positivo nel 2016 (+18,9 milioni) e si mantiene tale fino al 2019, con un picco nel 2018 (+55,2 milioni). Questa fase riflette una gestione più efficiente della liquidità operativa, favorita da una maggiore stabilità gestionale, crescita dei ricavi e controllo degli investimenti. Tuttavia, l'oscillazione dei valori da un anno all'altro segnala che il club non ha ancora raggiunto una piena capacità di generare cassa in modo strutturale, anche a causa della natura ciclica del mercato trasferimenti e delle fluttuazioni del Δ CCN (che varia, ad esempio, da –144,8 milioni nel 2014 a +29,9 milioni nel 2018).

Il rapporto Debt/Equity si mantiene su valori inferiori a 0,3 per tutto il quinquennio, indice di una struttura finanziaria sana, fondata su una buona capitalizzazione e su un indebitamento limitato. Nel periodo 2014–2019, il ROA oscilla in un range compreso tra $-1,6\%$ e $+1,6\%$, con valori prevalentemente negativi, a testimonianza di una fase ancora immatura in termini di redditività operativa. Nonostante l'espansione dei ricavi e l'elevato EBITDA, la forte incidenza degli ammortamenti e dei costi fissi ha limitato la capacità del club di generare ritorni netti sugli attivi investiti.

Il biennio 2020–2021 rappresenta un passaggio critico, influenzato dalla pandemia da COVID-19 e dal blocco delle competizioni con pubblico, che ha impattato in maniera decisa i ricavi da stadio. Nel 2020, nonostante la crisi, il club riesce a generare oltre 560 milioni di ricavi, a testimonianza della resilienza della propria struttura economica e della capacità di attivare fonti di entrata diversificate. Tuttavia, l'EBITDA subisce una caduta verticale, toccando il minimo storico del decennio con appena 38,1 milioni, mentre l'utile netto mostra una netta flessione (-126 milioni), riflettendo l'erosione dei margini e l'impossibilità di operare efficienze su costi strutturali fissi. In modo apparentemente controintuitivo, il FCFO rimane sorprendentemente positivo (+48,1 milioni), ma questo valore è gonfiato artificialmente dalla forte variazione positiva del capitale circolante netto (+129,9 milioni), un fenomeno contabile che non riflette una reale generazione di cassa strutturale.

Nel 2021, il FCFO crolla a $-112,9$ milioni, confermando l'instabilità del modello di liquidità del club, aggravata dagli effetti della pandemia, dalla riduzione dei ricavi da stadio e dall'aumento delle rigidità nei costi operativi. L'analisi della componente Δ CCN evidenzia una dinamica simile a quella osservata nel caso Newcastle: la variazione positiva del capitale circolante genera un effetto contabile che gonfia artificialmente la liquidità operativa, non rappresentando un miglioramento strutturale e senza riflettere una reale crescita operativa.

In termini di efficienza, il ROA si riduce drasticamente nel 2020 fino a $-9,8\%$, per poi risalire leggermente nel 2021 attestandosi a $-4,1\%$. Questo andamento evidenzia un netto calo della redditività operativa durante la pandemia, mentre il rapporto Debt/Equity resta contenuto, a dimostrazione del fatto che il club non ha fatto ricorso a indebitamento eccessivo per far fronte alla crisi.

A partire dal 2022, si apre una fase di rilancio e di espansione culminata con il massimo successo sportivo: la vittoria della UEFA Champions League nella stagione 2022/23. Questo risultato non ha solo valore simbolico, ma si traduce anche in una svolta finanziaria e reputazionale, che rafforza la leadership del club a livello globale. I ricavi raggiungono i 715 milioni nel 2024, con un incremento contenuto rispetto all'anno precedente (+0,3%), ma che consolida una traiettoria di crescita pluriennale, con un tasso medio annuo composto (CAGR) pari a circa il 7,97% nel triennio 2021–2024. L'EBITDA torna a superare i 100 milioni, attestandosi a 117,2 milioni nel 2024, con un margine del 16,4%, segnale di una ripresa dell'efficienza operativa a livello reddituale.

Tuttavia, questa performance non si traduce in una generazione positiva di cassa operativa: il FCFO resta negativo per tutto il triennio 2022–2024, fino a toccare –182 milioni nel 2024, a causa del forte incremento dei CapEx (che sfiorano i 178 milioni) e della persistente instabilità del capitale circolante. Questo andamento suggerisce che, sebbene il club abbia rafforzato le politiche di investimento e la struttura dei ricavi, la gestione finanziaria dei flussi operativi richiede ancora miglioramenti, soprattutto in termini di autofinanziamento e sostenibilità nel medio periodo. La crescita degli investimenti in infrastrutture, digitalizzazione e settore giovanile resta coerente con una strategia di lungo periodo, ma ha inciso in modo significativo sulla liquidità netta generata dall’attività caratteristica, limitandone l’effetto strutturale.

Il ROA mostra un iniziale miglioramento nel triennio successivo alla crisi pandemica, passando da –9,8% nel 2020 a –0,89% nel 2022. Questo recupero è attribuibile alla progressiva ripresa dell’attività sportiva a pieno regime, alla crescita dei ricavi e al riallineamento di alcune componenti operative. Tuttavia, tale traiettoria non si consolida: nel 2023 il ROA torna a peggiorare, attestandosi a –1,64%, per poi scendere ulteriormente a –3,95% nel 2024. Questo andamento altalenante evidenzia una persistente difficoltà nel tradurre l’efficienza operativa (misurata dal ritorno dell’EBITDA sopra i 100 milioni) in una redditività netta sostenibile rispetto al capitale investito. Le principali cause di questa instabilità risiedono nella forte incidenza degli ammortamenti legati agli investimenti sportivi, nella rigidità di alcuni costi strutturali e nelle continue fluttuazioni del capitale circolante netto. Sebbene il club abbia rafforzato la propria struttura economica e la capacità di generare ricavi, la performance in termini di ritorno sugli attivi evidenzia che la piena sostenibilità economico-finanziaria nel medio periodo non è ancora stata raggiunta.

Figura 11 Serie storica di Ricavi, EBITDA, FCFO e ROA del Manchester City Football Club (2014-2024)

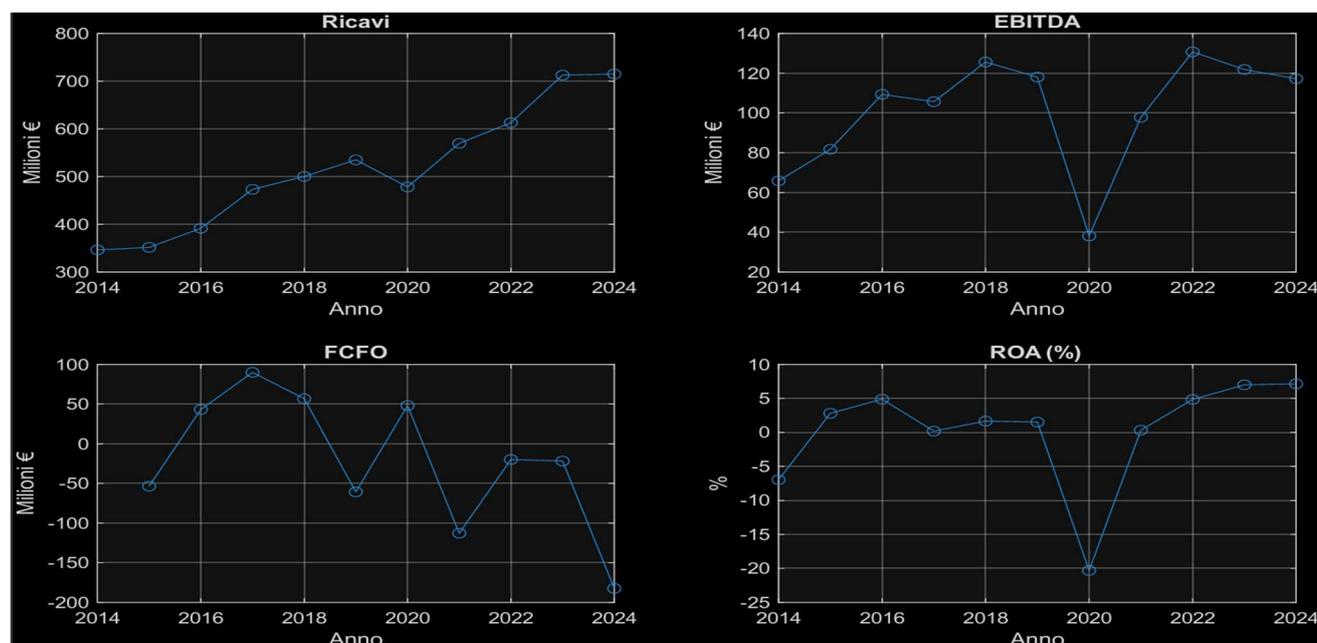
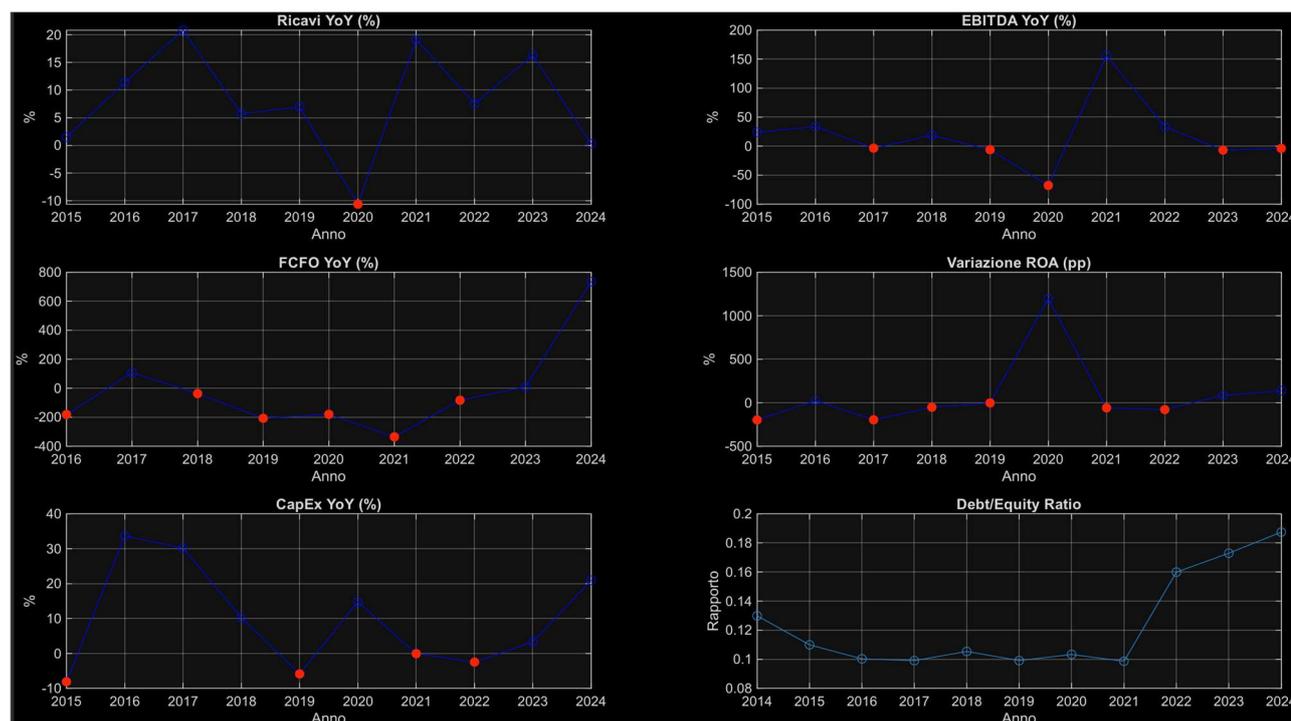


Figura 12 Serie storica degli indicatori di variazione (YoY) e del Debt/Equity Ratio del Manchester City Football Club (2014-2024)



Il successo economico è strettamente correlato alle performance sportive. Infatti, a livello nazionale, il Manchester City ha conquistato sei Premier League (2014, 2018, 2019, 2021, 2022, 2023), due FA Cup (2019, 2023), sei Coppe di Lega (2014, 2016, 2018, 2019, 2020, 2021) e tre Community Shield (2018, 2019, 2022), imponendosi come la squadra più vincente in Inghilterra nel periodo analizzato. In ambito europeo, dopo diverse semifinali e la finale persa nel 2021, il club ha finalmente conquistato la UEFA Champions League nel 2023, completando il cosiddetto treble con Premier e FA Cup nella stessa stagione. A ciò si aggiungono la Supercoppa Europea 2023 e il Mondiale per Club FIFA, vinto a fine anno.

L'elemento che distingue ulteriormente il modello Manchester City è la crescente attenzione alla sostenibilità ambientale, sociale e di governance. Il bilancio ufficiale 2023/24 evidenzia l'impegno a lungo termine verso una gestione ESG integrata. In ambito ambientale, il club ha rafforzato le misure di efficientamento energetico, ha installato pannelli solari e si è impegnato a ridurre l'impronta carbonica di tutte le attività, puntando alla carbon neutrality nei prossimi anni. Sul piano sociale, il programma "Cityzens Giving for Recovery" ha raggiunto oltre 50.000 beneficiari globali con progetti focalizzati su inclusione, salute mentale e sostegno alle comunità locali.

L'approccio alla governance è caratterizzato da trasparenza, rendicontazione accurata e promozione della diversità, in linea con le best practice internazionali. Il club dichiara esplicitamente l'obiettivo di diventare "il club più sostenibile al mondo", con un piano misurabile e soggetto a verifica esterna.

Nel complesso, il Manchester City rappresenta un caso esemplare di gestione industriale nel calcio europeo, come dimostrano i principali indicatori economico-finanziari analizzati nel periodo 2014–2024.

Il club è riuscito a coniugare una crescita sostenuta dei ricavi, un'elevata efficienza operativa (con EBITDA stabilmente sopra i 100 milioni in diversi esercizi) e una solida struttura patrimoniale, mantenendo il rapporto Debt/Equity su livelli contenuti. Tuttavia, l'instabilità del Free Cash Flow Operativo e l'andamento altalenante del ROA segnalano che la piena sostenibilità finanziaria è ancora un obiettivo da consolidare. L'evoluzione complessiva mostra come un fondo privato, orientato al lungo periodo e guidato da logiche manageriali, possa trasformare un club calcistico in un asset strategico globale, fondando un ecosistema multi-club replicabile e orientato alla creazione di valore nel tempo. L'esame del City Football Group consentirà di estendere ulteriormente questa riflessione, valutando se e come il modello possa essere replicato da altri operatori nell'ecosistema calcistico europeo. Infine, l'analisi del City Football Group nel suo complesso, valuterà il ruolo delle sinergie tra club, la distribuzione degli investimenti e l'effettiva scalabilità del modello multi-club a livello internazionale.

L'analisi decennale del City Football Group (CFG) consente di valutare gli effetti della strategia multi-club sul piano finanziario e manageriale. Fondato con l'obiettivo di creare un modello multi-club scalabile su scala globale, il CFG ha progressivamente esteso il proprio portafoglio attraverso l'acquisizione di club in mercati strategici: Australia, Stati Uniti, Spagna, Belgio, India, Uruguay e, più recentemente, anche in Italia e Francia. Il Manchester City, capofila del gruppo, rappresenta il punto di riferimento sportivo ed economico, ma l'analisi dei dati rivela che la strategia di espansione ha inciso in modo significativo anche sugli equilibri finanziari complessivi.

Figura 13 Evoluzione dei principali KPI economico-finanziari del City Football Group (2014–2024)

Indicatori	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Ricavi	933,15	877,13	705,09	624,59	544,5	631,37	584,79	514,26	423,2	368,7	
EBITDA	125	112,7	64,35	117,38	5,4	76,57	119,36	64,95	75,54	51,41	
Utile Netto	-91,86	-111,95	-137,81	-52,94	-205,34	-83,78	-44,82	-71,07	-37,06	-32,31	
Ammortamenti	172,91	178,44	159,75	172,52	152,38	133,77	138,02	122,65	94,25	70,7	
Tasse	-30,36	-14,94	0,21	2,74	1,31	0,8	1,48	-0,97	-0,7	-0,32	0
CCN	92,41	-118,3	244,92	-76,68	-7,39	-190,13	-129,45	106,93	221,2	104,35	-1,04
Delta CCN	210,71	-363,22	321,6	-69,29	182,74	-60,68	-236,38	-114,27	116,85	105,39	
FCFO	-247,12	313,26	-394,10	27,38	-294,44	17,21	222,20	70,42	-131,07	-120,05	
OCF	-49,93	1,06	4,19	50,68	-167,56	154,7	-0,67	91,86	25,82	55,99	
CapEx	172,91	178,44	159,75	172,52	152,38	133,77	138,02	122,65	94,25	70,7	
DebtEquityRatio	0,74	0,70	0,77	0,15	0,83	0,10	0,16	0,08	0,08		0,13
Margine EBITDA percent	13,40	12,85	9,13	18,79	0,99	12,13	20,41	12,63	17,85	13,94	
ROA percent	-1,81	-3,14	-4,77	-3,49	-9,57	-4,30	-1,38	-4,41	-1,59	-2,06	
Ricavi YoY percent	6,59	24,40	12,89	14,71	-13,76	7,97	13,71	21,52	14,78		
EBITDA YoY percent	10,91	75,14	-45,18	2073,70	-92,95	-35,85	83,77	-14,02	46,94		
FCFO YoY percent	-178,89	-179,49	-1539,20	-109,30	-1811,09	-92,26	215,54	-153,73	9,18		
ROA variation pp	-42,29	-34,30	36,78	-63,52	122,72	211,68	-68,76	177,22	-22,64		
CapEx YoY percent	-3,10	11,70	-7,40	13,22	13,91	-3,08	12,53	30,13	33,31		

Il primo anno disponibile, il 2014, mostra alcune anomalie contabili. La transazione che ha portato il Manchester City sotto il controllo diretto del CFG si era conclusa alla fine del 2013, e ciò potrebbe spiegare la parziale assenza di dati nei bilanci, con valori nulli o non disponibili per indicatori chiave come EBITDA, utile netto, FCFO e CapEx. Si tratta verosimilmente di una fase di transizione, in cui il gruppo stava strutturando i propri standard di rendicontazione e consolidamento.

Nel 2015, in concomitanza con il completamento dell'acquisizione del Melbourne City FC e con l'inizio dell'internazionalizzazione operativa, i ricavi ammontano a 368,7 milioni di euro, mentre l'EBITDA raggiunge i 51,41 milioni. Tuttavia, il flusso di cassa libero (FCFO) risulta fortemente negativo (-120 milioni), a causa sia degli investimenti in conto capitale (CapEx pari a 70,7 milioni), sia dell'aumento del capitale circolante netto, che registra una variazione positiva di oltre 105 milioni. Questa pressione sulla cassa è plausibilmente legata alla strutturazione delle attività operative e alla prima fase espansiva del gruppo.

Nel 2016 si osserva un netto miglioramento sotto il profilo della redditività: i ricavi crescono del 14,78%, raggiungendo i 423,2 milioni di euro, e l'EBITDA aumenta del 46,9%, portandosi a 75,54 milioni. Tuttavia, il FCFO si mantiene fortemente negativo (-131,07 milioni), a causa di un'elevata pressione sugli investimenti (CapEx pari a 94,25 milioni) e, soprattutto, di un consistente assorbimento di liquidità da parte del capitale circolante, che cresce di oltre 116 milioni. Sebbene il margine operativo stia migliorando (17,85%), l'espansione strutturale del gruppo continua a generare tensioni sul cash flow disponibile.

Nel 2017, anno in cui il CFG acquisisce una quota significativa del Girona FC (44,3%), si registra una svolta gestionale: i ricavi crescono di oltre il 21%, attestandosi a 514,26 milioni. L'EBITDA si contrae leggermente (-14%, a 64,95 milioni), ma il FCFO torna finalmente positivo, raggiungendo i 70,42 milioni di euro. Questo miglioramento è dovuto principalmente a un'ottima gestione del capitale circolante, che si riduce di 114 milioni, e a un solido flusso di cassa operativo (OCF pari a 91,86 milioni).

Il 2018 rappresenta uno degli anni più solidi per il City Football Group: i ricavi sfiorano i 585 milioni (+13,71% rispetto al 2017), mentre l'EBITDA raggiunge i 119,36 milioni, con un margine operativo lordo che tocca il 20,4%, il più alto del decennio. Il flusso di cassa libero (FCFO) risulta molto elevato, pari a 222,2 milioni, sostenuto da un flusso operativo netto (OCF) di oltre 229 milioni e da una significativa riduzione del capitale circolante netto (-236 milioni). Anche i CapEx, pur rimanendo elevati (138 milioni), vengono ampiamente coperti dalla generazione interna di cassa. Il ROA migliora sensibilmente, pur restando negativo (-1,38%), coerente con una strategia industriale incentrata sulla crescita del capitale immateriale e sul rafforzamento della struttura multi-club.

Nel 2019, i ricavi crescono ulteriormente (+7,96%) e raggiungono i 631,37 milioni, ma l'EBITDA scende a 76,57 milioni e il FCFO si riduce drasticamente a 17,21 milioni. L'elevato livello di investimenti (CapEx pari a 133,77 milioni) e una modesta riduzione del CCN (-60,68 milioni) comprimono la liquidità. Si tratta probabilmente di una fase di rafforzamento delle controllate esistenti e di pianificazione per ulteriori acquisizioni.

Il 2020 segna una battuta d'arresto significativa. Alla crisi pandemica si sommano le complesse operazioni di espansione (fra cui le acquisizioni del Lommel SK e del Troyes AC). I ricavi calano a 544,5 milioni, l'EBITDA crolla a 5,4 milioni (-93%) e il FCFO scende a -294,44 milioni, con un ROA che tocca il minimo storico (-9,57%). Il margine operativo lordo si ferma allo 0,99%. Nonostante i CapEx rimangano alti (152,38 milioni),

è evidente l'impatto combinato di uno shock globale e di una strategia industriale ancora in fase di consolidamento.

Nel 2021 si assiste a una ripresa rapida: i ricavi crescono del 14,7% (624,59 milioni), l'EBITDA risale a 117,38 milioni e il margine operativo si rafforza al 18,8%. Il FCFO torna positivo (27,38 milioni), sostenuto da una riduzione del CCN (-69,29 milioni) e da un OCF robusto (50,68 milioni). La struttura finanziaria appare più solida, mentre emergono i primi segnali delle sinergie derivanti dalle acquisizioni precedenti: il ROA migliora rispetto all'anno precedente, attestandosi a -3,49%.

Nel 2022, anno dell'ingresso nel capitale del Palermo FC e della crescente presenza del gruppo nel mercato indiano, i ricavi superano i 705 milioni (+12,9%). Tuttavia, l'EBITDA si riduce a 64,35 milioni, mentre il FCFO torna fortemente negativo (-394,1 milioni), a causa di una variazione del CCN (+321,6 milioni). Il flusso operativo netto (OCF) è di appena 4,19 milioni, segno che la pressione sulla cassa non deriva tanto dalla redditività, quanto dall'assorbimento di liquidità nelle fasi iniziali di integrazione dei nuovi club. La spiegazione potrebbe risiedere proprio nell'integrazione di nuove entità in mercati complessi, come quello italiano e quello indiano, che richiedono tempi di adattamento manageriale e strutturale.

Il 2023 rappresenta l'anno di massimo equilibrio del gruppo: i ricavi crescono del 24,4% (877,13 milioni), l'EBITDA sale a 112,7 milioni (margine 12,85%) e il FCFO raggiunge i 313,26 milioni. Questo risultato è reso possibile da una drastica riduzione del CCN (-363,22 milioni) e da CapEx stabili (178,44 milioni). Anche l'OCF, seppur contenuto (1,06 milioni), contribuisce positivamente. Il ROA migliora leggermente a -3,14%. Nel 2024, i ricavi continuano a crescere (+6,39%, fino a 933,15 milioni) e l'EBITDA tocca i 125 milioni. Tuttavia, il FCFO torna negativo (-247,12 milioni), a causa di un peggioramento nella gestione del capitale circolante (+210,71 milioni) e di CapEx ancora sostenuti (172,91 milioni), coerenti con una nuova fase espansiva del gruppo. Il margine operativo si attesta al 13,4 mentre il ROA, pur ancora negativo (-1,81%), continua la traiettoria di risalita.

Nel complesso, il Debt/Equity ratio si mantiene sempre sotto la soglia di rischio (inferiore a 1), ad eccezione del 2020, anno in cui tocca lo 0,83. Il margine EBITDA oscilla tra lo 0,99% e il 20,4%, con una media di lungo periodo stabile. Il ROA, sebbene strutturalmente negativo, mostra una traiettoria migliorativa dopo il 2020. Questo andamento evidenzia un progressivo rafforzamento della capacità del club di generare ritorni operativi in relazione al totale degli attivi. Il ROA, che aveva toccato il minimo storico nel 2020 (-9,57%) a causa della combinazione tra crollo dell'EBIT e elevata incidenza degli asset in bilancio, mostra un miglioramento costante negli anni successivi: -3,49% nel 2021, -4,77% nel 2022, -3,14% nel 2023, fino ad attestarsi a -1,81% nel 2024. Questa traiettoria, pur mantenendosi su valori negativi, riflette una crescente efficienza nella gestione del capitale investito, favorita dalla ripresa dell'attività sportiva, dall'aumento dei ricavi e da una maggiore disciplina nella struttura dei costi. Il fatto che il ROA rimanga strutturalmente sotto zero è coerente con un modello industriale orientato alla crescita e al reinvestimento sistematico, dove gli asset immateriali giocano un ruolo centrale e il ritorno economico si misura nel lungo periodo.

Tuttavia, il trend positivo osservato lascia intravedere la possibilità, nel medio termine, di un graduale avvicinamento a una piena redditività patrimoniale.

Figura 14 Serie storica di Ricavi, EBITDA, FCFO e ROA del City Football Group (2014-2024)

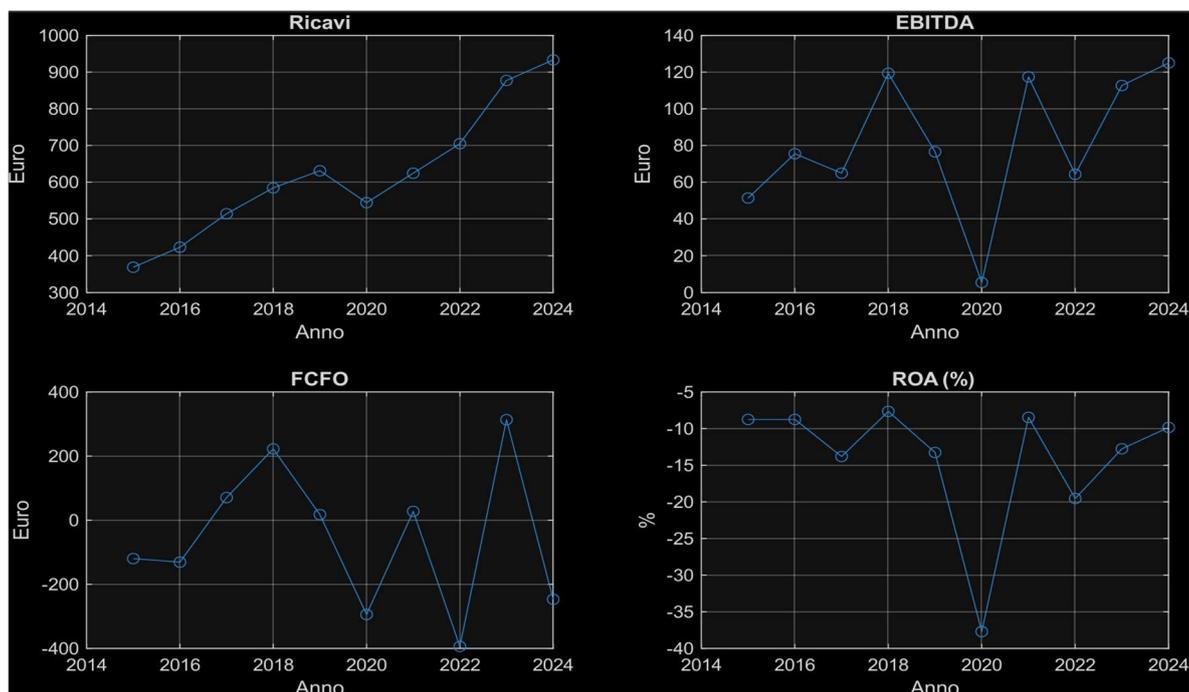
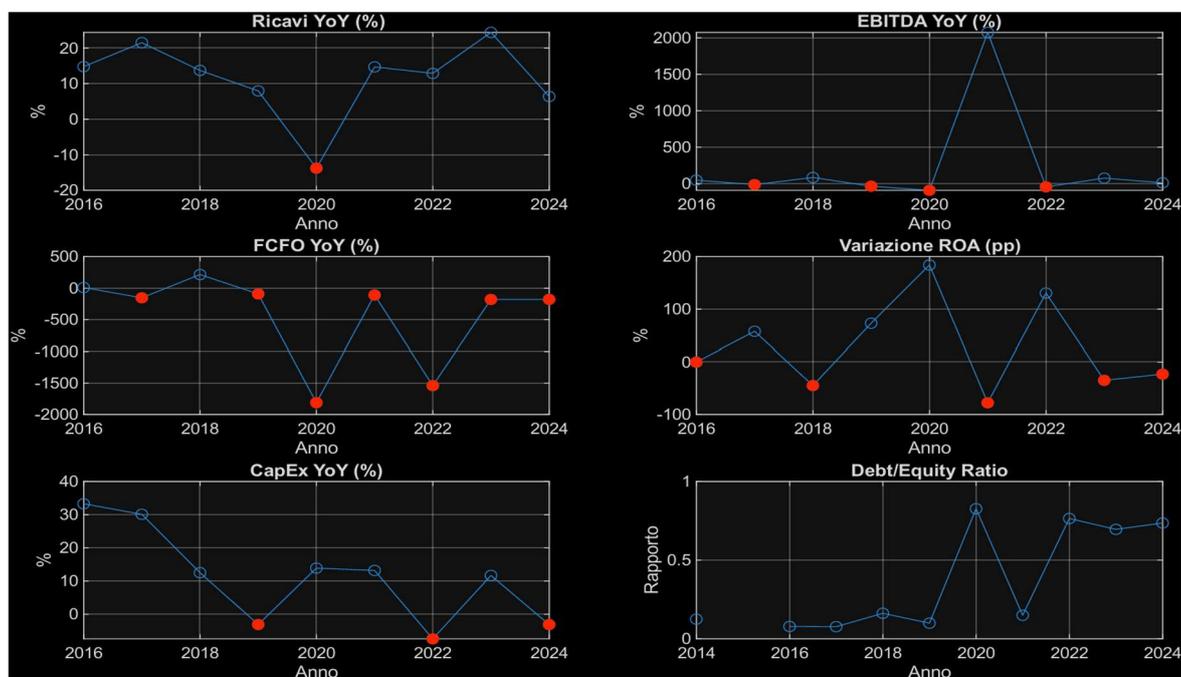


Figura 15 Serie storica degli indicatori di variazione (YoY) e del Debt/Equity Ratio del City Football Group (2014-2024)



In conclusione, il Manchester City si conferma il fulcro economico e sportivo del City Football Group: con ricavi pari a circa 715 milioni di euro nel 2024, il club inglese rappresenta la componente più rilevante del volume d'affari complessivo del gruppo, che nello stesso anno ha raggiunto i 933 milioni. Il peso specifico del Manchester City all'interno della struttura multi-club non si limita alla dimensione finanziaria, ma si estende anche al piano organizzativo e strategico: il club agisce da polo trainante e da punto di riferimento per l'intero ecosistema, fungendo da piattaforma per il trasferimento di competenze, risorse e modelli gestionali alle affiliate.

Nel suo insieme, il CFG si configura come una realtà industriale in espansione, che ha scelto consapevolmente di sacrificare la redditività netta di breve periodo in favore della costruzione di un ecosistema solido, interconnesso e orientato alla sostenibilità di lungo termine. La strategia perseguita privilegia il reinvestimento sistematico dei profitti, l'accumulazione di capitale immateriale, tra cui brand equity, asset sportivi e infrastrutture, e la creazione di valore distribuito attraverso sinergie operative tra club affiliati.

Il ROA consolidato del gruppo, seppur ancora negativo (-1,81% nel 2024), mostra una traiettoria di progressivo miglioramento rispetto agli anni precedenti, segnalando una crescente efficienza nella gestione del capitale investito. Analogamente, il FCF, fortemente negativo durante le fasi di espansione più intensa, alterna fasi di recupero e tensione finanziaria, coerentemente con la natura ciclica di un modello fondato su investimenti strutturali di lungo termine. Tuttavia, il confronto tra le diverse società del gruppo mette in luce un rischio strutturale: la sostenibilità del modello multi-club non può dipendere esclusivamente dalla forza trainante del Manchester City. Se i club minori non riusciranno, nel medio periodo, a contribuire in modo significativo alla generazione di margini e flussi di cassa, il gruppo rischia di rimanere sbilanciato e vulnerabile alle performance del suo asset principale.

Il CFG ha già avviato processi di trasferimento di know-how gestionale e commerciale dal City alle consociate, ma i risultati non sono ancora uniformi. Il Manchester City funge quindi da benchmark interno, mentre il gruppo nel suo complesso si configura come un laboratorio strategico in continua evoluzione. La vera sfida, nel prossimo futuro, sarà verificare se i club minori sapranno generare margini propri e rendersi progressivamente autonomi, riducendo la dipendenza strutturale dal capofila inglese. Nel contesto del suo approccio strategico multi-club, il City Football Group (CFG) non si limita a una crescita economico-finanziaria, ma punta anche a una presenza competitiva sostenuta in campionati e competizioni internazionali. Al di là del Manchester City, i club affiliati hanno conseguito risultati di rilievo nei loro rispettivi mercati, dimostrando che il modello CFG può generare successo anche in contesti calcistici profondamente diversi. Di seguito, una sintesi dei principali traguardi ottenuti dai club satellite (escluso il Manchester city), che mostra una crescita qualitativa dell'intero network sportivo.

Tabella 9 Successi Sportivi dei (Principali) Club del City Football Group

Club	Anno di ingresso nel CFG	Successi principali
Girona FC	2017	Qualificazione alla Champions League (2023–24), Promozione in Liga (2021–22)
Mumbai City FC	2019	ISL Shield + Cup (2020–21), Shield (2022–23), Campione ISL (2023–24), Partecipazioni AFC
Melbourne City FC	2014	3 Premiership A-League, 2 Championship, Australia Cup (2016), 4 titoli femminili
Montevideo City Torque	2017	Promozioni in Primera (2017, 2019), Partecipazioni Copa Sudamericana e Libertadores
Troyes AC	2020	Stabilizzazione in Ligue 1 e Ligue 2
Lommel SK	2020	Centro sviluppo giovani e scouting in Belgio
Palermo FC	2022	Acquisito in Serie B, rilancio sportivo dopo la Serie D

Questa tabella evidenzia in modo chiaro e sistematico l’impatto sportivo crescente del City Football Group in una pluralità di contesti geografici e calcistici eterogenei. L’evoluzione competitiva dei club affiliati dimostra la capacità del modello multi-club non solo di esportare competenze manageriali e infrastrutturali, ma anche di produrre risultati concreti sul piano sportivo, adattandosi alle specificità culturali, regolamentari e tattiche dei diversi campionati.

Questo dimostra che il progetto CFG è in grado di trasformare realtà locali in protagonisti regionali attraverso l’integrazione di risorse, metodologie di allenamento condivise, investimenti in infrastrutture e sviluppo del settore giovanile. Il CFG sta costruendo un ecosistema calcistico globale che non solo valorizza il capitale umano e tecnico presente nei vari territori, ma contribuisce anche alla ridefinizione delle dinamiche di competizione sportiva internazionale.

Infine, il bilancio consolidato 2024 del City Football Group (CFG) fornisce una panoramica strutturata e aggiornata delle politiche ESG adottate dal gruppo e dei risultati raggiunti in ambito ambientale. Si tratta del secondo report redatto in conformità con il framework della Task Force on Climate-related Financial

Disclosures (TCFD)⁶⁷, a conferma di un percorso di rendicontazione climatica sempre più trasparente, integrato e misurabile.

L'impegno del CFG nella gestione della sostenibilità ambientale si articola attorno a una governance formalizzata: la responsabilità operativa ricade su un Director of Sustainability, figura che riferisce direttamente al Chief Operating Officer del gruppo. La funzione di sostenibilità è inoltre incardinata in un sistema multilivello che coinvolge il Leadership Team, il Risk Committee e il comitato Corporate Responsibility & Sustainability (CRS SteerCo), garantendo una supervisione costante fino ai vertici aziendali. Nel 2024 è stato inoltre istituito un gruppo di lavoro interfunzionale sui rischi e le opportunità climatiche, presieduto dallo stesso COO, con il compito di assicurare resilienza operativa e allineamento strategico alle normative ambientali.

A livello operativo, il bilancio consolidato evidenzia risultati significativi in termini di riduzione delle emissioni. Nel corso del 2024, il gruppo ha ridotto le emissioni complessive Scope 1 e Scope 2 del 12% rispetto all'anno precedente. Ancora più rilevante è il dato relativo all'intensità carbonica, ovvero le emissioni rapportate al volume di ricavi, che ha registrato una diminuzione di quasi il 15%, segnalando un miglioramento sostanziale dell'efficienza ambientale lungo tutta la catena operativa.

Il CFG ha adottato un sistema di carbon budgeting interno, che assegna a ciascun club obiettivi annuali di riduzione, con monitoraggio centralizzato e aggiornamenti pubblici. Questo approccio consente di intervenire in modo mirato non solo sulle emissioni dirette (Scope 1), ma anche su quelle indirette da consumo energetico (Scope 2), e progressivamente anche sulle emissioni Scope 3 legate ai fornitori, agli spostamenti dei tifosi e alle attività logistiche.

Un elemento particolarmente innovativo introdotto nel 2024 è la designazione di referenti per la sostenibilità presso ogni club affiliato, con il compito di adattare le strategie ambientali globali alle condizioni locali. Nel complesso, il bilancio consolidato 2024 testimonia non solo l'esistenza di una governance ESG strutturata e multilivello, ma anche la capacità del gruppo di ottenere risultati concreti e misurabili in termini di riduzione delle emissioni e gestione responsabile del rischio climatico. Il City Football Group si posiziona così come uno degli attori di riferimento nella transizione ecologica dello sport professionistico a livello globale.

Dopo aver esaminato i casi di club a controllo multi-club (come il Manchester City) e realtà gestite da fondi di investimento (come il Newcastle United), si propone ora l'analisi del Liverpool FC, che rappresenta una terza tipologia di governance nel panorama calcistico europeo: quella del conglomerato sportivo integrato, non multi-club. Questo modello, sebbene meno diffuso rispetto agli MCO o ai fondi di private equity, si fonda su logiche imprenditoriali consolidate e su una visione strategica di lungo periodo, applicata in modo unitario al singolo club.

⁶⁷ La Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) è un organismo internazionale istituito dal Financial Stability Board nel 2015 con l'obiettivo di sviluppare raccomandazioni per una comunicazione trasparente, coerente e comparabile dei rischi e delle opportunità legati al cambiamento climatico da parte delle imprese, in particolare nei settori finanziari e industriali. Le sue linee guida si articolano in quattro aree principali: governance, strategia, gestione del rischio, e metriche e obiettivi.

Dal 2010, il Liverpool è infatti controllato dal Fenway Sports Group (FSG), holding statunitense che opera trasversalmente nel mondo dello sport professionistico, detenendo partecipazioni anche nei Boston Red Sox (MLB) e nei Pittsburgh Penguins (NHL). A differenza delle holding multi-club, FSG adotta una struttura verticale, in cui competenze manageriali, strategie commerciali e strumenti finanziari vengono trasferiti tra discipline diverse, mantenendo tuttavia una governance centralizzata e non frammentata.

L'obiettivo di questa analisi è comprendere in che misura questo modello proprietario, abbia inciso sull'evoluzione economico-finanziaria del club nel decennio 2014–2024. In particolare, si valuterà la capacità del Liverpool di generare redditività operativa, solidità patrimoniale e sostenibilità finanziaria nel lungo periodo, anche in assenza del supporto di una rete multi-club o di iniezioni di capitale esterne tipiche dei fondi. Anche per il Liverpool Football Club, l'analisi si è basata sui bilanci ufficiali (consolidati) relativi al periodo 2014–2024, ottenuti attraverso la piattaforma Refinitiv Workspace e il database Orbis. La presenza di una rendicontazione su base consolidata ha permesso di cogliere in modo più ampio e realistico l'andamento economico-finanziario del club, includendo tutte le entità riconducibili alla società capogruppo. Questo aspetto rappresenta un elemento di coerenza con l'approccio adottato per gli altri casi studio, garantendo l'omogeneità del confronto tra modelli gestionali diversi. L'elaborazione dei dati è stata condotta tramite MATLAB, anche in questo caso adattando il codice alle specificità strutturali del Liverpool: la struttura del bilancio, articolata su base consolidata, ha richiesto una lettura particolarmente attenta delle voci patrimoniali e reddituali, in particolare per quanto riguarda gli investimenti, il capitale circolante netto e la dinamica del cash flow operativo. In particolare, sono stati calcolati i ricavi totali, come misura della capacità del club di espandere il proprio raggio d'azione commerciale e mediatico, e l'EBITDA e l'utile netto, assunti rispettivamente come proxy della redditività operativa lorda e del risultato economico finale. Sono inoltre stati elaborati gli ammortamenti, le imposte e gli investimenti in immobilizzazioni materiali (CapEx), fondamentali per la determinazione del NOPAT e del Free Cash Flow Operativo (FCFO).

Quest'ultimo è stato calcolato secondo la formula:

$$FCFO = NOPAT - \Delta CCN$$

NOPAT = (EBITDA - Ammortamenti) x (1 - aliquota fiscale)

assumendo un'aliquota fiscale del 24%, in linea con i benchmark europei. È stata inoltre calcolata la variazione del capitale circolante netto (ΔCCN), definita come differenza tra attività correnti e passività correnti, al fine di cogliere l'evoluzione della gestione operativa nel breve periodo.

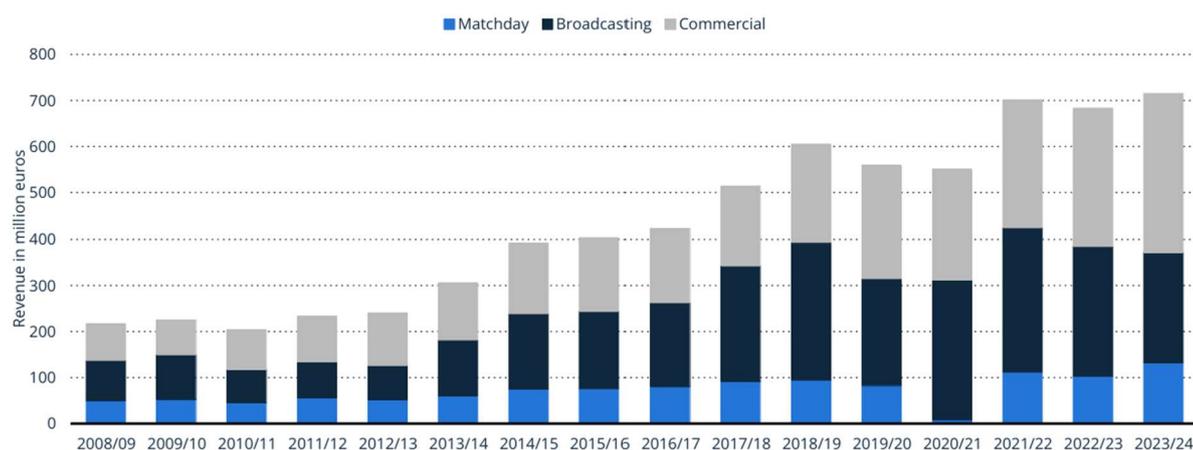
Infine, sono stati ricavati due indicatori sintetici: il Debt/Equity ratio, utile per valutare il grado di indebitamento e la solidità patrimoniale del club, e il ROA (Return on Assets), indicatore chiave per misurare l'efficienza nell'utilizzo delle risorse attive. Per ciascuna variabile sono state calcolate le variazioni anno su anno (YoY), così da identificare discontinuità significative lungo l'arco del decennio.

Figura 16 Evoluzione dei principali KPI economico-finanziari del Liverpool Football Club (2014–2024)

Indicatori	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Ricavi	613,76	593,84	594,27	487,37	489,86	533,02	455,09	364,01	301,82	297,89	255,63
EBITDA	82,04	115,23	124,13	76,54	45,74	9,97	94,72	92,07	63,13	60,29	29,88
Utile Netto	-43,48	-6,93	2,44	-9,54	-39,45	33,39	106,01	34,68	26,81	33,25	11,27
Ammortamenti	129,70	119,68	114,08	116,93	115,98	9,40	87,44	82,45	67,29	71,06	63,34
Tasse	13,63	2,08	5,03	4,77	6,87	8,51	19,13	10,01	7,43	8,31	2,43
CCN	-344,03	-180,87	-158,96	-114,66	-72,73	-182,93	-120,81	-98,93	-116,11	-66,98	-77,68
Delta CCN	-163,16	-21,91	-44,30	-41,93	110,20	-62,13	-21,88	17,18	-49,13	10,70	
FCFO	126,94	18,52	51,94	11,23	-163,59	62,56	27,41	-9,87	45,97	-18,89	
CapEx	129,70	119,68	114,08	116,93	115,98	9,40	87,44	82,45	67,29	71,06	63,34
DebtEquityRatio	2,08	1,01	0,79	1,00	1,29	0,52	0,74	1,01	1,53	1,24	1,68
Margine EBITDA_percent	13,37	19,40	20,89	15,71	9,34	1,87	20,81	25,29	20,92	20,24	11,69
ROA_percent	-5,75	-0,62	1,48	-5,82	-9,38	0,08	1,09	2,00	-0,97	-2,51	-9,05
Ricavi YoY_percent	3,36	-0,07	21,94	-0,51	-8,10	17,12	25,02	20,60	1,32	16,53	
EBITDA YoY_percent	-28,80	-7,17	62,17	67,35	358,66	-89,47	2,87	45,84	4,71	101,79	
FCFO YoY_percent	585,35	-64,34	362,52	-106,86	-361,48	128,29	-377,55	-121,48	-343,42	-25,74	
ROA_variation_pp	830,67	-141,66	-125,48	-37,90	-12307,92	-92,96	-45,27	-305,82	-61,31	-72,31	
CapEx_YoY_percent	8,37	4,92	-2,44	0,82	1133,86	-89,25	6,05	22,54	-5,31	12,19	

Nel periodo 2014–2019, il Liverpool attraversa una fase di forte espansione economica, sostenuta dai successi sportivi e da un rilevante rafforzamento del brand globale. I ricavi aumentano da 255,6 milioni a oltre 533 milioni di euro, con un tasso annuo composto (CAGR) di circa il 15,5%. Questa crescita è trainata principalmente dall'aumento delle entrate commerciali e dai diritti televisivi, mentre i ricavi da matchday mantengono un andamento stabile. A conferma di questa dinamica, i dati Statista mostrano come l'incremento sia stato alimentato soprattutto dal segmento commerciale (sponsorizzazioni e merchandising), che nel 2018/19 ha superato quota 200 milioni, affiancato da una crescita costante dei ricavi da diritti TV e matchday. Questa composizione evidenzia la capacità del club di rafforzare la propria autonomia finanziaria rispetto ai cicli sportivi, valorizzando il brand in un'ottica industriale.

Figura 17 Ripartizione dei ricavi per area di business del Liverpool Football Club, 2008/09–2023/24, (Fonte: Statista)



L'EBITDA mostra una crescita costante fino al 2018, raggiungendo i 94,7 milioni, ma nel 2019 subisce un drastico ridimensionamento, scendendo a soli 9,9 milioni nonostante il livello record dei ricavi. L'utile netto rimane positivo (33,4 milioni), ma la forte contrazione dell'EBITDA evidenzia una tensione nella gestione operativa. Il ROA, che negli anni precedenti aveva oscillato tra valori contenuti, dal minimo del -9% nel 2014

al massimo del +2% nel 2017, torna a ridursi nel 2019, attestandosi su un modesto +0,08%, confermando l'instabilità della redditività in rapporto agli attivi.

Il Free Cash Flow Operativo (FCFO) evidenzia un andamento disomogeneo nel periodo 2014–2019, segnalando una gestione della liquidità non sempre lineare. In tre anni su cinque il club riesce a generare flussi di cassa positivi (tra cui spicca il 2016, con un FCFO pari a +45,9 milioni di euro) mentre nel 2015 e nel 2017 si registrano valori negativi (–18,8 milioni e –9,8 milioni rispettivamente). Questi risultati suggeriscono che, pur in presenza di margini operativi crescenti, la gestione del capitale circolante netto e dei costi di investimento (CapEx) non sempre è stata in grado di tradurre l'EBITDA in una generazione di cassa strutturale e stabile. Parallelamente, il rapporto Debt/Equity mostra una traiettoria discendente piuttosto chiara, passando da 1,68 nel 2014 a 0,52 nel 2019. Questo calo riflette una progressiva riduzione della leva finanziaria, ovvero del peso del debito rispetto al patrimonio netto. In termini gestionali, ciò implica che il club ha rafforzato la propria base patrimoniale, limitando l'esposizione a fonti di finanziamento esterne e potenzialmente onerose. Una simile dinamica rappresenta un segnale positivo per la solidità finanziaria di lungo periodo, in quanto riduce il rischio di squilibrio strutturale e aumenta la capacità del club di autofinanziarsi, anche in contesti di maggiore volatilità economica o sportiva.

Il biennio pandemico rappresenta una svolta negativa per il club. Nonostante ricavi stabili (circa 490 milioni), il 2020 si chiude con un utile netto negativo (–39,5 milioni) e un FCFO fortemente compromesso (–163,6 milioni), il valore peggiore dell'intero decennio. Il ROA scende a –9,4%, mentre il Debt/Equity torna a salire a 1,29, segnalando una ricaduta patrimoniale. Nel 2021 si osserva un leggero miglioramento: l'EBITDA risale a 76,5 milioni e il FCFO torna in positivo (11,2 milioni), ma il ROA resta negativo (–5,8%) e l'utile netto continua a essere in perdita (–9,5 milioni).

Il triennio post-pandemico (2022–2024) segna per il Liverpool FC una fase di netta ripresa sul fronte dei ricavi, che tornano a crescere stabilmente dopo le flessioni legate alla crisi sanitaria globale. Nel 2022 il fatturato raggiunge i 594,3 milioni di euro, per poi mantenersi su livelli elevati anche nel biennio successivo, con un ulteriore incremento fino a 613,8 milioni nel 2024. Questo andamento positivo riflette la ripresa dell'attività sportiva a pieno regime, l'effetto trainante delle campagne europee e la solidità commerciale del brand, sostenuta da un'ampia base di tifosi e da contratti di sponsorship consolidati.

Tuttavia, l'andamento degli indicatori economico-finanziari interni al club evidenzia un quadro più complesso. L'EBITDA, che rappresenta la capacità del club di generare margini operativi lordi, mostra un picco nel 2022 (124,1 milioni), per poi contrarsi progressivamente a 115,2 milioni nel 2023 e infine scendere a 82 milioni nel 2024: questo calo suggerisce un deterioramento dell'efficienza operativa,

Il Free Cash Flow Operativo (FCFO) segue una dinamica altrettanto irregolare: dopo un buon risultato nel 2022 (+51,9 milioni), il valore si riduce drasticamente a soli +18,5 milioni nel 2023, per poi risalire in modo deciso nel 2024 (+126,9 milioni).

Questo recupero riflette verosimilmente una migliore gestione del capitale circolante netto o una razionalizzazione degli investimenti, ma va interpretato con cautela alla luce della perdurante instabilità degli utili.

Sul fronte reddituale, infatti, il risultato netto resta insoddisfacente: dopo un marginale utile nel 2022 (+2,4 milioni), il club chiude nuovamente in perdita sia nel 2023 (-6,9 milioni) sia nel 2024 (-43,5 milioni), nonostante il miglioramento del FCFO. Questo divario tra liquidità generata e risultato netto evidenzia difficoltà strutturali nel contenimento degli ammortamenti, dei costi non operativi o del carico fiscale, con impatti negativi sulla redditività finale.

Il Return on Assets (ROA), che misura la capacità di trasformare l'attivo in ritorni operativi, conferma la criticità del momento: dopo un timido ritorno in positivo nel 2022 (+1,5%), l'indicatore torna in territorio negativo nel 2023 (-0,6%) e crolla ulteriormente nel 2024 (-5,7%), riflettendo un calo dell'efficienza economica nell'impiego delle risorse patrimoniali.

Anche la struttura finanziaria mostra segnali di stress: il rapporto Debt/Equity, che nel 2022 tocca il minimo del decennio (0,78), risale in modo significativo a 1,01 nel 2023 e raggiunge quota 2,07 nel 2024. Questo incremento evidenzia un marcato deterioramento dell'equilibrio patrimoniale, potenzialmente riconducibile a nuove esposizioni debitorie o a una riduzione del patrimonio netto, con il rischio di compromettere la sostenibilità finanziaria nel medio-lungo periodo.

Nel complesso, il Liverpool FC rappresenta un esempio di club calcistico moderno alle prese con le sfide dell'equilibrio tra ambizione sportiva, crescita del brand globale e sostenibilità economico-finanziaria. Il modello economico adottato si fonda su una costante espansione dei ricavi, sostenuta da una forte performance sportiva e da una strategia commerciale aggressiva, in particolare nel ciclo 2018-2019 (culminato con la vittoria in Champions League) e nel triennio post-pandemico 2022-2024.

Figura 18 Serie storica di Ricavi, EBITDA, FCFO e ROA del Liverpool Football Club (2014-2024)

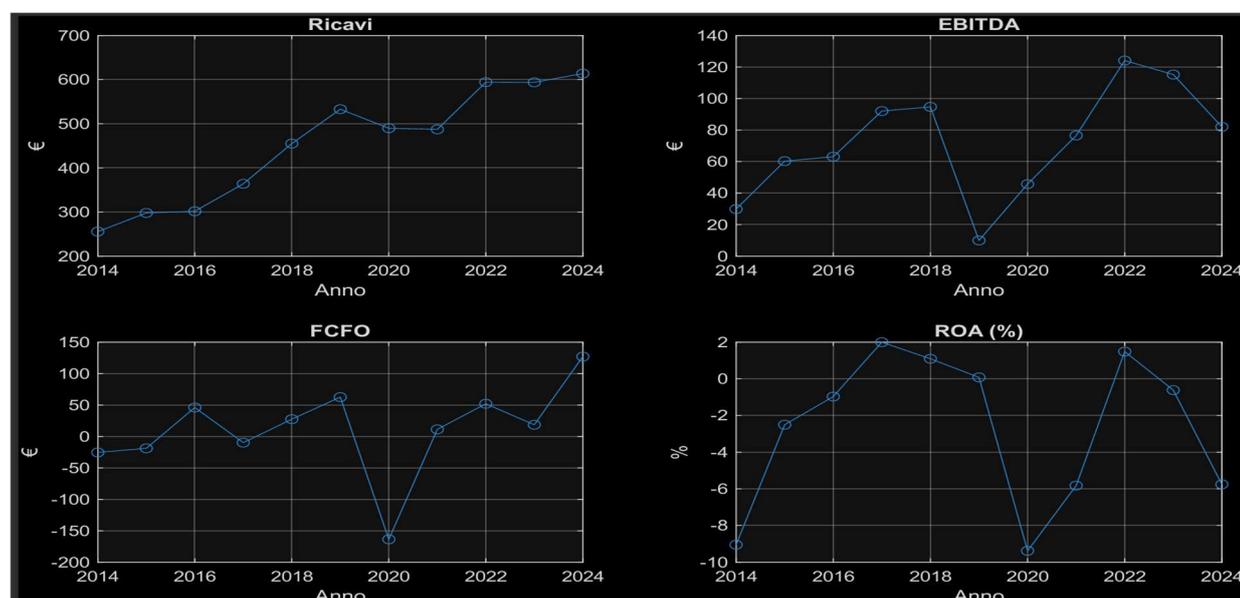
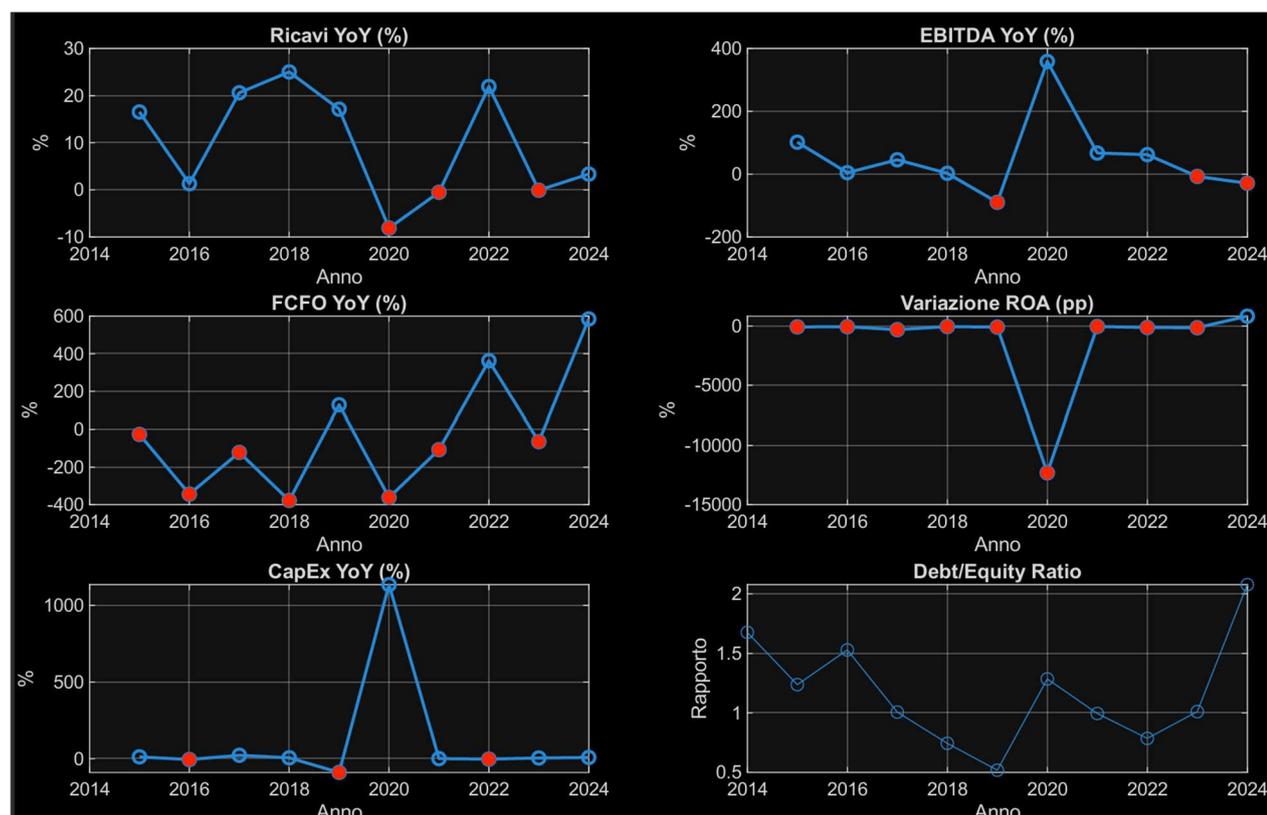


Figura 19 Serie storica degli indicatori di variazione (YoY) e del Debt/Equity Ratio del Liverpool Football Club (2014-2024)



Tuttavia, l'analisi dei principali indicatori di performance evidenzia alcune criticità strutturali che limitano la stabilità e la resilienza del modello nel lungo periodo. In primo luogo, la redditività netta risulta discontinua: nonostante la crescita dell'EBITDA in diversi esercizi, l'utile netto si mantiene fragile e talvolta negativo, segnalando un'incompleta capacità di tradurre la performance operativa in valore economico per gli azionisti. In secondo luogo, l'efficienza nell'uso del capitale investito – misurata attraverso il ROA – appare compromessa in più esercizi, con valori spesso negativi e solo sporadicamente positivi, a testimonianza di un utilizzo poco ottimale delle risorse patrimoniali.

Un'altra dimensione rilevante è rappresentata dalla gestione della liquidità e della leva finanziaria. Il Free Cash Flow Operativo (FCFO), dopo una fase di forte turbolenza nel biennio pandemico (–163,6 milioni nel 2020), torna in territorio positivo solo nel 2024, il che evidenzia una difficoltà nel generare flussi di cassa stabili, elemento fondamentale per l'autofinanziamento e la sostenibilità degli investimenti.

Parallelamente, il rapporto Debt/Equity mostra un andamento altalenante: dopo un miglioramento progressivo fino al 2019 (0,52), torna a salire nel 2024 (2,08), indicando un possibile ricorso al debito per sostenere nuove spese, con un conseguente aumento del rischio finanziario.

Il caso Liverpool riflette le tensioni tipiche di un modello "ibrido", in bilico tra logiche industriali e passione sportiva. Da un lato, il club ha mostrato la capacità di consolidare la propria posizione competitiva e commerciale a livello globale; dall'altro, emergono segnali di vulnerabilità economica che richiedono una

riflessione strategica sulle priorità future. Il mantenimento di elevati livelli di competitività sportiva dovrà essere accompagnato da un miglioramento della gestione operativa, del controllo dei costi e dell'efficienza finanziaria, al fine di garantire una crescita sostenibile e replicabile nel lungo periodo. In questo senso, il Liverpool rappresenta un caso studio emblematico per comprendere le opportunità e i limiti del calcio d'élite nell'era post-industriale, dove la sostenibilità economica non è più un obiettivo secondario, ma una condizione imprescindibile per il successo duraturo.

Le performance sportive, soprattutto sotto la guida di Jürgen Klopp, hanno avuto un impatto importante sulla crescita del brand e sul rafforzamento dei ricavi, pur senza tradursi sempre in un successo economico stabile e duraturo. A livello nazionale, il club ha conquistato una Premier League (2019/20), ponendo fine a un digiuno durato 30 anni, una FA Cup (2022), due Coppe di Lega (2022, 2024) e una Community Shield (2022), riaffermando la propria competitività nel panorama inglese. Sul fronte internazionale, il Liverpool ha raggiunto tre finali di UEFA Champions League in cinque anni, vincendo il trofeo nel 2019 contro il Tottenham e classificandosi vicecampione nel 2018 e nel 2022. A ciò si aggiungono la conquista della Supercoppa Europea nel 2019 e del Mondiale per Club FIFA nello stesso anno, completando una stagione storica che ha contribuito in modo decisivo alla crescita del valore del brand e alla sua visibilità globale.

Inoltre, negli ultimi anni, il Liverpool FC ha intensificato l'impegno verso una gestione responsabile e sostenibile, strutturando un approccio ESG (Environmental, Social and Governance) che coinvolge trasversalmente le funzioni aziendali e riflette l'evoluzione del ruolo dei club calcistici nel contesto socio-economico contemporaneo. Sebbene il bilancio 2024 non adotti un framework standardizzato (come GRI o SASB), esso fornisce numerose evidenze qualitative e quantitative utili a delineare il profilo ESG del club.

Il Liverpool ha formalizzato la propria strategia ambientale all'interno del piano "The Red Way", come già illustrato nei precedenti capitoli, una piattaforma che riunisce le principali iniziative a impatto ecologico. Il club si impegna a ridurre progressivamente le proprie emissioni di CO₂ attraverso azioni di efficientamento energetico (come l'installazione di sistemi a basso consumo negli impianti), ottimizzazione della logistica e promozione di forme di trasporto sostenibile per tifosi e dipendenti. È stata inoltre potenziata la gestione dei rifiuti, con una maggiore quota destinata al riciclo e alla riduzione della plastica monouso.

L'impegno si estende anche all'alimentazione offerta durante gli eventi, con un incremento delle opzioni plant-based nei punti ristoro dello stadio. Queste iniziative, seppur non ancora misurate attraverso KPI ambientali certificati, indicano un'evoluzione nella sensibilità ecologica del club, in linea con gli obiettivi internazionali di decarbonizzazione dello sport.

L'attività del Liverpool sul fronte sociale è particolarmente significativa e articolata. Attraverso la LFC Foundation, il club ha raggiunto nel solo 2024 oltre 195.000 beneficiari diretti, tra bambini, giovani, famiglie e soggetti vulnerabili. I programmi implementati includono attività educative, corsi di formazione, promozione dello sport nelle scuole, iniziative contro la povertà alimentare e progetti per l'inclusione delle persone con disabilità o appartenenti a minoranze etniche.

La strategia sociale è fondata su un approccio “community-first”, in cui il club si pone come attore attivo dello sviluppo territoriale. In parallelo, sono stati rafforzati i programmi interni di diversity & inclusion, promuovendo l’uguaglianza di genere e il rispetto per la multiculturalità, anche attraverso campagne pubbliche e corsi di sensibilizzazione rivolti al personale. Le politiche di benessere aziendale includono supporto psicologico, work-life balance e percorsi formativi per lo sviluppo professionale.

Dal punto di vista della governance, il Liverpool FC adotta un modello organizzativo formalizzato, con chiara separazione tra funzioni operative e di controllo, in linea con le best practice aziendali. Il board del club include figure con esperienza internazionale nel management sportivo e finanziario, e i processi decisionali sono orientati a criteri di trasparenza, rendicontazione interna e mitigazione dei rischi reputazionali. Il club dimostra attenzione alla compliance normativa, sia sul piano fiscale che su quello della regolazione UEFA (incluso il monitoraggio degli obblighi di sostenibilità finanziaria). Viene inoltre dichiarato l’intento di rafforzare progressivamente il monitoraggio delle performance non finanziarie, anche se al momento non è stato introdotto un ESG report separato o una rendicontazione integrata su base volontaria. Questo segnala un potenziale margine di sviluppo nel futuro prossimo, coerente con le richieste crescenti da parte di stakeholder, sponsor e istituzioni sportive internazionali.

Dopo aver analizzato le principali categorie di investitori istituzionali nel calcio europeo (dai fondi di private equity ai conglomerati sportivi) si esamina ora l’ultima tipologia: consorzi e family office. Questa categoria comprende strutture ibride e flessibili, che non seguono un modello operativo standardizzato, ma si adattano alle caratteristiche dei soggetti coinvolti. Il caso esaminato è quello del Chelsea FC, acquisito nel 2022 dal consorzio guidato da Clearlake Capital, fondo di investimento statunitense, affiancato dall’imprenditore Todd Boehly e da altri co-investitori.

Si tratta di una forma di partecipazione condivisa in cui le decisioni strategiche e finanziarie sono il risultato di un equilibrio tra più attori, ognuno con propri obiettivi e aree di influenza.

Diverso è il caso dell’AS Roma, controllata dalla Friedkin Group, che rappresenta invece un family office, ovvero una struttura di investimento privata che gestisce il patrimonio di una singola famiglia. In questo caso, l’approccio è più centralizzato, con una visione di lungo periodo orientata alla stabilità e al consolidamento patrimoniale del club, riflettendo direttamente le scelte e i valori del nucleo familiare proprietario.

In conformità con le altre analisi, anche l’analisi del Chelsea FC si basa sui bilanci ufficiali relativi al periodo 2014–2024, ottenuti tramite Refinitiv Workspace e il database Orbis. L’elaborazione dei dati è stata condotta in MATLAB, utilizzando un codice adattato alla struttura dei prospetti disponibili, con calcolo degli indicatori fondamentali: ricavi, EBITDA, utile netto, ammortamenti, investimenti materiali (CapEx), variazione del capitale circolante netto (ΔCCN), NOPAT e Free Cash Flow Operativo (FCFO). Quest’ultimo è calcolato come:

$$FCFO = NOPAT - \Delta CCN$$

NOPAT = (EBITDA - Ammortamenti) x (1 - aliquota fiscale)

Sono inoltre stati calcolati il ROA (Return on Assets), indicatore della redditività operativa rispetto al totale attivo, e il rapporto Debt/Equity, utile per valutare l'equilibrio patrimoniale.

Figura 20 Evoluzione dei principali KPI economico-finanziari del Chelsea Football Club (2014–2024)

Anno	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Ricavi	415,01	474,85	453,06	416,78	387,83	423,64	422,59	332,21	298,9	282,97	291,51
EBITDA	-6,36	-5,91	-67,54	-7,71	25,80	11,67	81,13	38,9	-46,17	6,67	26,76
Utile Netto	-64,73	-166,75	-114,56	-145,62	36,4	-96,02	60,1	12,97	-72,35	-26,28	14,30
Ammortamenti	189,20	202,74	160,02	161,54	127,23	167,59	123,67	88,47	70,99	69,45	72,36
Tasse	0	0	0	-3,13	3,13	-5,18	5,18	0,14	0,50	0,24	0
CCN	-2078,14	-1645,5	-253,56	-271,58	-203,2	-234,66	-268,05	-215,93	-209,4	-123,02	-133,29
Delta_CCN	-432,64	-1391,94	18,02	-68,38	31,46	33,39	-52,12	-6,53	-86,38	10,27	
FCFO	284,01	1233,366	-190,97	-60,25	-108,55	-151,89	19,79	-31,14	-2,66	-57,98	
CapEx	189,20	202,74	160,02	161,54	127,23	167,59	123,67	88,47	70,99	69,45	72,36
DebtEquityRatio	-1,46	-1,20	-1,12	-1,31	-1,46	-1,52	-1,37	-1,23	-1,24	-1,404	-1,38
Margine_EBITDA_percent	-1,53	-1,24	-14,91	-1,85	6,65	2,75	19,20	11,71	-15,45	2,36	9,18
ROA_percent	-16,48	-24,19	-50,05	-29,17	-17,78	-24,53	-8,17	-12,97	-29,25	-16,70	-12,08
Ricavi_YoY_percent	-12,60	4,81	8,70	7,46	-8,45	0,25	27,21	11,14	5,63	-2,93	
EBITDA_YoY_percent	7,61	-91,25	776,01	-129,88	121,08	-85,62	108,56	-184,25	-792,20	-75,07	
FCFO_YoY_percent	-76,97	-745,86	216,96	-44,49	-28,54	-867,52	-163,54	1070,09	-95,41		
ROA_variation_pp	-31,90	-51,66	71,58	64,02	-27,51	200,40	-37,02	-55,68	75,19	38,23	
CapEx_YoY_percent	-6,68	26,70	-0,94	26,97	-24,08	35,51	39,79	24,62	2,22	-4,02	

Nel decennio 2014–2024, il Chelsea Football Club ha mantenuto livelli di fatturato tra i più alti d'Europa, ma non è riuscito a costruire un modello economico-finanziario sostenibile. La traiettoria dei ricavi mostra un trend sostanzialmente crescente, passando da 291,5 milioni di euro nel 2014 fino a un picco di 474,9 milioni nel 2023, prima di calare leggermente nel 2024 a 415 milioni.

Tuttavia, questa dinamica espansiva sul piano commerciale e televisivo non si è tradotta in un miglioramento progressivo dei margini o della redditività netta. Al contrario, il club ha mantenuto per l'intero periodo una struttura operativa fragile e una base patrimoniale sistematicamente squilibrata.

Il primo indicatore che evidenzia tale fragilità è l'EBITDA, che oscilla in modo erratico lungo il decennio: positivo in alcuni esercizi (26,8 milioni nel 2014, 81,1 nel 2018), ma spesso prossimo allo zero o negativo (-46,2 milioni nel 2016, -67,5 milioni nel 2022). Questa volatilità non è spiegabile solo con l'andamento sportivo, ma riflette un'incapacità strutturale di mantenere efficienza nella gestione operativa, aggravata dalla rigidità della struttura dei costi e dalla continua erosione prodotta dagli ammortamenti. Proprio gli ammortamenti, in media superiori ai 100 milioni annui, raggiungono il loro massimo nel 2023 (oltre 202 milioni), segno di una politica aggressiva di acquisizione giocatori che pesa gravemente sulla redditività industriale.

Il risultato operativo (EBIT) ne risente in modo diretto: nonostante alcuni anni con EBITDA positivo, l'EBIT è negativo in ogni esercizio del decennio. Questo implica che la gestione ordinaria del club non è mai riuscita nemmeno a coprire il peso delle immobilizzazioni. Il NOPAT, che misura il risultato operativo al netto delle imposte teoriche, mostra anch'esso una perdita cronica, spesso nell'ordine di decine o centinaia di milioni:

basti pensare al valore di –172,9 milioni nel 2022. Questo contesto reddituale si riflette nel ROA, che non solo è negativo in tutti gli anni, ma raggiunge valori estremamente preoccupanti, come –50% nel 2022 e –29% nel 2021. In pratica, ogni euro investito nell’attivo produce una perdita, non un rendimento.

Il FCFO, ovvero il flusso di cassa generato dalla gestione operativa al netto del fabbisogno di capitale circolante, conferma questa lettura. Tra il 2014 e il 2021, il club genera liquidità positiva in soli due esercizi (2018 e 2016, quest’ultimo solo marginalmente), mentre in tutti gli altri anni il FCFO è negativo, con punte significative come –108,5 milioni nel 2020. A ciò si aggiungono due anni anomali, 2023 e 2024, in cui il FCFO torna sorprendentemente positivo (+1,23 miliardi nel primo caso e +284 milioni nel secondo), ma per motivi che non hanno nulla a che fare con la redditività: entrambi i valori derivano da variazioni massicce del capitale circolante netto, che indicano manovre contabili, posticipi di pagamento o cessioni temporanee di asset, non certo un ritorno a una gestione efficiente.

Nel 2023, ad esempio, il club ha ridotto il capitale circolante netto di circa 100 milioni, generando liquidità senza migliorare le performance industriali, anzi: l’EBITDA resta negativo, il ROA è –24% e l’utile netto è una perdita di 166,8 milioni.

Allo stesso modo, nel 2024, a fronte di un EBITDA di –6,4 milioni e una perdita netta di –64,7 milioni, il FCFO appare ancora positivo, ma in modo del tutto disallineato rispetto agli altri indicatori.

Anche la lettura patrimoniale conferma la debolezza strutturale del Chelsea. Il rapporto Debt/Equity è negativo in tutti gli anni del periodo analizzato, con valori sempre compresi tra –1,1 e –1,46. Questo significa che il club ha operato per dieci anni in assenza di un capitale proprio positivo, finanziando la propria attività solo attraverso debiti o iniezioni straordinarie da parte dei soci. La mancanza di patrimonializzazione non solo aumenta la vulnerabilità a eventuali crisi, ma limita ogni possibilità di programmazione a medio termine, poiché ogni flessione nei ricavi o aumento nei costi deve essere immediatamente compensato da nuova liquidità esterna.

Il cambio di proprietà avvenuto nel 2022, con il passaggio del controllo al consorzio Clearlake Capital – Todd Boehly, non ha migliorato la situazione. Anzi, i primi tre anni della nuova gestione coincidono con una fase particolarmente critica. L’acquisizione è stata seguita da una politica di investimento estremamente espansiva, non supportata da un corrispondente rafforzamento dei fondamentali economici. I ricavi crescono, ma i costi crescono in misura ancora maggiore. L’EBITDA resta negativo, il ROA peggiora drasticamente e la leva finanziaria rimane invariata. L’unico indicatore apparentemente in miglioramento è il FCFO, ma – come visto – si tratta di una distorsione legata a dinamiche contabili.

Nel complesso, l’analisi mostra un club con ricavi importanti ma incapace di generare margini operativi duraturi, con una struttura dei costi rigida, un indebitamento cronico, una base patrimoniale inesistente e una gestione che, anche sotto la nuova proprietà, non ha introdotto nessuna discontinuità positiva sul piano finanziario. Il Chelsea appare quindi come un asset in costante squilibrio, che può sopravvivere solo grazie al supporto diretto della proprietà, e che non mostra segnali di sostenibilità economica nel medio periodo.

A conferma delle criticità strutturali evidenziate dall'analisi decennale, nel luglio 2025 la UEFA ha incluso il Chelsea tra i club soggetti a settlement agreement pluriennale, a seguito del mancato rispetto dei parametri di fair play finanziario per l'anno fiscale 2024. In particolare, il club londinese risulta essere quello con il disavanzo più elevato tra i soggetti monitorati, con 80 milioni di euro da sanare attraverso un piano rateale che si estende fino al 2029. Questo dato, ufficializzato dalla Camera di Controllo Finanziario UEFA (CFCB), certifica la distanza del Chelsea da qualunque ipotesi di equilibrio economico, ribadendo come la sopravvivenza del modello sia oggi garantita esclusivamente dal supporto diretto della proprietà, in assenza di una reale sostenibilità gestionale.

Figura 21 Serie storica di Ricavi, EBITDA, FCFO e ROA del Chelsea Football Club (2014-2024)

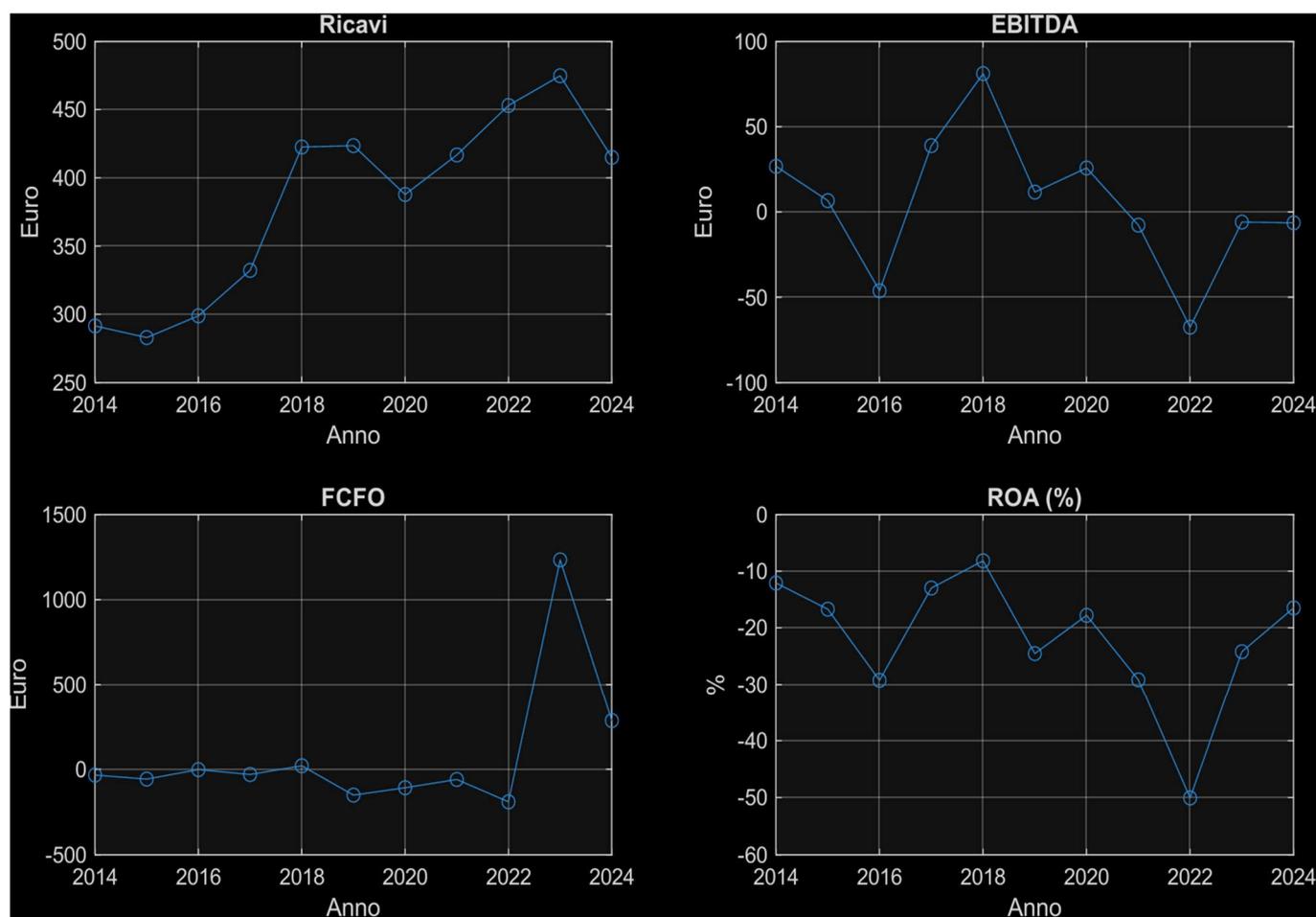
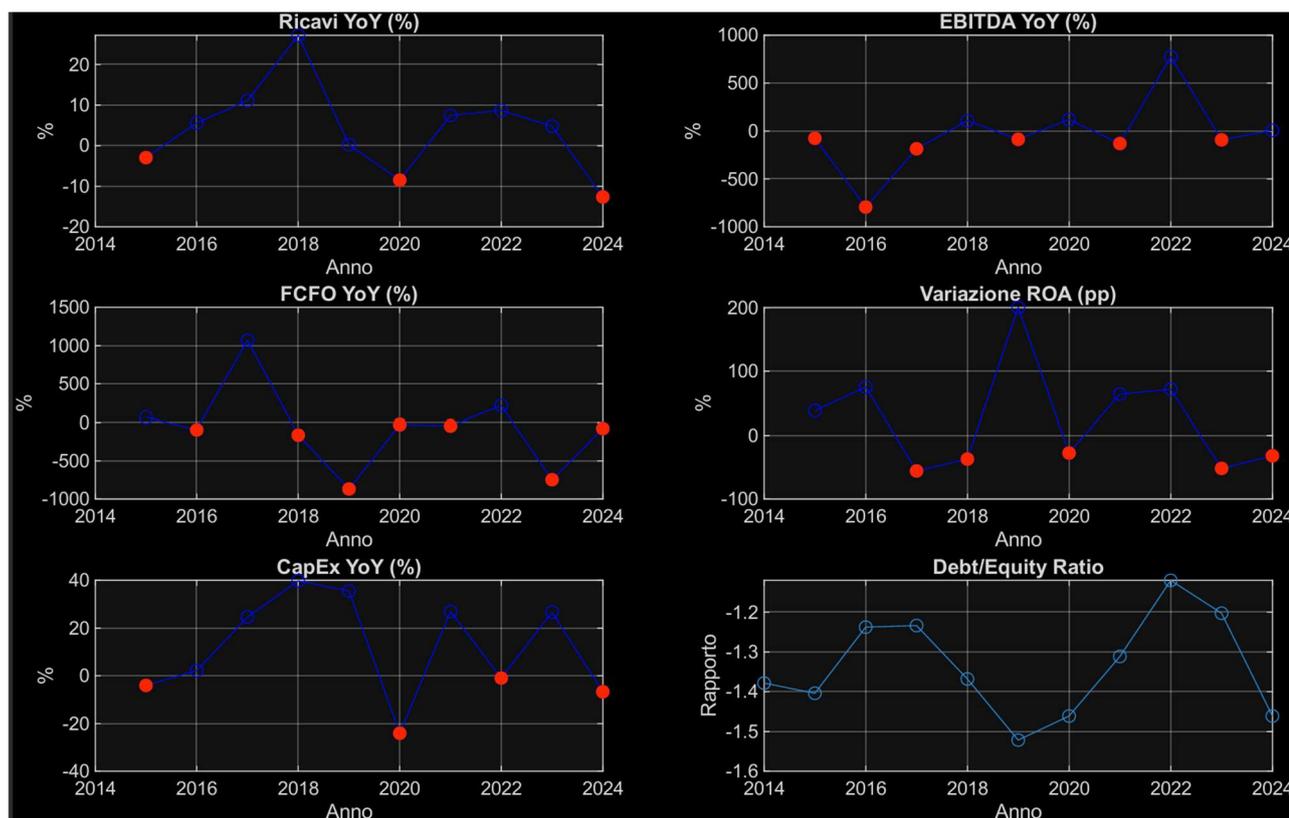


Figura 22 Serie storica degli indicatori di variazione (YoY) e del Debt/Equity Ratio del Chelsea Football Club (2014-2024)



Nel corso del decennio 2014–2024, il Chelsea Football Club ha consolidato il proprio status di club competitivo sul piano sportivo, con numerosi successi conseguiti prevalentemente sotto la proprietà di Roman Abramovich. L’approccio ambizioso adottato nella costruzione della rosa, insieme a una politica tecnica aggressiva, ha portato a una serie di traguardi significativi, tanto nel contesto nazionale quanto in quello internazionale.

Il ciclo di vittorie si apre nella stagione 2014–15, con la conquista della Coppa di Lega inglese (EFL Cup), ottenuta battendo il Tottenham Hotspur in finale, e prosegue nel 2015 con la vittoria della Community Shield. Il Chelsea torna poi a dominare la Premier League nel 2016–17, sotto la guida di Antonio Conte, chiudendo il campionato con 93 punti. A questo successo segue la vittoria della FA Cup nel 2018, a coronamento di una stagione che conferma la solidità competitiva del club sul piano interno.

A livello internazionale, il club raccoglie risultati ancora più prestigiosi. Nel 2019 conquista l’Europa League superando nettamente l’Arsenal in finale, mentre nel 2021 raggiunge l’apice del decennio sollevando la sua seconda UEFA Champions League, battendo il Manchester City in una finale interamente inglese. A completamento di quell’annata straordinaria, il Chelsea conquista anche la Supercoppa UEFA, sconfiggendo il Villarreal ai rigori, e la Coppa del Mondo per Club FIFA, battendo il Palmeiras e affermandosi definitivamente come una realtà vincente su scala globale.

Tuttavia, dopo l’ingresso del consorzio Clearlake Capital – Todd Boehly nel 2022, il club attraversa una fase di forte instabilità sportiva. Nonostante l’ingente spesa per rafforzare la rosa, le stagioni successive si rivelano

deludenti: il Chelsea chiude il campionato 2022–23 al dodicesimo posto in Premier League, fuori da ogni competizione europea, e non riesce a invertire la tendenza nemmeno nella stagione successiva. L'annata 2023–24 si conclude senza trofei e con una nuova esclusione dai tornei continentali, segnando una crisi di risultati che mette in discussione la sostenibilità del nuovo progetto tecnico e gestionale. Il triennio 2022–2024 si rivela dunque uno dei più difficili dell'epoca recente, caratterizzato da una perdita di identità sportiva e da un rapporto critico con la tifoseria e l'ambiente esterno. I primi segnali di rilancio arrivano solo nel 2025, con la vittoria della UEFA Conference League e un nuovo trionfo nel Mondiale per Club. Tuttavia, come per tutte le società calcistiche, non è stato possibile includere il 2025 nell'analisi economico-finanziaria, in quanto al momento della redazione non risultano ancora pubblicati i bilanci ufficiali relativi all'esercizio in corso. Per questo motivo, i successi recenti possono essere considerati solo sul piano sportivo, senza una valutazione strutturale della loro sostenibilità economica.

In conclusione, il decennio considerato mostra una netta contrapposizione tra la fase finale della gestione Abramovich, ricca di successi, e il difficile avvio della nuova proprietà, con un'iniziale crisi sportiva solo parzialmente risolta nel biennio successivo. Questo percorso evidenzia la crescente distanza tra successo competitivo e solidità gestionale, confermando il Chelsea come un caso di discontinuità tra ambizione sportiva e equilibrio economico.

Accanto alla dimensione economico-finanziaria, negli ultimi anni, il Chelsea FC ha progressivamente integrato nella propria gestione anche aspetti riconducibili alla sostenibilità ambientale, sociale e di governance. Sebbene non presenti una rendicontazione ESG strutturata secondo standard internazionali, il bilancio del Chelsea Football Club per l'anno chiuso al 30 giugno 2024 include numerosi riferimenti a pratiche e iniziative virtuose riconducibili ai tre pilastri ambientale, sociale e di governance. Tali informazioni sono contenute nella Relazione Strategica e riflettono un crescente impegno del club nel promuovere una gestione responsabile, coerente con le aspettative degli stakeholder e con l'evoluzione del contesto normativo e reputazionale del settore sportivo.

Sul piano ambientale, il Chelsea ha dichiarato di monitorare costantemente il proprio impatto ambientale e di aver costituito un gruppo di lavoro interno sulla sostenibilità, aperto anche ai tifosi, con l'obiettivo di migliorare l'efficienza energetica e promuovere soluzioni a basse o zero emissioni. Il club è conforme allo schema ESOS (Energy Savings Opportunity Scheme)⁶⁸ e ha avviato un'analisi sui rischi legati al cambiamento climatico, pur dichiarando che, al momento, tali rischi non risultano avere un impatto materiale sul core business. In linea con questo approccio, la società si impegna a rispettare pienamente le normative ambientali vigenti, dichiarando l'intenzione di superare i requisiti minimi ove possibile.

⁶⁸ Lo schema ESOS (Energy Savings Opportunity Scheme) è un programma obbligatorio del governo britannico che impone alle grandi imprese di effettuare audit regolari sull'efficienza energetica, al fine di identificare opportunità di risparmio nei consumi e ridurre l'impatto ambientale delle attività aziendali.

In ambito sociale, si evidenzia una particolare attenzione al dialogo con la tifoseria, alla promozione della diversità e all’impatto positivo sul territorio. Il club ha istituito strumenti di coinvolgimento strutturato, come il Fan Advisory Board (FAB) e forum tematici, e ha rafforzato il proprio team dedicato alle relazioni con i supporter. Parallelamente, ha continuato a sviluppare campagne di sensibilizzazione su temi come l’inclusione e la lotta alla discriminazione – in particolare attraverso il programma “No to Hate” – e ha dato impulso a pratiche di equità, diversità e inclusione (DEI), attraverso l’adesione a codici di condotta nazionali (FA Leadership Diversity Code) e la promozione di gruppi interni dedicati a queste tematiche. L’impegno sociale del club si concretizza anche nelle attività della Chelsea Foundation, che interviene in aree quali l’educazione, l’inserimento lavorativo, il disagio giovanile e l’inclusione delle fasce vulnerabili.

Infine, sotto il profilo della governance, il bilancio richiama i principi della sezione 172 del Companies Act⁶⁹, esplicitando l’orientamento del consiglio di amministrazione a prendere decisioni di lungo periodo e a mantenere un rapporto trasparente e continuativo con tutti gli stakeholder rilevanti, inclusi azionisti, partner commerciali, dipendenti e comunità locali. Viene inoltre chiarita la struttura proprietaria del club (oggi riconducibile al consorzio Clearlake Capital e Todd Boehly) e il ruolo centrale esercitato dal board nel garantire coerenza strategica, presidio etico e accountability delle scelte aziendali.

Nel complesso, il Chelsea FC rappresenta un esempio di integrazione progressiva dei principi ESG nella gestione societaria, anche se ancora in una fase embrionale e priva di un framework di rendicontazione strutturato. L’attenzione riservata ai temi ambientali, sociali e di governance appare tuttavia crescente, in linea con le aspettative istituzionali e con la trasformazione in corso nel modello economico-finanziario dell’industria calcistica.

Concludendo il confronto tra i diversi modelli proprietari analizzati, si passa ora all’ultima tipologia di investimento: quella rappresentata dai club controllati da investitori individuali.

È il caso dell’A.S. Roma, sostenuta da un family office statunitense, che offre uno spunto utile per comprendere i limiti e le potenzialità di una gestione fondata sul supporto diretto e personale della proprietà.

In linea con le altre sezioni, anche l’analisi dell’A.S. Roma si basa sui bilanci ufficiali del periodo 2014–2024, ottenuti tramite Refinitiv Workspace e il database Orbis. I dati sono stati elaborati tramite MATLAB, con il calcolo degli indicatori fondamentali: ricavi, EBITDA, utile netto, ammortamenti, investimenti materiali (CapEx), variazione del capitale circolante netto (ΔCCN), NOPAT e Free Cash Flow Operativo (FCFO). Il FCFO è stato determinato come:

$$FCFO = NOPAT - \Delta CCN$$

NOPAT= (EBITDA – Ammortamenti) x (1 – aliquota fiscale)

⁶⁹ La sezione 172 del Companies Act 2006 impone agli amministratori delle società registrate nel Regno Unito di agire nel migliore interesse della società, tenendo conto degli effetti a lungo termine delle decisioni, degli interessi degli stakeholder (dipendenti, fornitori, clienti, comunità) e dell’impatto ambientale delle attività aziendali.

Sono inoltre stati calcolati il ROA (Return on Assets), che esprime la redditività operativa rispetto al totale attivo, e il rapporto Debt/Equity, indicatore della sostenibilità patrimoniale.

Figura 23 Evoluzione dei principali KPI economico-finanziari dell’A.S. Roma (2014–2024)

Anno	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Ricavi	301,72	275,64	205,87	226,54	173,81	379,65	320,34	276,22	310,30	220,44	128,45
EBITDA	-20,63	-11,12	-105,02	-46,83	-68,19	95,79	65,04	41,08	64,38	5,37	-30,22
Utile Netto	-81,36	-102,75	-219,29	-185,32	-204,03	-24,29	-25,50	-42,05	-13,98	-41,17	-38,38
Ammortamenti	43,89	60,61	90,28	102,02	106,31	87,41	59,22	58,85	54,58	40,21	8,16
Tasse	5,78	3,45	0,51	1,18	0,40	8,96	7,98	6,18	7,39	3,85	3,32
CCN	-310,64	-36,16	-103,28	-136,22	-192,65	-114,09	-49,61	-32,27	-134,49	-81,28	-88,85
Delta_CCN	-274,48	67,12	32,94	56,43	-78,56	-64,48	-17,34	102,22	-53,21	7,57	
FCFO	225,44	-121,62	-181,37	-169,56	-54,06	70,85	21,76	-115,73	60,65	-34,05	
CapEx	43,89	60,61	90,28	102,02	106,31	87,41	59,22	58,85	54,58	40,21	8,16
DebtEquityRatio	-0,44	-0,41	-0,86	-1,11	-1,27	-1,97	-2,53	-2,94	-1,63	-1,63	-1,68
Margine EBITDA_percent	-6,84	-4,03	-51,01	-20,67	-39,23	25,23	20,30	14,87	20,75	2,44	-23,53
ROA_percent	-21,91	-23,67	-53,77	-39,66	-37,45	1,89	1,22	-4,08	2,85	-11,67	-17,84
Ricavi YoY_percent	9,46	33,89	-9,12	30,34	-54,22	18,51	15,97	-10,98	40,76	71,62	
EBITDA YoY_percent	85,62	-89,42	124,25	-31,32	-171,18	47,29	58,32	-36,19	1098,57	-117,77	
FCFO YoY_percent	-285,36	-32,94	6,97	213,66	-176,30	225,59	-118,80	-290,81	-278,13	16,74	
ROA_variation_pp	-7,41	-55,98	35,57	5,91	-2078,96	55,11	-129,93	-243,17	-124,39	-34,60	
CapEx YoY_percent	-27,58	-32,87	-11,51	-4,04	21,62	47,61	0,62	7,83	35,72	392,83	

Nel decennio in esame, l’A.S. Roma ha attraversato fasi alterne sia dal punto di vista sportivo che gestionale. I ricavi mostrano una dinamica positiva, crescendo da circa 128 milioni nel 2014 a oltre 301 milioni nel 2024 (+135%), con un’accelerazione significativa nei periodi post-pandemici e nelle stagioni europee più redditizie. Tuttavia, questa crescita non si è accompagnata a una piena stabilizzazione dei margini reddituali.

L’EBITDA, infatti, mostra un andamento altamente instabile: parte da valori negativi nel 2014 (-30,2 milioni), tocca un picco positivo di 95,8 milioni nel 2019, ma subisce poi un tracollo, fino a -105 milioni nel 2022. Tale oscillazione riflette una forte dipendenza da eventi straordinari, plusvalenze da cessioni e cicli sportivi, senza una struttura operativa solida e sostenibile nel lungo periodo.

L’analisi dell’EBIT (EBITDA-AMMORTAMENTI) mostra un quadro ancora più critico: a eccezione di un biennio intermedio (2017–2019), il risultato operativo risulta sistematicamente negativo. Nel 2022, ad esempio, il club ha registrato un EBIT di -195,3 milioni, mentre il ROA ha raggiunto valori drammatici, sintomo di un sistema incapace di generare ritorni dagli investimenti effettuati. In diversi esercizi, ogni euro impiegato nell’attivo ha prodotto una perdita anziché un rendimento.

I valori degli ammortamenti, in costante aumento (oltre 106 milioni nel 2020), segnalano una strategia improntata all’investimento su asset intangibili (giocatori), con un impatto considerevole sul margine industriale. A ciò si aggiunge una gestione fiscale marginale, con un carico tributario spesso simbolico, segno di risultati ante-imposte largamente negativi.

Il FCFO si dimostra coerente con questo scenario: tranne rari casi (come nel 2019), il flusso di cassa operativo risulta negativo, spesso in misura significativa (-148 milioni nel 2022, -132 milioni nel 2020). Questo dato indica una fragilità strutturale nella capacità del club di autofinanziarsi, che costringe a ricorrere ciclicamente a debito o a nuove immissioni di capitale da parte della proprietà.

L'acquisizione del club da parte del Friedkin Group nel 2020 ha rappresentato un momento spartiacque. Tuttavia, i primi esercizi della nuova proprietà non hanno evidenziato una svolta significativa sul piano economico-finanziario. Al contrario, si è assistito a una crescita dei costi operativi e a una contrazione dell'efficienza gestionale, come confermato dall'EBITDA costantemente negativo e dal ROA sistematicamente sotto zero.

Nel 2021, ad esempio, il club ha chiuso con un utile netto di –185 milioni, un EBITDA di –46,8 milioni e un FCFO di –113 milioni, valori che si sono ulteriormente aggravati nel 2022. La situazione migliora parzialmente nel biennio 2023–2024, ma il ritorno a valori meno critici è dovuto più a fattori contabili e a una migliore gestione del capitale circolante che a un reale rafforzamento dei fondamentali economici.

La struttura patrimoniale dell'A.S. Roma si è mantenuta estremamente fragile lungo l'intero periodo 2014–2024. Il rapporto Debt/Equity si è costantemente attestato su valori negativi, evidenziando una situazione di sottocapitalizzazione cronica e una forte dipendenza dal capitale di terzi. Questo squilibrio indica che, per ogni esercizio considerato, le passività totali risultavano superiori al patrimonio netto, rendendo strutturalmente difficile per il club finanziare i propri investimenti in modo autonomo. Una leva patrimoniale così sbilanciata limita la resilienza della società rispetto a shock esterni – come eventi macroeconomici, crisi sanitarie o mancate qualificazioni alle competizioni UEFA – e richiede continue immissioni di liquidità da parte della proprietà per garantire la continuità aziendale. Nonostante a partire dall'agosto 2020, con l'ingresso del Friedkin Group, si siano registrati segnali di miglioramento, la situazione resta complessivamente fragile.

In conclusione, nel periodo compreso tra il 2014 e il 2024, l'A.S. Roma ha faticato a costruire un modello di gestione sostenibile dal punto di vista economico-finanziario. Nonostante una crescita progressiva dei ricavi, il club ha mostrato margini industriali deboli, un indebitamento elevato e un'elevata volatilità nei risultati. L'ingresso del Friedkin Group, avvenuto nel 2020, non ha portato a una discontinuità immediata: al contrario, i primi esercizi della nuova proprietà coincidono con i peggiori valori del decennio in termini di utile netto, ROA e FCFO.

Proprio il ROA (Return on Assets) rappresenta uno degli indicatori più critici del periodo analizzato. Negativo in quasi tutti gli esercizi, ha raggiunto valori estremamente preoccupanti nel triennio 2020–2022, toccando il –58% nel 2022, segnale di un modello gestionale in perdita strutturale rispetto al capitale investito. Solo nel 2024 si osserva un parziale miglioramento, ma non sufficiente a invertire la tendenza di fondo. In termini strutturali, il club ha dimostrato una scarsa efficienza nell'utilizzo delle risorse, incapace di generare ritorni economici adeguati rispetto alla dimensione patrimoniale.

La fragilità della struttura patrimoniale, unita alla costante dipendenza da immissioni di capitale da parte della proprietà, rafforza il quadro di vulnerabilità sistemica. Il FCFO negativo nella maggior parte degli anni e l'incapacità di coprire operativamente i costi di gestione ordinaria evidenziano un modello fortemente esposto agli andamenti sportivi e alle cessioni strategiche.

Tale contesto è stato ufficialmente riconosciuto anche a livello istituzionale. Nel luglio 2025, la Camera di Controllo Finanziario dei Club UEFA (CFCB) ha annunciato una multa di 3 milioni di euro all'A.S. Roma per lievi irregolarità legate al mancato rispetto del target finanziario intermedio previsto per l'esercizio chiuso nel 2024. I giallorossi erano infatti tra i dieci club sottoposti a settlement agreement pluriennale. Sebbene la violazione sia stata definita "di entità contenuta", la sanzione riflette comunque una situazione finanziaria borderline, in contrasto con il rispetto dei parametri da parte di Milan e Inter.

L'A.S. Roma rappresenta oggi un modello in transizione, dove la crescita dei ricavi e l'ambizione sportiva non sono ancora riuscite a compensare le criticità strutturali sul piano della redditività, dell'equilibrio patrimoniale e dell'autonomia finanziaria. Il margine operativo lordo instabile, la redditività negativa, la leva finanziaria e il giudizio UEFA convergono tutti verso un messaggio chiaro: senza una profonda razionalizzazione gestionale, la sostenibilità di lungo periodo resta lontana.

Figura 24 Serie storica di Ricavi, EBITDA, FCFO e ROA dell'A.S. Roma (2014-2024)

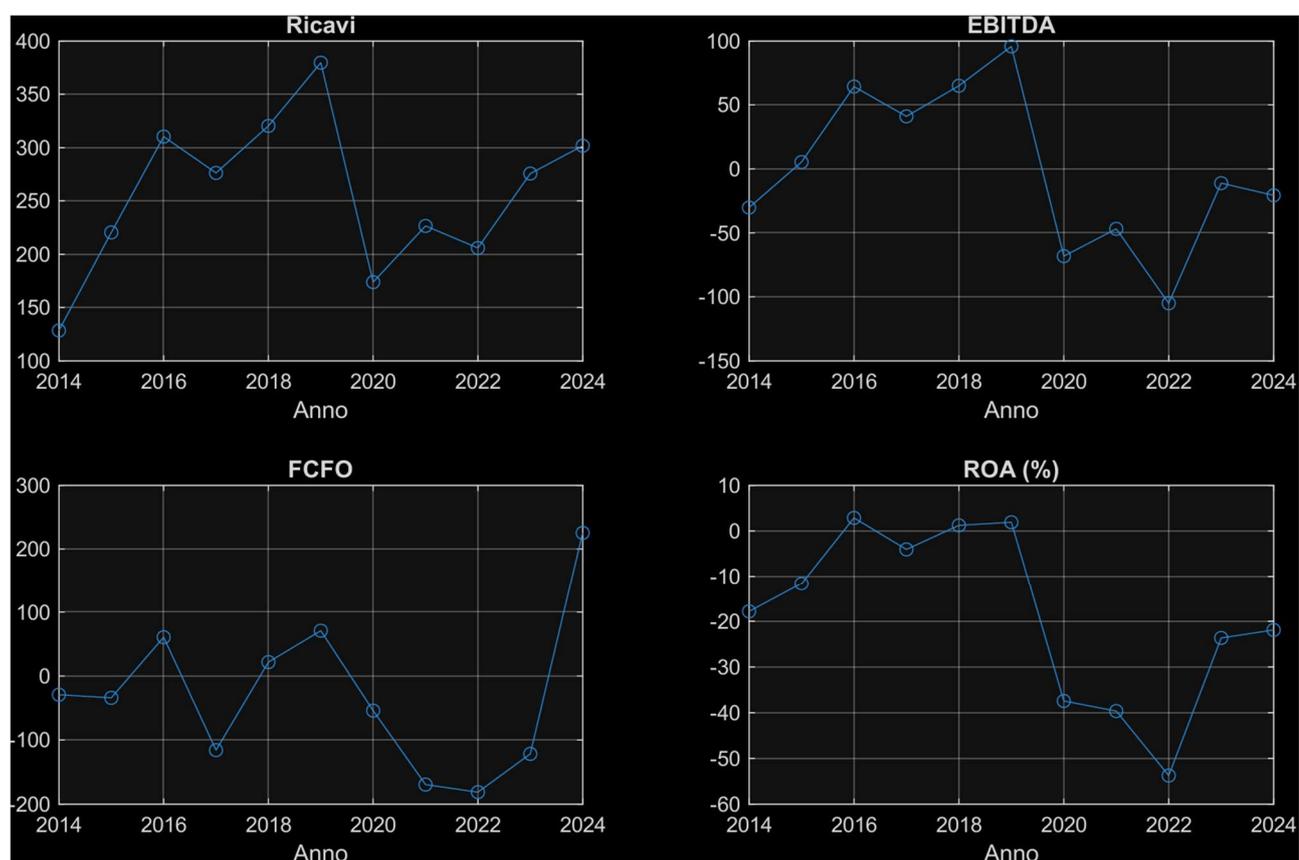
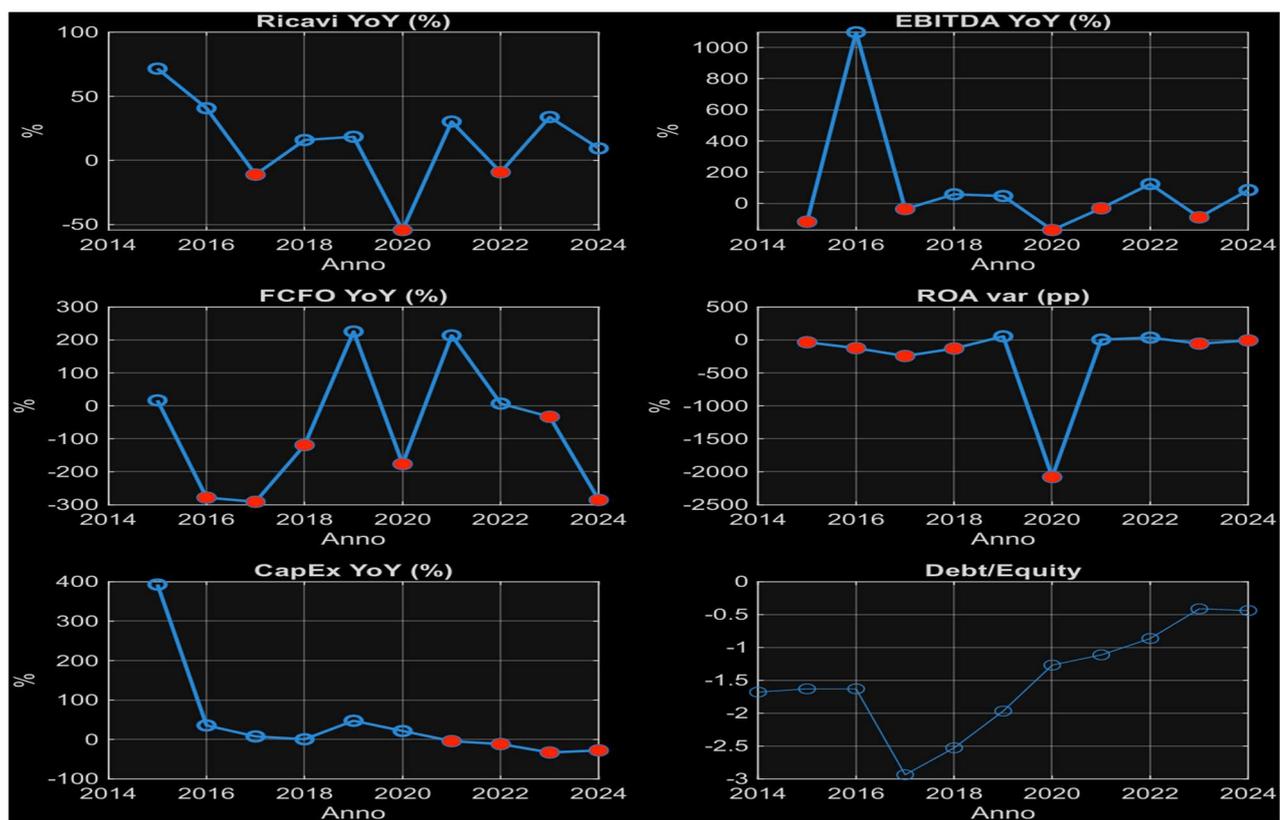


Figura 25 Serie storica degli indicatori di variazione (YoY) e del Debt/Equity Ratio dell'A.S. Roma (2014-2024)



Negli ultimi dieci anni, l'A.S. Roma ha vissuto una parabola sportiva fatta di alti e bassi, caratterizzata da una cronica instabilità tecnica sul fronte nazionale, ma anche da momenti di forte affermazione a livello europeo. Sebbene il club non sia riuscito a conquistare titoli in ambito nazionale e abbia progressivamente perso contatto con il vertice della Serie A, ha saputo costruirsi un profilo internazionale di tutto rispetto, culminato con la vittoria della UEFA Europa Conference League nel 2022.

A livello di campionato, la Roma ha mostrato un rendimento costantemente altalenante. Dopo un secondo posto conquistato nel 2014 con Rudi Garcia in panchina, la squadra ha mantenuto una competitività relativa fino al 2017, anno in cui con Luciano Spalletti chiuse nuovamente al secondo posto. Tuttavia, a partire dalla stagione 2018 si è registrato un progressivo allontanamento dalle prime posizioni della classifica. La squadra ha spesso concluso il campionato al quinto o sesto posto, e nel 2021 è addirittura scivolata al settimo. L'assenza di un progetto tecnico stabile e l'alternanza continua di allenatori (da Di Francesco a Ranieri, da Fonseca a Mourinho) hanno impedito al club di trovare un'identità solida nel lungo periodo.

La svolta è arrivata sul piano internazionale: se in Italia la Roma faticava a imporsi, in Europa il club ha saputo ritagliarsi uno spazio sempre più rilevante. Il punto più alto in Champions League è stato raggiunto nel 2018, quando, sotto la guida di Eusebio Di Francesco ha raggiunto la semifinale.

Negli anni successivi, pur retrocessa in competizioni UEFA meno prestigiose, la Roma ha costruito una reputazione forte in ambito europeo: nel 2021 ha disputato la semifinale di Europa League contro il

Manchester United, nel 2022 ha vinto la prima edizione della Conference League battendo il Feyenoord in finale, e nel 2023 è tornata in finale di Europa League.

Questi risultati europei, ottenuti con José Mourinho in panchina, hanno rappresentato il momento di maggiore coerenza e solidità della Roma dell'ultimo decennio. Mourinho ha portato una mentalità pragmatica e orientata al risultato, costruendo una squadra solida, capace di affrontare ad armi pari avversari più quotati. Tuttavia, i suoi tre anni di gestione non sono bastati a colmare il divario con le big del campionato: a fronte delle soddisfazioni internazionali, il rendimento in Serie A è rimasto insoddisfacente.

Il decennio si chiude dunque con un bilancio ambivalente: da una parte, l'assenza di trofei in Italia e la mancata qualificazione costante alla Champions League hanno limitato l'impatto sportivo e finanziario del club; dall'altra, i risultati europei hanno accresciuto il valore del brand Roma e rafforzato la sua visibilità internazionale. La squadra giallorossa ha dimostrato così di poter competere con le grandi realtà europee nelle competizioni a eliminazione diretta, ma continua a mostrare fragilità strutturali nei contesti che richiedono pianificazione e rendimento costante, come il campionato.

Nel complesso, i dati analizzati restituiscono l'immagine di un club che, pur attraversando una fase di trasformazione sotto la nuova proprietà, si confronta ancora con vincoli strutturali importanti, legati all'equilibrio tra competitività sportiva, sostenibilità economica e rispetto dei parametri regolamentari europei. Questo scenario solleva inevitabilmente interrogativi sulla direzione strategica intrapresa e sulla capacità della Roma di costruire un modello davvero sostenibile nel lungo periodo, non solo sul piano finanziario, ma anche sotto il profilo ambientale, sociale e gestionale. Proprio in questa prospettiva, è interessante osservare come il club abbia progressivamente iniziato ad affrontare anche le dimensioni non economiche della sostenibilità, integrando, seppur in modo ancora parziale, principi e pratiche riconducibili all'approccio ESG.

Infatti, nel corso dell'esercizio 2023–2024, l'A.S. Roma ha dimostrato una crescente attenzione verso i temi della sostenibilità, pur senza disporre ancora di un bilancio ESG strutturato secondo standard internazionali. Alcuni riferimenti, però, emergono con chiarezza dalla Relazione Finanziaria Annuale, soprattutto nella parte dedicata alle attività sociali e al modello di governance.

L'ambito sociale è sicuramente quello in cui il club si mostra più attivo e coerente nel lungo periodo. Attraverso la Roma Cares Foundation, la società ha consolidato il proprio impegno in progetti educativi, di inclusione sociale e di sostegno alle fasce più fragili della popolazione: le attività spaziano dall'assistenza alimentare e sanitaria alle famiglie in difficoltà, fino a programmi nelle scuole contro la discriminazione e per la promozione dell'integrazione. Questo legame con il territorio si conferma uno dei tratti distintivi dell'identità giallorossa, e contribuisce a rafforzare la dimensione comunitaria del club, ben oltre il campo da gioco.

Anche sul piano ambientale si registrano alcune iniziative, seppur ancora limitate e non accompagnate da una strategia formalizzata.

Il bilancio cita interventi legati all'efficienza energetica degli impianti sportivi, alla raccolta differenziata e alla sensibilizzazione in tema di sostenibilità, oltre ad alcune partnership con soggetti attivi nella tutela ambientale. Si tratta per ora di segnali, che indicano una direzione potenziale ma che richiederebbero una maggiore sistematizzazione per tradursi in una policy ambientale concreta.

Più strutturata è invece la dimensione della governance, con un sistema di controlli interni che include l'adozione del modello 231, un Organismo di Vigilanza, un codice etico aziendale e una società di revisione esterna. Inoltre, la proprietà americana ha rafforzato la componente manageriale del club, introducendo un assetto organizzativo più vicino ai criteri di trasparenza, responsabilità e compliance richiesti oggi anche in ambito sportivo.

Pur mancando, ad oggi, una vera e propria strategia ESG autonoma, l'insieme di questi elementi mostra una crescente consapevolezza da parte dell'A.S. Roma sul ruolo che un club calcistico può giocare nella promozione di valori sociali e culturali. In un contesto in cui la sostenibilità diventa un requisito sempre più stringente anche per l'accesso alle competizioni europee e per la reputazione internazionale, sarà determinante per la società trasformare questa sensibilità in un approccio integrato, capace di orientare anche le scelte economiche e sportive

Tabella 10 Club Analizzati (riepilogo)

Club	Tipo Investitore	Anno ingresso investitore	Performance Finanziaria	Performance Sportiva	Sostenibilità / ESG
Newcastle United	Fondo Sovrano (PIF)	2021	Ricavi cresciuti da 180 a 317 mln€, EBITDA tornato positivo dal 2023, ROA +1% nel 2024, FCFO ancora leggermente negativo ma stabilizzato.	Champions League nel 2023/24, 4° in Premier nel 2023, vince Carabao Cup nel 2024.	Bilancio SECR, LED allo stadio, mezzi a basso impatto, emissioni in calo (-13% nel 2023/24).
Manchester City	MCO (City Football Group)	2008	Ricavi in crescita stabile (346 mln€ → 715 mln€), EBITDA >100 mln€ in diversi anni, ma FCFO molto volatile e ROA strutturalmente negativo.	6 Premier League, Champions League 2023, numerosi trofei nazionali.	Sistema ESG strutturato: carbon budgeting, riduzione emissioni Scope 1-2 (-12%), governance multilivello.
Liverpool FC	Conglomerato (FSG)	2010	Crescita forte fino al 2019, calo post-pandemia. EBITDA calante nel 2024, ROA -5,7%, FCFO +126 mln€ nel 2024 ma utile netto in perdita.	Champions League 2019, ritorno alla competitività europea sotto Klopp, ma calo post-pandemia.	Azioni ESG limitate, rendicontazione ambientale non pienamente strutturata.
Chelsea FC	Consorzio (Clearlake-Boehly)	2022	EBITDA in calo dopo il 2022, FCFO molto negativo (-212 mln nel 2024), ROA peggiorato (-5,2%) e Debt/Equity in aumento (2,3 nel 2024).	Champions 2021, Mondiale per Club, ma risultati altalenanti in campionato post-2022.	Dati ESG assenti nei bilanci 2022-2024, strategia poco trasparente.
A.S. Roma	Conglomerato familiare (Friedkin Group)	2020	EBITDA e ROA migliorati nel 2022, ma FCFO negativo nel 2023 e 2024. Ricavi in crescita, ma struttura patrimoniale fragile, Debt/Equity alto.	Conference League 2022, finale Europa League 2023, rendimento calante in Serie A.	Inserite info ESG nei bilanci, ma iniziative frammentarie e poco integrate.

Dopo aver analizzato in dettaglio le dinamiche finanziarie, sportive e strategiche di sei club europei rappresentativi di modelli di investimento privato differenti, è possibile trarre alcune considerazioni conclusive rispetto all'impatto del private equity nel calcio europeo. Le ipotesi formulate all'inizio del capitolo sono state validate attraverso un confronto sistematico dei dati di bilancio, delle performance sportive e delle politiche ESG, coprendo un arco temporale decennale (2014-2024). I risultati emersi forniscono spunti critici per comprendere le condizioni che rendono efficace, o al contrario problematica, la presenza di investitori istituzionali nella governance calcistica.

Conclusione H1- L'investimento di fondi ha un impatto positivo sulla performance finanziaria dei club:

Alla luce dei casi analizzati, è possibile affermare che l'investimento di fondi privati nel capitale dei club calcistici può incidere positivamente sulla performance finanziaria, ma solo in presenza di condizioni abilitanti specifiche. Il capitale esterno rappresenta certamente un fattore propulsivo, ma non è di per sé sufficiente a garantire un miglioramento strutturale degli indicatori economico-finanziari. I dati evidenziano come il successo dell'investimento dipenda dalla capacità del fondo di affiancare al supporto patrimoniale una strategia industriale chiara, una governance stabile e una gestione coerente delle risorse. Nel caso del Manchester City, la presenza prolungata di un fondo con visione strategica ha favorito una crescita costante dei ricavi e dell'EBITDA, ma il persistere di un Free Cash Flow Operativo (FCFO) negativo e di un Return on Assets (ROA) strutturalmente sotto zero evidenzia la complessità di tradurre l'efficienza operativa in sostenibilità economico-patrimoniale. La logica industriale adottata dal club privilegia infatti il reinvestimento sistematico e la creazione di asset immateriali, come brand e struttura multi-club, sacrificando nel breve periodo la redditività netta. Al contrario, il caso del Newcastle United dimostra che l'investimento di un fondo sovrano, accompagnato da una ricapitalizzazione massiccia e da una direzione strategica chiara, può generare in tempi relativamente brevi un miglioramento netto dell'efficienza economica, con un ROA tornato positivo (+1,03% nel 2024), un EBITDA in forte crescita e un indebitamento sotto controllo. Questo scenario riflette la possibilità di un cambio di paradigma, in cui il capitale finanziario viene trasformato efficacemente in capitale produttivo e sportivo. D'altro canto, i casi di Roma e Chelsea mettono in luce come la presenza di un fondo non garantisce automaticamente solidità finanziaria. La Roma, pur con un progressivo aumento dei ricavi, non ha ancora raggiunto una redditività stabile, registrando FCFO negativi e un'elevata leva patrimoniale. Il Chelsea, nonostante le ingenti risorse immesse dalla nuova proprietà americana, ha sperimentato un drastico peggioramento degli indicatori chiave: il FCFO ha raggiunto -212 milioni nel 2024, mentre il ROA è sceso sotto la soglia di sostenibilità. In questi casi, la debolezza risiede nella mancanza di un piano operativo coerente e soprattutto nell'instabilità dirigenziale che ostacola l'efficace allocazione del capitale.

Il Liverpool rappresenta invece una situazione intermedia: il club ha conosciuto una fase di espansione brillante fino al 2019, con un miglioramento dell'EBITDA e una riduzione del debito, ma ha poi mostrato un deterioramento della redditività e una difficoltà a generare valore economico stabile nel triennio post-pandemico. In conclusione, l'impatto positivo dei fondi sulla performance finanziaria è confermabile solo nei casi in cui l'investitore riesce ad accompagnare il supporto patrimoniale con una strategia solida, capacità manageriale e una visione orientata alla creazione di valore nel medio-lungo periodo. In assenza di questi elementi, l'ingresso del fondo può generare un effetto transitorio o, in alcuni casi, addirittura controproducente per la sostenibilità del club.

Conclusione H2 – Correlazione tra durata dell’investimento, sostenibilità gestionale e performance

sportiva: L’analisi dei club conferma che una maggiore durata dell’investimento tende ad associarsi a una più elevata sostenibilità gestionale e a risultati sportivi più stabili. Tuttavia, questa correlazione non è automatica: il tempo è una condizione necessaria, ma non sufficiente. È la qualità della governance e la coerenza delle strategie implementate nel tempo a determinare il successo del progetto sportivo e finanziario. Il caso del Manchester City è emblematico in tal senso. Sotto la proprietà del City Football Group dal 2008, il club ha costruito un modello industriale strutturato, fondato su una gestione manageriale evoluta, su economie di scala e su una programmazione a lungo termine. I risultati sportivi – sei Premier League, una Champions League, numerosi trofei nazionali – e quelli finanziari – ricavi in crescita costante, EBITDA sopra i 100 milioni – testimoniano una piena integrazione tra visione strategica e realizzazione operativa. Il lungo orizzonte temporale ha permesso al fondo di diluire nel tempo gli investimenti, attivare sinergie e rafforzare progressivamente il profilo competitivo del club. Anche il Liverpool, con oltre un decennio di gestione da parte del Fenway Sports Group, ha ottenuto successi importanti, come la vittoria della Champions League nel 2019 e una forte espansione del brand globale. Tuttavia, l’evoluzione più recente mostra come la sola durata non basti: il triennio 2022–2024 è caratterizzato da un calo dell’EBITDA, un ROA negativo e un incremento del debito. L’assenza di un rinnovamento strategico post-pandemico ha indebolito l’efficacia del modello. La Roma rappresenta un esempio di investimento più recente (dal 2020), ma con una chiara impronta strategica sul piano sportivo. Il club ha conquistato la Conference League e ha raggiunto una finale di Europa League, ma non ha ancora consolidato né i risultati sportivi in campionato né la sostenibilità finanziaria. Questo suggerisce che, sebbene il tempo sia una variabile fondamentale, esso deve essere accompagnato da una visione di lungo periodo e da un rafforzamento delle fondamenta economiche. Il Chelsea dimostra infine come un investimento recente, in assenza di continuità gestionale, possa portare a risultati deludenti: il triennio (2022-2024) è segnato da instabilità tecnica e manageriale, con conseguenze sia sul campo che nei conti, il breve orizzonte e la mancanza di strategia integrata hanno impedito di valorizzare l’ingente capitale immesso (anche se, come spiegato, nel 2025 questa tendenza sembrerebbe essere stata invertita). All’opposto, il Newcastle, seppur sotto gestione PIF solo dal 2021, ha già ottenuto una qualificazione in Champions League, ha vinto un trofeo nazionale e ha avviato un miglioramento strutturale sia sportivo che finanziario. Questo conferma che una visione chiara e investimenti ben allocati possono accelerare i benefici di lungo periodo, anche in un orizzonte temporale ristretto. In sintesi, la durata dell’investimento costituisce un vantaggio competitivo solo quando è accompagnata da strategie coerenti, governance stabile e investimenti pianificati. Il tempo, da solo, non basta: è la qualità del progetto che determina il grado di sostenibilità raggiungibile.

Conclusione H3 – L’intensità del controllo ha un impatto sul ROA e sulla valorizzazione del club:

l’ultima ipotesi, relativa all’impatto dell’intensità del controllo esercitato dai fondi, risulta ampiamente confermata dall’analisi. I casi in cui i fondi detengono una partecipazione di maggioranza o un controllo esclusivo mostrano una maggiore capacità di attuare riforme strutturali, rafforzare il patrimonio netto e

orientare le decisioni verso la creazione di valore di lungo termine. Il Newcastle, dopo il passaggio di proprietà al fondo sovrano PIF (controllo diretto al 100%), ha vissuto una trasformazione radicale. La nuova proprietà ha potuto ricapitalizzare il club, stabilizzare il debito e impostare una strategia coerente che ha portato, nel giro di tre anni, a un ROA tornato positivo, a un incremento dei ricavi e a una maggiore efficienza operativa. Questo dimostra che un controllo incisivo consente interventi tempestivi, una chiara definizione degli obiettivi e l'attivazione di leve manageriali efficaci. Anche il Manchester City, sotto il controllo diretto di CFG, ha beneficiato della capacità di pianificare investimenti strutturali, definire obiettivi ESG vincolanti e creare un ecosistema sportivo e commerciale integrato. Sebbene il ROA resti negativo, la traiettoria evidenzia un miglioramento costante e una crescente efficienza nell'impiego del capitale investito. Il Chelsea, pur godendo di un controllo formale maggioritario, rappresenta invece un esempio di come l'assenza di coordinamento strategico possa compromettere i benefici del controllo stesso. Il turnover dirigenziale, l'assenza di visione comune e la volatilità sportiva hanno vanificato l'effetto potenzialmente positivo della governance accentrata, aggravando l'instabilità finanziaria. La Roma, interamente controllata dal Friedkin Group, ha avviato un percorso di risanamento, ma i risultati sono ancora incompleti. L'intensità del controllo non ha ancora prodotto un rafforzamento patrimoniale stabile, e il ROA rimane negativo, segnalando che la sola presenza proprietaria non garantisce il raggiungimento degli obiettivi finanziari, se non è accompagnata da interventi operativi coerenti. Nel caso del Liverpool, la gestione accentrata e stabile di FSG ha permesso un'espansione significativa nel primo ciclo, ma ha mostrato limiti di adattamento nel post-COVID. L'intensità del controllo si è rivelata utile nel consolidare un modello manageriale, ma meno efficace nel far fronte a crisi e trasformazioni. In definitiva, l'intensità del controllo risulta un fattore cruciale per la valorizzazione del club e il miglioramento del ROA, ma solo se esercitata in modo strategico, professionale e orientato alla creazione di valore. La proprietà deve non solo detenere il capitale, ma saperlo trasformare in capacità gestionale, innovazione strutturale e disciplina finanziaria.

In conclusione, l'analisi comparata di questi casi dimostra che il private equity, se ben strutturato, può trasformare i club calcistici in piattaforme economiche solide, competitive e orientate al lungo termine. Tuttavia, il successo non è garantito: l'efficacia dell'investimento dipende dalla qualità del progetto industriale, dall'integrazione tra capitale e competenze gestionali e dalla capacità di allineare performance sportive, sostenibilità economica e responsabilità sociale. Il calcio europeo si configura oggi come un laboratorio di innovazione proprietaria, in cui convivono modelli speculativi, industriali e istituzionali. Alcuni club – come il Manchester City o il Newcastle – offrono esempi di trasformazione virtuosa, mentre altri, come Chelsea o Roma, mettono in luce le insidie di una governance instabile e di strategie non integrate. Il PE può dunque rappresentare una leva potente per la crescita, ma solo se ancorato a un'idea di sviluppo sostenibile, replicabile e orientato alla creazione di valore nel tempo.

3.3 Disegno della ricerca: campione, fonti, KPI e costruzione del framework

L'obiettivo di questo paragrafo è illustrare il disegno metodologico adottato per costruire un framework in grado di valutare il livello di sostenibilità economico-finanziaria, sportiva e gestionale di un campione eterogeneo di più di 40 club calcistici europei. L'analisi si propone di fornire una lettura sistematica e comparativa delle diverse strategie di gestione, indipendentemente dalla presenza o meno di fondi di investimento istituzionali, con l'intento di identificare i modelli più efficaci e replicabili nel contesto attuale. In termini temporali, il lavoro si concentra sul quadriennio 2021–2024, per due ragioni fondamentali: in primo luogo, a partire dal 2022, la UEFA ha introdotto un nuovo quadro regolatorio (Financial Sustainability Regulations) che ha sostituito il precedente sistema di Fair Play Finanziario, definendo nuove soglie di sostenibilità economica e maggiore flessibilità vincolata al bilancio. In secondo luogo, il periodo in esame coincide con una fase di trasformazione strutturale per molti club, a seguito della pandemia e dell'ingresso di nuovi attori istituzionali, accompagnata da un progressivo rafforzamento delle strategie ESG. Dei 50 club selezionati, è stato possibile reperire dati completi e omogenei per 41 società⁷⁰, alle quali si aggiunge il caso dell'A.C. Milan. Quest'ultimo è stato escluso dal framework comparativo in quanto oggetto di un'analisi dedicata nel capitolo successivo. Tra i 41 club considerati, 5 hanno pubblicato i bilanci ufficiali solo fino al 2023, ma hanno comunque reso disponibili dichiarazioni non finanziarie aggiornate al 2024. In assenza del bilancio 2024, le informazioni ESG sono state ricavate da altri documenti ufficiali presenti sui siti dei club (es. dichiarazioni non finanziarie, sezioni dedicate alla sostenibilità, comunicati stampa), in modo da garantire la copertura più recente e completa possibile anche per questi aspetti. Per rendere l'analisi empirica coerente e replicabile, si è deciso di raccogliere tutti i dati economico-finanziari in un unico file Excel, strutturato per consentire l'estrazione automatica dei principali KPI attraverso uno script MATLAB dedicato. Le informazioni sono state ottenute tramite le banche dati Refinitiv e Orbis, mentre la valuta di riferimento utilizzata è il dollaro statunitense (USD), al fine di assicurare l'omogeneità dei valori tra club operanti in contesti economici differenti. In questo modo è stato possibile elaborare in maniera uniforme i seguenti indicatori, selezionati per la valutazione economica includono: EBITDA, FCFO (calcolato secondo la formula corretta come NOPAT – Δ CCN), ROA, utile netto, CapEx, rapporto Debt/Equity e CAGR dei ricavi. Sono stati volutamente esclusi alcuni indicatori che avrebbero generato ridondanze, come il totale attivo (già incluso nel ROA), il capitale circolante netto e i valori assoluti di debiti e patrimonio netto (già considerati nel rapporto Debt/Equity). Inoltre, per garantire coerenza, ciascun KPI è stato calcolato come media dei valori relativi agli anni 2021–2024 per i club con dati completi, o sul triennio 2021–2023 per quelli privi di bilancio 2024.

⁷⁰ Il campione iniziale prevedeva 50 club; tuttavia, 7 squadre minori sono state escluse per l'assenza di dati contabili completi o omogenei nel periodo 2021–2024. A queste si aggiunge il Paris Saint-Germain, che pur rappresentando un club di rilievo internazionale, non ha ancora depositato i bilanci ufficiali per gli esercizi 2022 e 2024, rendendo impossibile l'inclusione nel confronto

Figura 26 Analisi comparativa dei principali indicatori finanziari nei club europei (2021–2024)

Club	Anni	Ricavi	CAGR Ricavi	EBITDA	Ammortamenti	EBIT	NOPAT	Delta CCN	FCFO	CapEx	ROA	Debt Equity	Utile Netto	Score economico
Ajax	4	0.20	0.20	0.53	0.69	0.82	0.82	0.30	0.43	0.69	1.00	0.02	0.77	0.54
Arsenal	4	0.55	0.33	0.65	0.17	0.54	0.54	0.37	0.42	0.17	1.00	0.02	0.58	0.44
Aston Villa	4	0.19	0.26	0.47	0.54	0.67	0.67	0.28	0.35	0.54	0.99	0.02	0.72	0.48
Atalanta	4	0.13	0.19	0.54	0.76	0.88	0.88	0.29	0.44	0.76	1.00	0.02	0.83	0.56
Atletico Madrid	4	0.44	0.23	0.57	0.80	0.72	0.72	0.20	0.27	0.50	1.00	0.02	0.61	0.48
Barcelona	4	0.84	0.24	0.58	0.60	0.60	0.60	0.00	0.00	0.60	0.99	1.00	0.56	0.55
Bayern Munich	4	0.95	0.28	0.87	0.46	0.91	0.91	0.28	0.44	0.46	1.00	0.02	0.87	0.62
Benfica	4	0.20	0.25	0.40	0.84	0.83	0.83	0.30	0.43	0.84	1.00	0.02	0.70	0.55
Borussia Dortmund	4	0.53	0.32	0.65	0.48	0.77	0.77	0.29	0.39	0.48	1.00	0.02	0.72	0.54
Borussia Monchengladbach	3	0.11	0.25	0.36	0.80	0.77	0.77	0.31	0.42	0.80	1.00	0.02	0.73	0.53
Brentford	4	0.05	1.00	0.40	0.83	0.83	0.83	0.32	0.45	0.83	1.00	0.02	0.80	0.61
Brighton	4	0.16	0.30	0.69	0.76	1.00	1.00	0.23	0.40	0.76	1.00	0.03	0.96	0.61
Celtic	4	0.02	0.38	0.28	1.00	0.85	0.85	0.28	0.42	1.00	1.00	0.02	0.82	0.58
Chelsea	4	0.58	0.18	0.09	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00	0.00	0.14	0.02	0.20	0.27
Crystal Palace	4	0.13	0.27	0.30	0.77	0.70	0.70	0.33	0.43	0.77	0.99	0.02	0.63	0.50
Eintracht Frankfurt	4	0.22	0.35	0.35	0.87	0.81	0.81	0.31	0.43	0.87	1.00	0.02	0.77	0.57
Everton	4	0.16	0.17	0.02	0.56	0.35	0.35	0.38	0.35	0.56	0.99	0.02	0.41	0.36
Fulham	4	0.08	0.30	0.10	0.73	0.53	0.53	0.31	0.34	0.73	0.98	0.02	0.53	0.43
Hoffenheim	3	0.06	0.29	0.23	0.87	0.72	0.72	0.34	0.44	0.87	0.99	0.02	0.77	0.53
Inter	4	0.45	0.24	0.53	0.26	0.51	0.51	0.31	0.33	0.26	0.99	0.02	0.26	0.39
Juventus	4	0.50	0.13	0.28	0.12	0.23	0.23	0.29	0.21	0.12	0.99	0.01	0.00	0.26
Leicester	4	0.16	0.00	0.40	0.54	0.62	0.62	0.30	0.37	0.54	0.99	0.02	0.51	0.42
Leipzig	3	0.39	0.19	0.64	0.58	0.83	0.83	0.28	0.40	0.58	1.00	0.02	0.79	0.55
Liverpool	4	0.80	0.24	0.73	0.33	0.72	0.72	0.39	0.52	0.33	0.92	0.02	0.71	0.53
Manchester City	4	0.94	0.24	0.83	0.14	0.66	0.66	0.24	0.27	0.14	0.92	0.02	1.00	0.50
Manchester United	4	0.84	0.26	0.76	0.03	0.52	0.52	0.35	0.39	0.03	1.00	0.02	0.37	0.42
Napoli	4	0.24	0.28	0.67	0.58	0.85	0.85	0.25	0.38	0.58	1.00	0.02	0.80	0.54
Newcastle	3	0.26	0.43	0.41	0.57	0.64	0.64	0.26	0.31	0.57	0.63	0.02	0.55	0.44
Nottingham Forest	4	0.02	0.98	0.08	0.84	0.59	0.59	0.30	0.35	0.84	0.97	0.02	0.64	0.52
Olympique Lyonnais	4	0.14	0.40	0.01	0.68	0.42	0.42	0.31	0.30	0.68	0.99	0.01	0.49	0.41
Porto	4	0.20	0.16	0.35	0.97	0.89	0.89	0.33	0.49	0.97	1.00	0.02	0.76	0.59
PSV	4	0.02	0.39	0.27	0.94	0.81	0.81	0.30	0.42	0.94	1.00	0.02	0.77	0.56
Real Betis	3	0.03	0.37	0.25	0.86	0.74	0.74	0.27	0.37	0.86	0.99	0.02	0.68	0.51
Real Madrid	4	1.00	0.30	1.00	1.00	0.85	0.85	0.39	0.54	1.00	1.00	0.02	0.82	0.73
Roma	4	0.21	0.25	0.00	0.64	0.39	0.39	0.36	0.32	0.64	0.00	0.02	0.19	0.29
Tottenham Hotspur	4	0.63	0.27	0.81	0.04	0.57	0.57	0.37	0.42	0.04	1.00	0.02	0.49	0.44
Valencia	4	0.00	0.20	0.31	0.87	0.78	0.78	0.27	0.38	0.87	1.00	0.00	0.70	0.51
Villarreal	4	0.05	0.18	0.33	0.84	0.78	0.78	0.28	0.39	0.84	1.00	0.02	0.75	0.52
Wander Breda	3	0.02	0.18	0.26	0.94	0.80	0.80	0.30	0.42	0.94	1.00	0.02	0.77	0.54
West Ham United	4	0.25	0.26	0.48	0.63	0.74	0.74	0.33	0.44	0.63	1.00	0.02	0.80	0.53
Wolverhampton	4	0.15	0.15	0.24	0.62	0.55	0.55	0.33	0.37	0.62	0.99	0.02	0.67	0.44

In parallelo, sono stati elaborati gli score sportivi sulla base di indicatori quali: punti conquistati in campionato⁷¹, titoli vinti (1 punto per trofei nazionali, 2 per trofei internazionali), partecipazioni UEFA (con punteggio da 0 a 3 in base alla competizione⁷²), e coefficiente UEFA. Anche in questo caso, come per lo score economico, la media dei valori annuali è stata calcolata per ciascun club e successivamente normalizzata mediante la tecnica min-max.

⁷¹ Sono stati esclusi gli anni in cui il club ha militato in una serie inferiore, al fine di garantire la comparabilità tra le squadre analizzate nei principali campionati europei.

⁷² Il punteggio è stato assegnato sulla base della competizione europea a cui il club ha preso parte nella stagione considerata, secondo il seguente criterio:

0 punti = nessuna partecipazione europea

1 punto = partecipazione alla UEFA Conference League

2 punti = partecipazione alla UEFA Europa League

3 punti = partecipazione alla UEFA Champions League

Figura 27 Confronto degli indicatori sportivi tra club europei (2021–2024)

Club	Anni	Punti in campionato e posizione in classifica	Titoli vinti	Presenze UEFA	Ranking UEFA	Score_Sportivo
Ajax	4	0,70	0,23	0,92	0,44	0,57
Arsenal	4	0,73	0,15	0,58	0,50	0,49
Aston Villa	4	0,40	0,00	0,08	0,14	0,16
Atalanta	4	0,59	0,15	0,67	0,50	0,48
Atletico Madrid	4	0,77	0,08	1,00	0,54	0,60
Barcelona	4	0,83	0,23	1,00	0,54	0,65
Bayern Munich	4	0,71	0,77	1,00	0,88	0,84
Benfica	4	0,80	0,08	0,92	0,56	0,59
Borussia Dortmund	4	0,57	0,08	1,00	0,64	0,57
Borussia Monchengladbach	4	0,14	0,00	0,25	0,12	0,13
Brentford	3	0,23	0,00	0,00	0,00	0,06
Brighton	4	0,28	0,00	0,17	0,13	0,14
Celtic	4	1,00	0,54	0,83	0,18	0,64
Chelsea	4	0,49	0,46	0,75	0,64	0,59
Crystal Palace	4	0,21	0,00	0,00	0,00	0,05
Eintracht Frankfurt	4	0,27	0,15	0,50	0,41	0,33
Everton	4	0,15	0,00	0,00	0,00	0,04
Fulham	3	0,13	0,00	0,00	0,00	0,03
Hoffenheim	4	0,14	0,00	0,17	0,10	0,10
Inter	4	0,91	0,54	1,00	0,62	0,77
Juventus	4	0,64	0,23	0,75	0,47	0,52
Leicester	3	0,28	0,15	0,44	0,25	0,28
Leipzig	4	0,51	0,23	1,00	0,57	0,58
Liverpool	4	0,77	0,31	0,92	0,78	0,69
Manchester City	4	0,99	0,92	1,00	1,00	0,98
Manchester United	4	0,57	0,15	0,92	0,57	0,55
Napoli	4	0,72	0,08	0,83	0,50	0,53
Newcastle	4	0,38	0,00	0,25	0,07	0,17
Nottingham Forest	2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Olympique Lyonnais	4	0,50	0,00	0,17	0,17	0,21
Porto	4	0,85	0,54	1,00	0,57	0,74
PSV	4	0,81	0,46	0,75	0,39	0,60
Real Betis	4	0,46	0,08	0,50	0,27	0,33
Real Madrid	4	0,91	1,00	1,00	0,97	0,97
Roma	4	0,50	0,15	0,58	0,73	0,49
Tottenham Hotspur	4	0,54	0,00	0,50	0,31	0,34
Valencia	4	0,19	0,00	0,00	0,00	0,05
Villarreal	4	0,42	0,15	0,67	0,67	0,48
Wender Brema	3	0,02	0,00	0,00	0,00	0,01
West Ham United	4	0,33	0,15	0,42	0,56	0,37
Wolverhampton	4	0,19	0,00	0,00	0,00	0,05

L'analisi ESG è stata costruita secondo un approccio qualitativo, articolato in quattro criteri principali: 1) presenza di un bilancio ESG o sezione equivalente nel report ufficiale; 2) esistenza di iniziative ambientali e sociali strutturate; 3) livello di fan engagement; 4) solidità e trasparenza della governance. Il primo criterio è stato ponderato su una scala binaria (0–1), mentre i restanti tre sono stati valutati su una scala da 0 a 2, tenendo conto del grado di strutturazione, rilevanza e completezza delle iniziative rilevate. Il punteggio complessivo di ciascun club è stato successivamente sottoposto a normalizzazione mediante la tecnica del minimo e massimo, senza necessità di calcolare la media, in quanto già espresso come somma aggregata di valori omogenei⁷³.

Nel costruire il framework comparativo volto a valutare la sostenibilità economico-finanziaria, sportiva e gestionale di un ampio campione di club calcistici europei, si è scelto di adottare un approccio di normalizzazione relativa dei dati, basato sulla distribuzione effettiva dei valori all'interno del campione, piuttosto che applicare soglie fisse predefinite. Questa scelta metodologica risponde a diverse esigenze di coerenza, adattabilità ed equità analitica.

Innanzitutto, l'utilizzo della normalizzazione Min–Max consente di riportare su una scala omogenea da 0 a 1 tutti gli indicatori considerati — dai KPI economici come EBITDA, ROA e FCFO, a quelli sportivi e ESG — favorendo così la comparabilità diretta tra club operanti in contesti nazionali ed economici profondamente diversi.

⁷³A causa dell'elevata estensione e complessità della tabella, non è stato possibile inserirla integralmente nel presente documento Word. Si rimanda pertanto al seguente link per consultare il file Excel completo:
https://1drv.ms/x/c/5787d78af77c69a5/EWOAbABqvaVIA19XLc92l3z0B0Kko_a3mjbaWqs84lr4kGQ?e=IYdtYC&nav=MTVfezFBNDgxNke3LTBDQ0YtNDVCNi1CODYxLTNEQjU4MDVGRUIzM30

In questo modo, ogni club è valutato in relazione ai migliori e peggiori risultati rilevati all'interno del campione, rendendo possibile una mappatura accurata dei livelli di performance senza distorsioni dovute alla dimensione o al contesto di appartenenza.

In secondo luogo, le soglie assolute fisse (ad esempio, considerare positivo un ROA > 5% o un utile netto > 10 milioni) avrebbero introdotto criteri arbitrari, non sempre rappresentativi delle dinamiche settoriali. Infatti, la distribuzione dei valori economici e gestionali nel calcio europeo è fortemente eterogenea, e soglie troppo rigide rischierebbero di penalizzare club virtuosi operanti in mercati minori e, al contrario, di premiare strutture meno efficienti ma dotate di maggiori risorse. La normalizzazione relativa, al contrario, restituisce una lettura più equa e contestualizzata delle performance effettive, premiando le eccellenze anche laddove si sviluppino in contesti meno visibili. Tale approccio è coerente con le metodologie adottate a livello internazionale da agenzie di rating ESG come MSCI e Sustainalytics, che valutano le aziende confrontandole con il proprio peer group attraverso benchmark relativi e non soglie rigide. In particolare, MSCI definisce i propri rating ESG in relazione alla performance di ciascuna impresa rispetto al settore di riferimento, utilizzando tecniche di normalizzazione dei punteggi all'interno del gruppo comparabile (“peer-adjusted scoring system”) (MSCI ESG Ratings Methodology, 2024). Analogamente, Sustainalytics utilizza un modello di valutazione dei rischi ESG che si fonda sull'analisi comparata della performance tra imprese simili e sulla distribuzione dei punteggi osservati nel campione di riferimento (Sustainalytics ESG Risk Ratings Methodology, 2024).

Infine, un ulteriore vantaggio della normalizzazione relativa è la sua adattabilità nel tempo. Laddove nuovi club entrino nel campione o emergano tendenze strutturali (ad esempio, una crescita generalizzata degli investimenti ESG), il sistema si aggiorna automaticamente in funzione della nuova distribuzione dei valori, senza la necessità di ricalibrare artificialmente le soglie. In questo senso, il metodo garantisce replicabilità e flessibilità, fondamentali per l'applicazione longitudinale del framework.

Questo approccio consente infatti di valutare ciascun club in relazione alla performance effettiva del proprio gruppo di riferimento, superando i limiti imposti da schemi valutativi rigidi e decontestualizzati. Sulla base di tale impostazione, è ora possibile applicare il framework ai club selezionati, con l'obiettivo di mappare in modo integrato i livelli di sostenibilità economica, sportiva e gestionale emersi dall'analisi empirica.

3.4 Applicazione del framework e discussione dei risultati

Alla luce della costruzione metodologica illustrata nel paragrafo precedente, si procede ora con l'applicazione concreta del framework comparativo ai club selezionati, al fine di valutare i livelli di sostenibilità economico-finanziaria, sportiva e gestionale in una prospettiva integrata. L'approccio di normalizzazione relativa dei dati, ispirato alle pratiche delle principali agenzie di rating ESG, consente di interpretare i risultati non solo in termini assoluti, ma rispetto alla distribuzione reale delle performance nel campione analizzato. In questa sezione, i punteggi ottenuti da ciascun club vengono aggregati e letti criticamente, con l'obiettivo di delineare un posizionamento complessivo che evidenzia eccellenze, criticità ricorrenti e modelli gestionali emergenti.

L'analisi congiunta dei tre pilastri – economico-finanziario, sportivo e ESG – permette di identificare quei club che riescono a coniugare performance economiche sostenibili con risultati sportivi stabili e una governance orientata alla responsabilità sociale e ambientale. Al contrario, emergono anche situazioni di squilibrio, in cui eccellenze sportive si accompagnano a debolezze gestionali, oppure solidità finanziaria non si traduce in successi sportivi. La mappatura risultante rappresenta quindi un primo tentativo sistematico di valutare, su base comparabile, il grado di sostenibilità integrata nel calcio europeo contemporaneo.

Una volta calcolati gli score parziali (economico, sportivo, ESG), si è proceduto all'integrazione dei tre assi di analisi in un unico indice composito di sostenibilità, attribuendo a ciascuna dimensione un peso differenziato: il 40% al dominio ESG, il 35% all'area economico-finanziaria e il 25% alla performance sportiva. Questa scelta metodologica riflette la volontà di valorizzare anche i club che, pur operando con risorse economiche inferiori, mostrano un elevato impegno nella transizione green e nell'impatto sociale.

Infine, per classificare il livello complessivo di sostenibilità, i punteggi finali sono stati distribuiti lungo una scala in cinque fasce, definite a partire dalla media del campione e dalla deviazione standard. In particolare, le soglie per ciascuna fascia sono state calcolate come segue:

- Fascia 5 (alta sostenibilità): $\geq \text{media} + \sigma$
- Fascia 4 (medio-alta): $\geq \text{media}$
- Fascia 3 (media): $\geq \text{media} - 0,5\sigma$
- Fascia 2 (medio-bassa): $\geq \text{media} - \sigma$
- Fascia 1 (bassa sostenibilità): $< \text{media} - \sigma$

Figura 28 Framework di sostenibilità applicato a 42 club europei (2021–2024): classificazione in fasce di sostenibilità

Club	Score economico	Score Sportivo	Score ESG	Score Finale	Classificazione in fasce	
Ajax	0,54	0,57	0,93	0,70	5	Sostenibilità molto alta
Arsenal	0,44	0,49	1,00	0,68	4	Sostenibilità alta
Aston Villa	0,48	0,16	0,43	0,38	1	Sostenibilità molto bassa
Atalanta	0,56	0,48	0,29	0,43	1	Sostenibilità molto bassa
Atletico Madrid	0,48	0,60	1,00	0,72	5	Sostenibilità molto alta
Barcelona	0,55	0,65	0,79	0,67	4	Sostenibilità alta
Bayern Munich	0,62	0,84	1,00	0,83	5	Sostenibilità molto alta
Benfica	0,55	0,59	0,79	0,65	4	Sostenibilità alta
Borussia Dortmund	0,54	0,57	1,00	0,73	5	Sostenibilità molto alta
Borussia Monchengladbach	0,53	0,13	1,00	0,62	3	Sostenibilità media
Brentford	0,61	0,06	1,00	0,63	3	Sostenibilità media
Brighton	0,61	0,14	0,86	0,59	3	Sostenibilità media
Celtic	0,58	0,64	0,71	0,65	4	Sostenibilità alta
Chelsea	0,27	0,59	0,79	0,55	3	Sostenibilità media
Crystal Palace	0,50	0,05	0,93	0,56	3	Sostenibilità media
Eintracht Frankfurt	0,57	0,33	0,79	0,60	3	Sostenibilità media
Everton	0,36	0,04	0,79	0,45	1	Sostenibilità molto bassa
Fulham	0,43	0,03	0,79	0,47	2	Sostenibilità bassa
Hoffenheim	0,53	0,10	0,86	0,55	3	Sostenibilità media
Inter	0,39	0,77	0,36	0,47	2	Sostenibilità bassa
Juventus	0,26	0,52	1,00	0,62	3	Sostenibilità media
Leicester	0,42	0,28	0,64	0,48	2	Sostenibilità bassa
Leipzig	0,55	0,58	0,79	0,65	4	Sostenibilità alta
Liverpool	0,53	0,69	1,00	0,76	5	Sostenibilità molto alta
Manchester City	0,50	0,98	0,86	0,76	5	Sostenibilità molto alta
Manchester United	0,42	0,55	0,64	0,54	3	Sostenibilità media
Napoli	0,54	0,53	0,00	0,32	1	Sostenibilità molto bassa
Newcastle	0,44	0,17	0,64	0,46	2	Sostenibilità bassa
Nottingham Forest	0,52	0,00	0,79	0,50	2	Sostenibilità bassa
Olympique Lyonnais	0,41	0,21	0,36	0,34	1	Sostenibilità molto bassa
Porto	0,59	0,74	0,86	0,73	5	Sostenibilità molto alta
PSV	0,56	0,60	0,36	0,49	2	Sostenibilità bassa
Real Betis	0,51	0,33	0,79	0,58	3	Sostenibilità media
Real Madrid	0,73	0,97	0,64	0,76	5	Sostenibilità molto alta
Roma	0,29	0,49	0,57	0,45	1	Sostenibilità molto bassa
Tottenham Hotspur	0,44	0,34	0,86	0,58	3	Sostenibilità media
Valencia	0,51	0,05	0,71	0,48	2	Sostenibilità bassa
Villarreal	0,52	0,48	0,57	0,53	3	Sostenibilità media
Wender Brema	0,54	0,01	1,00	0,59	3	Sostenibilità media
West Ham United	0,53	0,37	0,36	0,42	1	Sostenibilità molto bassa
Wolverhampton	0,44	0,05	1,00	0,57	3	Sostenibilità media
Media				0,573684212		
Deviazione standard				0,121577694		

L'applicazione del framework di sostenibilità-integrata al campione selezionato di 41 club europei ha consentito di restituire un'immagine multilivello e comparabile delle performance gestionali, economico-finanziarie, sportive e ambientali nel calcio contemporaneo. A differenza di analisi focalizzate esclusivamente sui risultati sportivi o sul fatturato, l'approccio adottato ha permesso di valutare ciascun club in termini relativi e contestualizzati, evidenziando punti di forza, criticità sistemiche e divergenze strategiche talvolta invisibili agli osservatori più tradizionali.

I punteggi finali, normalizzati su una scala da 0 a 1, sono stati suddivisi in cinque fasce di sostenibilità – da “molto bassa” a “molto alta” – sulla base della distribuzione statistica dei dati. Come illustrato precedentemente, la classificazione è stata effettuata utilizzando la media del campione e la deviazione standard come parametri di riferimento.

La fascia centrale, denominata “sostenibilità media”, accoglie il maggior numero di club (14 su 41), suggerendo una certa omogeneità attorno a un equilibrio minimo tra le tre dimensioni del framework, senza però eccellere in alcuna. A testimonianza di una situazione ancora lontana dalla piena maturità sostenibile, i club capaci di esprimere una sostenibilità molto alta (fascia 5) sono appena otto: si tratta di realtà che riescono

a integrare con successo una gestione buona economico-finanziaria, risultati sportivi stabili e strategie ESG strutturate. All'estremo opposto, sette club si collocano nella fascia di sostenibilità molto bassa, con punteggi inferiori alla media meno 0,5 deviazioni standard, spesso per l'assenza di progettualità ESG e una gestione frammentata o sbilanciata.

Tra le tre dimensioni considerate, quella ambientale, sociale e di governance (ESG) si è rivelata la più discriminante nel determinare il posizionamento finale. Club come Liverpool, Arsenal, Borussia Dortmund, Werder Brema e Juventus hanno ottenuto il punteggio massimo nella componente ESG (1,00), distinguendosi per una governance trasparente, iniziative ambientali strutturate, politiche inclusive e un impegno chiaro verso stakeholder e comunità locali. In molti casi, questi elementi hanno compensato performance sportive altalenanti o margini economici contenuti, dimostrando che una strategia ESG matura rappresenta oggi una leva distintiva di sostenibilità nel medio-lungo periodo.

All'opposto, club come Napoli, Olympique Lyonnais, PSV o West Ham evidenziano una forte carenza in ambito ESG (punteggi inferiori a 0,4), spesso in assenza di un bilancio di sostenibilità, di strutture dedicate o di iniziative sistematiche. Anche quando si riscontrano buoni risultati sportivi o solidità finanziaria, la mancanza di visione sociale e ambientale penalizza sensibilmente il posizionamento complessivo, confermando che la sostenibilità moderna è una costruzione integrata, non un risultato sommativo di performance separate.

L'analisi ha inoltre evidenziato in modo chiaro l'assenza di un modello gestionale dominante in grado di garantire risultati sistematicamente superiori nel panorama calcistico europeo. Se da un lato è vero che tra i club con punteggi finali più elevati compaiono anche realtà supportate da capitali istituzionali – come il Manchester City, parte della galassia City Football Group – è altrettanto vero che club a governance tradizionale o ibrida, come il Bayern Monaco o il Porto, riescono a raggiungere livelli comparabili di sostenibilità complessiva pur senza ricorrere a modelli di finanziarizzazione avanzata o a strutture multi-club. Questo dato suggerisce che la natura giuridico-proprietaria dell'organizzazione non costituisce di per sé un fattore determinante, né in senso positivo né negativo: il successo, in termini di sostenibilità integrata, dipende piuttosto dalla qualità e coerenza della strategia attuata, dalla sua implementazione nel medio periodo e dalla capacità di armonizzare le tre dimensioni chiave del framework. In particolare, la sola disponibilità di capitale non si traduce automaticamente in performance elevate.

La presenza di fondi di private equity, sovereign wealth funds o conglomerati finanziari non garantisce risultati sostenibili né dal punto di vista economico né da quello sportivo o ESG. Al contrario, l'analisi mostra come alcuni club riconducibili a questi modelli proprietari si collochino in fasce intermedie o addirittura basse, a dimostrazione del fatto che il capitale, senza una visione strategica solida, può produrre effetti limitati o perfino controproducenti.

Ad esempio, Olympique Lyonnais, passato sotto il controllo del fondo Eagle Football Holdings, presenta uno dei punteggi complessivi più bassi dell'intero campione (Score finale: 0,34; fascia 1), segnando gravi criticità in tutte e tre le dimensioni del framework. Anche Aston Villa, sebbene non controllato da un fondo in senso stretto (il club è sostenuto da una proprietà internazionale: il miliardario egiziano Nassef Sawiris e l'imprenditore statunitense Wes Edens) con logiche finanziarie avanzate e orientate alla valorizzazione patrimoniale, si colloca nella fascia più bassa (Score finale: 0,38), con performance deludenti soprattutto sul piano sportivo e ambientale.

Un altro esempio rilevante è rappresentato dal Chelsea, acquisito nel 2022 da un consorzio guidato dal fondo americano Clearlake Capital, insieme all'imprenditore Todd Boehly e altri partner, mostra una situazione intermedia (fascia 3; Score finale: 0,55): gli ingenti investimenti sul mercato non hanno ancora trovato una corrispondenza in una governance integrata o in un profilo ESG solido. Club emergenti come Brentford e Brighton, noti per modelli gestionali innovativi e un utilizzo avanzato dei dati, ottengono punteggi ESG elevati, ma rimangono ancorati alla fascia media (Score finale: 0,63 e 0,59 rispettivamente) per via di risultati sportivi ancora modesti e un impatto economico limitato.

Infine, anche Newcastle United, controllato dal fondo sovrano saudita PIF, si colloca solo nella fascia intermedia, nonostante le importanti risorse mobilitate negli ultimi anni. Pur evidenziando segnali di crescita sportiva e infrastrutturale, il club presenta ancora ampie margini di miglioramento nella componente ESG e una strategia economica non ancora completamente consolidata nel medio periodo.

Ciò che emerge come realmente decisivo è l'esistenza di una cultura manageriale orientata all'efficienza e alla sostenibilità, capace di tradurre le risorse in progettualità credibili, governance trasparente e coinvolgimento attivo degli stakeholder. Visione di lungo periodo, coerenza tra mission e strumenti operativi, adattabilità ai cambiamenti normativi e reputazionali: sono questi gli elementi che differenziano i club virtuosi da quelli in affanno, più che il tipo di proprietà o la quantità di fondi a disposizione.

In questo senso, il framework consente anche di ridimensionare la narrazione secondo cui l'ingresso dei fondi nel calcio rappresenti automaticamente un fattore evolutivo positivo: l'effettiva capacità di trasformare capitale finanziario in capitale organizzativo, reputazionale e sociale appare invece molto variabile e dipendente da fattori interni alla struttura del club.

Non a caso, alcuni dei club più avanzati in termini di sostenibilità ESG sono realtà a forte radicamento territoriale, con governance indipendenti o miste, che hanno costruito nel tempo una relazione stabile con il territorio, i tifosi e i partner istituzionali, senza dover ricorrere a operazioni straordinarie o a modelli proprietari iper-finanziarizzati.

Questa evidenza rafforza la tesi secondo cui non esiste un'unica traiettoria verso la sostenibilità integrata nel calcio europeo, ma piuttosto un insieme di percorsi differenziati, la cui efficacia dipende da una molteplicità di fattori: capacità progettuale, allineamento tra obiettivi sportivi ed extra-sportivi, trasparenza e

accountability, visione strategica e adattamento al contesto competitivo. La forma proprietaria rappresenta solo una cornice: a fare la differenza è ciò che vi viene costruito dentro.

Il framework ha dimostrato un'elevata capacità di interpretazione e classificazione del livello di sostenibilità nel calcio professionistico europeo. L'approccio normalizzato ha evitato distorsioni legate alla dimensione, al mercato nazionale o alle specificità settoriali, permettendo una valutazione oggettiva e adattabile nel tempo. Soprattutto, ha consentito di superare la dicotomia tra successo sportivo e solidità economica, proponendo una visione più completa e coerente con le nuove sfide del settore.

I risultati di questa analisi comparativa costituiscono la base metodologica su cui si innesta l'analisi del caso A.C. Milan nel capitolo successivo. Il confronto tra i risultati emergenti dal framework e il profilo del club rossonero permetterà di indagare quanto e in che modo l'esperienza del Milan possa essere considerata un modello replicabile o, al contrario, un'eccezione difficilmente estendibile ad altri contesti.

L'analisi condotta ha evidenziato la profonda trasformazione che ha investito la governance del calcio europeo nell'ultimo decennio, caratterizzata da un crescente protagonismo di investitori istituzionali. In particolare, i fondi di private equity si sono imposti come attori centrali nella ristrutturazione dei club, promuovendo modelli di gestione orientati alla performance finanziaria, alla valorizzazione patrimoniale e, in alcuni casi, alla creazione di network multi-club. Parallelamente, i fondi sovrani hanno adottato un approccio più geopolitico e strategico, intervenendo con orizzonti di lungo termine e obiettivi che vanno oltre il semplice ritorno economico. Le strutture multi-club, infine, rappresentano una delle innovazioni più controverse e incisive del sistema, capaci di generare sinergie ma anche di sollevare importanti interrogativi sul piano dell'equità competitiva.

Questa pluralità di modelli riflette l'ibridazione crescente tra logiche sportive, finanziarie e geopolitiche, ponendo nuove sfide regolatorie per le istituzioni calcistiche. Se da un lato l'ingresso del capitale privato ha contribuito a rafforzare la solidità economica di numerosi club, dall'altro ha anche introdotto rischi di eccessiva finanziarizzazione, perdita di identità territoriale e opacità nei meccanismi di controllo.

Alla luce di queste dinamiche, risulta cruciale interrogarsi non solo sull'impatto economico di tali operazioni, ma anche sulla loro sostenibilità nel medio-lungo termine. In particolare, il modello private equity, con i suoi orizzonti temporali definiti e la logica della valorizzazione dell'asset, rappresenta un paradigma di intervento che merita un'analisi approfondita in chiave strategica e comparata.

Il Capitolo 4 si concentrerà proprio su uno dei casi più emblematici di applicazione di questo modello: l'evoluzione della governance dell'A.C. Milan sotto la guida dei fondi Elliott e RedBird. Tale studio di caso permetterà di verificare in concreto le ipotesi formulate, valutando l'effettivo impatto di queste strutture proprietarie sulle performance economico-finanziarie, sportive e sulla sostenibilità complessiva del club.

CAPITOLO 4

L'A.C. Milan rappresenta probabilmente uno dei club calcistici più iconici al mondo, con una storia ricca di successi sportivi e un brand riconosciuto a livello globale. Negli ultimi quindici anni, il club ha attraversato una profonda trasformazione sotto il profilo strategico, finanziario e gestionale, che lo rende un caso particolarmente interessante per indagare i processi di business transformation e le dinamiche di sostenibilità nel calcio professionistico.

Questo capitolo si propone di analizzare l'evoluzione del club nel periodo compreso tra il 2010 e il 2024, con un focus sulle principali fasi di proprietà e sulle strategie adottate in ciascun contesto manageriale. L'obiettivo è duplice: da un lato ricostruire la traiettoria del Milan in termini di governance, risultati sportivi e performance finanziarie; dall'altro evidenziare come i cambiamenti nella struttura proprietaria abbiano influenzato le scelte strategiche e il posizionamento competitivo del club.

A seguito della contestualizzazione del ruolo del Milan nel panorama calcistico internazionale, l'attenzione sarà rivolta agli ultimi anni della gestione Berlusconi, segnati da una progressiva perdita di competitività economica e da un'impostazione strategica sempre meno allineata alle evoluzioni del mercato calcistico globale. L'analisi proseguirà con l'esame delle successive fasi proprietarie – Yonghong Li (2017–2018), Elliott Management (2018–2022) e RedBird Capital Partners (dal 2022) – mettendo in luce le diverse visioni gestionali e i rispettivi impatti economico-finanziari. A tal fine, verranno impiegati indicatori chiave di performance, quali EBITDA, EBIT, FCFO, WACC e rapporto debito/capitale, utili a valutare in modo oggettivo l'efficacia delle strategie adottate nei diversi periodi.

Questa ricostruzione storico-finanziaria rappresenta il fondamento analitico su cui poggerà l'approfondimento delle strategie sostenibili e digitali introdotte dal fondo RedBird. Il passaggio da una gestione orientata al risanamento economico a un approccio improntato alla sostenibilità rappresenta, infatti, uno snodo fondamentale per comprendere l'evoluzione del modello di business del Milan e il suo potenziale come benchmark per l'intera industria calcistica.

4.1 Il ruolo dell’A.C. Milan nel panorama calcistico internazionale

"Saremo una squadra di diavoli. I nostri colori saranno il rosso come il fuoco e il nero come la paura che incuteremo agli avversari!": è questa la frase con cui Herbert Kilpin ha fondato il Milan il 16 dicembre 1899. La storia rossonera per certi versi si potrebbe definire leggendaria, esattamente come lo sono gli uomini che hanno contribuito a scriverla: presidenti, allenatori e calciatori. Nomi di importanti personalità sportive si sono imposti nel corso della storia milanista, dall'inglese Alfred Edwards, che due anni dopo la fondazione ha conquistato il primo titolo rossonero, ad Andrea Rizzoli, primo presidente del Milan e di una squadra italiana a conquistare la coppa dei Campioni nel 1963 a Wembley, fino a Silvio Berlusconi, il presidente che ha vinto di più in Italia, in Europa e nel Mondo⁷⁴.

L’A.C. Milan si è affermato nel tempo non solo per il proprio palmarès sportivo, che lo colloca tra i club più titolati al mondo, ma anche per aver saputo costruire un’identità di gioco riconoscibile, un modello tecnico e gestionale innovativo e una forte reputazione internazionale. Il valore del Milan trascende i successi sul campo: il club spesso ha rappresentato, in più epoche storiche, un punto di riferimento per la cultura calcistica italiana ed europea, imponendosi come laboratorio di idee e visioni tattiche che hanno influenzato l’intero panorama sportivo. Il legame tra vittorie e innovazione tecnica è infatti una costante nella storia rossonera. Dalla scuola italiana degli anni Sessanta, rappresentata da allenatori come Gipo Viani, Nereo Rocco e Nils Liedholm, fino alla rivoluzione di Arrigo Sacchi negli anni Ottanta (fautore di un calcio moderno, offensivo e collettivo) il Milan ha spesso incarnato la capacità di coniugare successo e avanguardia. Sotto la gestione Berlusconi, questa vocazione ha trovato nuova linfa, grazie a un investimento strategico nella qualità del gioco e nella costruzione di un’identità globale. L’era Sacchi–Capello ha segnato un’epoca, portando il Milan a miettere successi in Italia e in Europa, come testimoniano le tre finali consecutive di Champions League tra il 1993 e il 1995, e il celebre trionfo per 4-0 sul Barcellona nella finale del 1994.

Il ciclo vincente è proseguito negli anni Duemila con Carlo Ancelotti, capace di portare il Milan a nuove vette internazionali grazie a un impianto di gioco solido ma spettacolare, centrando due Champions League e raggiungendo complessivamente tre finali europee in cinque anni. Negli anni successivi, figure come Massimiliano Allegri, Sinisa Mihajlovic, Gennaro Gattuso e, più recentemente, Stefano Pioli, hanno accompagnato il club in una fase di transizione, alternando periodi di instabilità a momenti di ripresa, culminati con la vittoria dello Scudetto nel 2021/2022 e il raggiungimento delle semifinali di Champions League nel 2022/2023.

L’A.C. Milan rappresenta uno dei club calcistici più prestigiosi e iconici al mondo. Fondato nel 1899, il club ha costruito la propria identità sportiva attraverso una lunga tradizione di successi: 50 trofei ufficiali — 32 nazionali (19 Scudetti, 5 Coppe Italia e 8 Supercoppe Italiane) e 18 internazionali (7 Champions League, 5 Supercoppe UEFA, 2 Coppe delle Coppe, 3 Coppe Intercontinentali e 1 Coppa del Mondo per club) — il Milan è la seconda società più titolata d’Italia, preceduta solo dalla Juventus.

⁷⁴ <https://www.acmilan.com/it/club/storia>

A livello internazionale, il club rossonero è terzo al mondo per numero di titoli internazionali, a pari merito con Boca Juniors e Independiente, e preceduto solo da Real Madrid e Al-Ahly. Questa legacy lo posiziona oggi come seconda squadra italiana per numero complessivo di trofei e seconda in Europa per titoli UEFA vinti, dietro solo al Real Madrid (Statista, 2024). Il valore del Milan si estende ben oltre i risultati sportivi, radicandosi in un modello identitario fortemente riconoscibile, capace di evolversi nel tempo pur mantenendo continuità. Campioni come: *Paolo Maldini* (simbolo del club, con 902 presenze ufficiali e 26 trofei vinti, tra cui 5 Champions League), *Franco Baresi* (storico capitano e difensore centrale, considerato uno dei migliori nel suo ruolo), *Gianni Rivera* (primo italiano a vincere il Pallone d'Oro nel 1969, protagonista del Milan degli anni '60 e '70), *Marco van Basten*, *Ruud Gullit* e *Frank Rijkaard* (il trio olandese che ha dominato il calcio europeo alla fine degli anni '80), *Andriy Shevchenko* (vincitore del Pallone d'Oro nel 2004, con oltre 170 gol segnati in maglia rossonera), *Kaká* (Pallone d'Oro 2007, protagonista del trionfo in Champions League nel 2007), *Clarence Seedorf* (unico calciatore ad aver vinto la Champions League con tre club diversi, di cui due volte con il Milan), *Zlatan Ibrahimović* (figura chiave in due epoche diverse della storia rossonera, ha contribuito alla conquista dello Scudetto nel 2010/11 e alla rinascita del club culminata nel titolo del 2021/22. Con 93 gol in 163 presenze, ha incarnato leadership, carisma e visibilità globale, diventando uno dei calciatori più seguiti al mondo e un ambasciatore del brand Milan a livello internazionale), non solo hanno contribuito ai successi del club, ma hanno anche consolidato una forte connessione emotiva con i tifosi globali. La sola figura di Ibrahimović, ad esempio, contava nel 2020 oltre 42 milioni di follower su Instagram, 26 milioni su Facebook e quasi 7 milioni su Twitter, rendendolo uno dei calciatori più influenti nella costruzione della brand identity rossonera (Statista, 2020). Questa capacità di generare fedeltà e attenzione si riflette anche nei dati di partecipazione e visibilità. Nella stagione 2023/24, il Milan ha registrato una media di 72.000 spettatori a partita, tra le più alte in Europa e seconda in Serie A solo all'Inter (Statista, 2024). Inoltre, nel 2019/2020 il club contava circa 3,86 milioni di tifosi in Italia, posizionandosi al terzo posto dopo Juventus e Inter (Statista, 2020). Inoltre, la dimensione digitale e mediatica del Milan rafforza ulteriormente il suo status globale: il club era già nel 2020 tra i più seguiti al mondo, con 25 milioni di like su Facebook, 8,75 milioni di follower su Instagram, 7,48 milioni su Twitter e oltre 730.000 iscritti al canale YouTube (Statista, 2020a).

Il sito ufficiale del Milan risultava il più visibile della Serie A secondo l'indice SEO calcolato da Searchmetrics⁷⁵, superando anche Inter e Juventus (Statista, 2019). Questi dati evidenziano come il Milan sia riuscito a mantenere attrattività, riconoscibilità e fedeltà nei confronti della propria community, anche durante fasi alterne dal punto di vista sportivo.

⁷⁵ È un valore che misura la visibilità organica di un sito web nei risultati dei motori di ricerca, in particolare su Google. Questo indicatore non rappresenta il numero effettivo di visite, ma tiene conto della frequenza con cui il sito compare nei risultati di ricerca, della posizione media ottenuta per le parole chiave più rilevanti e della competitività di tali parole chiave. Un punteggio più elevato corrisponde a una maggiore visibilità online.

L’A.C. Milan si conferma dunque un attore centrale del calcio internazionale, capace di coniugare solida eredità storica, attrattività globale e capacità di engagement. La continuità della sua reputazione, alimentata dalla presenza di grandi campioni e da una strategia di comunicazione efficace, ne fa un caso emblematico di brand sportivo resiliente e internazionale, con una fanbase che si estende ben oltre i confini italiani.

Inoltre, per analizzare in modo approfondito il posizionamento economico e strategico dell’A.C. Milan nel pano rama calcistico europeo, si è fatto ricorso al framework comparativo sviluppato nel capitolo precedente, basato su un campione di 41 club europei selezionati all’interno della Top 50 del report Brand Finance Football 50 (2024), a cui si aggiunge il Milan stesso, per un totale di 42 club oggetto di analisi. L’analisi mira a valutare in che misura il Milan sia oggi in grado di competere con le principali realtà calcistiche europee non solo sul piano economico-finanziario, ma anche in termini sportivi e di sostenibilità ESG. Come per gli altri club inseriti nel framework, anche per il Milan si è proceduto alla raccolta e alla normalizzazione dei dati, applicando la medesima metodologia descritta nel capitolo precedente: i bilanci ufficiali e i report annuali sono stati raccolti in un unico file Excel, elaborati tramite uno script MATLAB dedicato e omogeneizzati in valuta USD. Da questi dati sono stati estratti i principali KPI economico-finanziari (EBITDA, FCFO, ROA, utile netto, CapEx, Debt/Equity e CAGR dei ricavi), gli score sportivi basati su punti conquistati, titoli, partecipazioni UEFA e coefficiente UEFA, e gli indicatori ESG valutati secondo i quattro criteri già illustrati (reporting, iniziative ambientali/sociali, fan engagement, governance).

Anche nel caso del Milan, come per gli altri club, i KPI sono stati calcolati come media pluriennale (2021–2024) e successivamente normalizzati tramite la tecnica min–max, così da garantire la piena comparabilità con il resto del campione. In questo modo il Milan viene analizzato sia in prospettiva verticale, attraverso la lettura integrata dei propri dati, sia in chiave comparata, assumendo il ruolo di caso di riferimento dinamico all’interno del quadro globale tracciato dal framework.

L’applicazione concreta del modello al Milan verrà sviluppata nei paragrafi successivi, dopo aver ricostruito gli eventi che hanno segnato gli ultimi quindici anni della storia societaria, caratterizzati da diversi cambi di proprietà e da una trasformazione profonda delle strategie di gestione. Sarà in particolare l’analisi delle strategie dell’attuale proprietà, il fondo di private equity RedBird Capital Partners, a costituire il punto di raccordo con l’impiego del framework comparativo, così da valutare in che misura le scelte attuali siano coerenti e replicabili rispetto alle dinamiche osservate nel calcio europeo contemporaneo.

4.2 Storia recente: principali sfide economiche, sportive e passaggi di proprietà

La storia recente dell'A.C. Milan, dal 2010 ad oggi, offre un esempio significativo di come i cambiamenti nella governance abbiano influenzato l'andamento economico-finanziario e sportivo del club. In questo quindicennio, infatti, il Milan ha attraversato tre fasi proprietarie distinte: la conclusione dell'era Berlusconi, durata oltre trent'anni e caratterizzata da una gestione fortemente personalistica e legata al contesto imprenditoriale italiano; la breve e controversa parentesi della proprietà cinese guidata da Yonghong Li (2017–2018), culminata con il subentro del fondo statunitense Elliott Management; e infine l'attuale gestione di RedBird Capital Partners, fondo di private equity subentrato nel 2022, che ha impostato un modello di crescita basato su sostenibilità, digitalizzazione e valorizzazione del brand a livello globale. Questa sequenza di passaggi di proprietà e di strategie divergenti ha inciso profondamente sul posizionamento competitivo del Milan, influenzandone tanto la solidità finanziaria quanto la capacità di attrarre capitali, talenti e partnership commerciali. La ricostruzione di tali dinamiche, articolata per fasi cronologiche e proprietarie, consente di evidenziare in che misura le scelte gestionali abbiano determinato le condizioni attuali del club e fornisce la base per l'applicazione del framework comparativo sviluppato nel capitolo precedente.

In questo percorso, un punto di partenza imprescindibile è rappresentato dagli ultimi anni dell'era Berlusconi, che segnarono il passaggio da una stagione di straordinari successi sportivi e di forte visibilità internazionale a una fase di progressivo ridimensionamento economico e competitivo. La gestione Fininvest, pur avendo consolidato il Milan come simbolo del calcio moderno, a partire dal 2010 iniziò a confrontarsi con le nuove logiche di sostenibilità del settore, caratterizzate da ricavi crescenti nei mercati globali e da investimenti sempre più consistenti in infrastrutture, diritti televisivi e marketing. Analizzare questa fase conclusiva permette di comprendere le radici delle difficoltà che condussero alla cessione del club nel 2017, aprendo la strada alle successive esperienze proprietarie.

Il 20 febbraio 1986 Silvio Berlusconi, attraverso la holding Fininvest, acquisì l'A.C. Milan, salvandolo da una situazione di crisi finanziaria che ne metteva a rischio la continuità. Con l'insediamento alla presidenza il mese successivo, ebbe inizio una delle gestioni più longeve e vincenti della storia calcistica mondiale, durata oltre trent'anni e conclusasi nell'aprile 2017 con la cessione alla Rossoneri Sport Investment Lux, veicolo societario guidato dall'imprenditore cinese Yonghong Li.

L'era Berlusconi è stata caratterizzata da una profonda trasformazione del club, sia sotto il profilo sportivo che manageriale. Attraverso investimenti rilevanti sul mercato, un approccio innovativo alla comunicazione e una visione dichiaratamente globale, il Milan divenne un modello di modernizzazione calcistica. Con gli allenatori Arrigo Sacchi e Fabio Capello, e con l'apporto decisivo di campioni internazionali come Van Basten, Gullit e Rijkaard, il club impose un calcio spettacolare e vincente, conquistando successi che lo proiettarono ai vertici mondiali. Il palmarès complessivo dell'era Berlusconi è impressionante: 29 trofei ufficiali, tra cui 8 Scudetti, 5 Coppe dei Campioni/Champions League, 3 Coppe Intercontinentali, 5 Supercoppe europee e una Coppa Italia.

Questo bilancio rese il Milan il club più titolato al mondo nel 2007, dopo la vittoria della Champions League di Atene e del successivo Mondiale per club FIFA⁷⁶.

Tuttavia, a partire dalla fine degli anni Duemila, il modello berlusconiano iniziò a mostrare segnali di esaurimento. Il progressivo disimpegno del proprietario, impegnato parallelamente nell'attività politica, e la crescente difficoltà di sostenere gli ingenti investimenti richiesti dal calcio globale determinarono un calo della competitività. Dopo l'ultimo Scudetto conquistato con Massimiliano Allegri nel 2011, il club entrò in una fase di declino sportivo ed economico, caratterizzata da ricavi stagnanti, bilanci in rosso e frequenti cambi in panchina. La progressiva perdita di competitività, unita alla difficoltà di sostenere gli investimenti necessari in un contesto calcistico sempre più globalizzato e finanziariamente esigente, rese inevitabile la ricerca di nuovi acquirenti. La chiusura di questa fase storica avvenne con la firma del *closing* nell'aprile 2017. In una lettera di commiato Berlusconi sottolineò come “il calcio moderno, per competere ai massimi livelli, necessita di investimenti e risorse che una singola famiglia non è più in grado di sostenere”. Con quella cessione si concluse un'epoca irripetibile, in cui il Milan era divenuto non soltanto un club di calcio vincente, ma anche un fenomeno culturale e mediatico, capace di ridefinire l'identità stessa dello sport italiano ed europeo⁷⁷. L'ingresso di capitali stranieri aprì infatti una fase inedita nella storia del Milan, caratterizzata da grandi aspettative ma anche da notevoli criticità strutturali, che avrebbero inciso profondamente sul futuro immediato del club.

Le vicende legate alla proprietà cinese dell'A.C. Milan emergono in modo dettagliato da un'inchiesta pubblicata da *L'Espresso*⁷⁸, che ha ricostruito la complessa rete finanziaria dietro l'acquisizione del club da parte di Yonghong Li.

Dall'articolo si evince come l'operazione sia stata caratterizzata da una forte opacità nella provenienza dei capitali, dall'uso di società offshore e da un ricorso massiccio al debito, fattori che hanno inciso profondamente sulla stabilità gestionale del club.

La parentesi della proprietà cinese di Yonghong Li (2017–2018) si inserì in un contesto già segnato dalle difficoltà di Fininvest a mantenere il controllo del club, avviando trattative con investitori stranieri a partire dal 2013. Dopo vari tentativi, nel 2016 fu proprio Li a presentarsi come referente di una cordata di nove investitori riuniti nella Sino-Europe Sports. Il contratto preliminare con Fininvest fissava la valutazione del Milan in 740 milioni di euro, comprensivi di 220 milioni di debiti.

Fin dall'inizio emerse la fragilità finanziaria dell'operazione: la prima caparra di 100 milioni fu versata solo in parte con fondi propri, mentre la restante quota proveniva da prestiti bancari e dalla moglie di Li, Huang Qingbo, che garantì direttamente diversi finanziamenti.

⁷⁶ <https://sport.sky.it/calcio/serie-a/silvio-berlusconi-milan-vittorie>

⁷⁷ <https://www.goal.com/it/notizie/silvio-berlusconi-da-presidente-piu-vincente-e-longevo-della-storia-del-milan-a-patron-del-monza/1dhq7xbvv12l012vv25m6oqqpz>

⁷⁸ <https://lespresso.it/c/inchieste/2023/7/3/il-mistero-della-vendita-del-milan-nessuno-sa-ancora-chi-siano-i-veri-finanziatori-delloperazione/2593>

Le successive tranche furono coperte da una fitta rete di società con sede a Hong Kong, nelle Isole Vergini Britanniche e in altri paradisi fiscali, alimentando sospetti sull'effettiva provenienza del capitale. I rinvii del saldo finale – prima a dicembre 2016, poi a marzo 2017 – furono giustificati con le restrizioni imposte dal governo cinese agli investimenti nel calcio, ma in realtà riflettevano la difficoltà dell'imprenditore a reperire liquidità stabile. Il momento decisivo arrivò nella primavera del 2017, quando Li non fu in grado di onorare l'ultima parte del pagamento a Fininvest. Per evitare il fallimento dell'operazione, si rivolse al fondo statunitense Elliott, che attraverso la società lussemburghese Project RedBlack erogò circa 308 milioni di euro: 180 milioni destinati al saldo finale verso Fininvest e il resto per rifinanziare debiti pregressi e fornire liquidità al club. In cambio, Elliott ottenne in garanzia le azioni del Milan e impose l'obbligo a Li di partecipare ai futuri aumenti di capitale, pena l'immediata escussione del pegno. Nel giugno 2018, incapace di versare 32 milioni per l'ennesimo aumento di capitale, Li perse definitivamente il controllo: Elliott escusse il pegno sulle azioni e divenne proprietario del club.

Dal punto di vista sportivo, il biennio 2016–2018 fu altrettanto incerto. Dopo anni di assenza dalle competizioni europee di vertice, il Milan tornò in Europa League nella stagione 2017/18, ma senza riuscire a competere con continuità ai massimi livelli. Gli ingenti investimenti sul mercato dell'estate 2017 – oltre 200 milioni di euro spesi per l'acquisto di undici nuovi giocatori, non portarono ai risultati sperati: la squadra chiuse al sesto posto in campionato e venne eliminata agli ottavi di Europa League.

La strategia aggressiva e poco sostenibile, finanziata prevalentemente a debito, non riuscì dunque a colmare il divario competitivo con i top club europei, ma contribuì invece ad aggravare la fragilità economica della società. La parabola cinese del Milan si concluse così dopo appena un anno di gestione diretta, lasciando in eredità un aggravio finanziario e ulteriore instabilità gestionale. L'esperienza di Yonghong Li rappresenta un caso emblematico di acquisizione sostenuta quasi esclusivamente da debito e da capitali opachi, che finì per aprire la strada all'ingresso stabile di un grande fondo internazionale nel calcio italiano.

All'instabilità della gestione cinese fece seguito l'ingresso di Elliott Management, che dal luglio 2018 assunse il controllo del club esercitando il pegno sulle azioni di Yonghong Li. Il fondo statunitense avviò una fase di profonda ristrutturazione economico-finanziaria e organizzativa, fondata su un modello di gestione sostenibile e orientato alla modernizzazione.

Le informazioni relative alla gestione Elliott, di seguito riportate, si basano sull'analisi pubblicata da *IusLetter* (24 maggio 2022)⁷⁹, che a sua volta richiama un articolo de *Il Sole 24 Ore*. Questa fonte giornalistica offre una ricostruzione dettagliata delle strategie adottate dal fondo statunitense per rilanciare il Milan dopo la parentesi cinese, mettendo in evidenza i pilastri della governance, le dinamiche finanziarie e i risultati sportivi raggiunti. Il successo in campionato del 2022, ottenuto con la rosa più giovane mai capace di vincere lo scudetto (nell'era dei tre punti), ha rappresentato l'emblema della strategia di Elliott: un progetto che ha coniugato competitività sportiva e risanamento aziendale.

⁷⁹ <https://iusletter.com/oggi-sulla-stampa/ac-milan-con-elliott-il-valore-della-societa-raddoppiato-dal-2018/>

L'approccio si è basato su quattro pilastri: rafforzamento tecnico-sportivo, modernizzazione dei processi interni, incremento dei ricavi grazie a nuove partnership e sponsor internazionali, e infine investimenti infrastrutturali, seppur frenati dalle incertezze sul nuovo stadio.

Sostenuto da iniezioni di liquidità superiori a 700 milioni di euro (incluso il prestito iniziale a Li e al netto del rimborso dei bond), il Milan ha potuto ridurre le perdite e i costi del lavoro, azzerare il debito finanziario e raddoppiare la propria valutazione, superando il miliardo. Parallelamente, il club ha migliorato la propria capacità di generare ricavi: tra il 2021 e il 2022 sono state sottoscritte 26 nuove partnership, tra cui il primo sponsor sul retro maglia (Wefox), e sono stati attivati accordi con brand globali come BMW, Gatorade, Sony Pictures, Google e Apple Music. Questo rilancio commerciale si è accompagnato a una crescente proiezione digitale e culturale: dai Milan Studios inaugurati nel 2021, all'espansione nei settori della musica, della moda e degli e-games, fino alla crescita esponenziale delle community social (oltre un milione di follower su YouTube e più di 4 milioni su TikTok). Come sottolineato dall'ex CEO Ivan Gazidis, il progetto Elliott ha permesso di creare un modello sostenibile e innovativo, capace di integrare performance sportive e solidità economica in un circolo virtuoso destinato a consolidare il Milan tra i club leader del calcio europeo.

Il percorso avviato da Elliott ha dunque rappresentato un punto di svolta decisivo nella storia recente del Milan, restituendo al club solidità finanziaria, credibilità internazionale e competitività sportiva. Al tempo stesso, l'azione del fondo ha posto le basi per una nuova fase di sviluppo: quella inaugurata nel 2022 con il subentro di RedBird Capital Partners. Se da un lato l'eredità di Elliott consiste in una governance rafforzata e in un modello di business più sostenibile, dall'altro RedBird ha introdotto una visione maggiormente orientata all'espansione globale del brand, alla digitalizzazione e alla creazione di sinergie tipiche dei fondi di private equity. La transizione tra i due fondi segna quindi non una rottura, ma un'evoluzione, che merita di essere approfondita per comprendere la traiettoria attuale e futura del Milan.

Il passaggio dall'era Elliott a quella RedBird si è concretizzato il 31 agosto 2022, quando fu ufficializzato il closing dell'operazione che attribuiva al Milan una valutazione di circa 1,2 miliardi di euro. L'acquisizione avvenne attraverso Acm Bidco, veicolo olandese controllato da Gerry Cardinale, fondatore di RedBird Capital Partners, fondo di private equity che al tempo gestiva circa 6 miliardi di dollari di asset (saliti a 10 miliardi nel 2024). L'operazione fu resa possibile anche grazie a un vendor loan da 550 milioni concesso da Elliott a RedBird, con un tasso di interesse del 7% annuo e scadenza al 2025. Quasi metà del valore della transazione derivava dunque da finanziamenti messi a disposizione dallo stesso venditore, che mantenne inizialmente un'influenza significativa attraverso la presenza di propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione. La valutazione di mercato del Milan appariva peraltro superiore a quella stimata da Football Benchmark, che nello stesso periodo collocava l'enterprise value del club intorno ai 578 milioni: un multiplo dei ricavi superiore a 4,5, comparabile con i maggiori club europei pur in assenza di asset patrimoniali di rilievo come uno stadio di proprietà⁸⁰.

⁸⁰ <https://www.gazzetta.it/Calcio/Serie-A/Milan/13-03-2024/milan-da-elliott-a-redbird-l-analisi-finanziaria.shtml>

Nel nuovo consiglio di amministrazione, insediato a settembre 2022, entrarono Gordon Singer (figlio del fondatore di Elliott), Giorgio Furlani e Stefano Cocirio, in precedenza manager del fondo statunitense. Successivamente, Furlani assunse la carica di amministratore delegato del Milan e Cocirio quella di chief financial officer, mentre Singer mantenne un ruolo rilevante come consigliere strategico. A conferma della continuità, Paolo Scaroni, presidente del club dal 2018, è stato nominato da Cardinale anche presidente di RedBird International.

Nell'autunno del 2024, RedBird ha rifinanziato il prestito: con un investimento aggiuntivo di 170 milioni, ha ridotto il capitale residuo da 550 a 489 milioni, estendendo la scadenza del prestito fino a luglio 2028⁸¹. Questo ha garantito maggiore respiro finanziario e margine di manovra al management.

Sul piano economico, la gestione RedBird ha portato risultati tangibili che segnano una discontinuità rispetto alle fasi precedenti. Dopo quasi vent'anni di bilanci sistematicamente in perdita, il Milan ha chiuso la stagione 2022-23 con un utile netto di circa 6 milioni di euro, un traguardo simbolico che ha testimoniato la solidità del percorso intrapreso⁸². L'anno successivo il trend è stato confermato, con ricavi che hanno superato i 450 milioni di euro e un nuovo piccolo utile. Si tratta di numeri significativi se letti alla luce della storia recente del club, poiché mostrano una struttura finalmente capace di autofinanziarsi e di crescere senza ricorrere in modo eccessivo a debito o dismissioni straordinarie.

Il miglioramento è stato trainato da più fattori: da un lato, il contenimento dei costi legati alla rosa e al personale, dall'altro una forte spinta sull'area commerciale, con nuove partnership internazionali e un rinnovato appeal del brand sui mercati globali. A ciò si è aggiunto l'aumento dei ricavi da stadio, favorito dal ritorno stabile in Champions League e da un tasso di riempimento di San Siro tra i più alti in Europa. L'insieme di queste componenti ha permesso al Milan non solo di tornare competitivo sul campo europeo, ma anche di raddoppiare in pochi anni la propria valutazione complessiva, superando il miliardo di euro al momento del passaggio di proprietà a RedBird⁸³. Il rifinanziamento del prestito concesso da Elliott – posticipato al 2028 con una riduzione del capitale residuo – rappresenta un ulteriore segnale della volontà di garantire sostenibilità nel lungo periodo. Tuttavia, questo strumento finanziario conferma anche la dipendenza del club da logiche tipiche dei fondi di private equity, che puntano a valorizzare rapidamente l'asset e a incrementarne l'attrattività per potenziali futuri investitori.

La strategia di RedBird non si è limitata al risanamento dei conti, ma ha puntato con decisione sulla valorizzazione del brand Milan in una prospettiva globale, investendo in innovazione, digitalizzazione e contenuti. L'obiettivo è stato quello di trasformare il club in una vera e propria piattaforma culturale e mediatica, capace di dialogare con le nuove generazioni e con pubblici internazionali. In questa direzione si inseriscono progetti legati a media proprietari, e-sports, collaborazioni con brand della moda e

⁸¹ <https://www.acmilan.com/it/news/articoli/club/2024-12-20/comunicato-societario>

⁸² <https://apnews.com/article/milan-finances-profit-record-revenue-44bf6bb0dd041ec07c06cbde7449647f>

⁸³ <https://brandfinance.com/insights/ac-milan-brand-identity-at-the-centre-of-growth?>

dell'intrattenimento, nonché un'intensa attività di comunicazione digitale che ha portato a un significativo incremento del pubblico social e dell'engagement online. Queste iniziative hanno contribuito a rafforzare il posizionamento del Milan come marchio sportivo contemporaneo, coerente con le tendenze della sport industry globale e orientato a una sostenibilità di lungo periodo, in linea con i criteri di valorizzazione del brand riconosciuti da agenzie come Brand Finance⁸⁴. Parallelamente, RedBird ha rilanciato con forza il tema delle infrastrutture, sostenendo un progetto condiviso con l'Inter per la costruzione di un nuovo stadio a San Donato Milanese, dal valore stimato superiore al miliardo di euro. Si tratta di un investimento strategico, considerato indispensabile per aumentare i ricavi da matchday, migliorare l'esperienza del tifoso e adeguare il club agli standard europei in vista di eventi come Euro 2032. Il presidente Scaroni ha più volte sottolineato come la visione industriale di RedBird sia stata determinante nel dare nuovo slancio a questo dossier, che rappresenta una leva fondamentale per la crescita strutturale del club nel medio-lungo periodo⁸⁵.

Nonostante i progressi compiuti sul fronte finanziario e la stabilità patrimoniale garantita dall'ingresso di RedBird, la gestione sportiva del Milan ha mostrato limiti e fragilità che ne hanno rallentato il percorso di consolidamento. La stagione 2024-25 ha rappresentato un punto critico in questo senso: alle spalle di un club risanato nei conti, si è palesata una squadra incapace di trovare continuità, penalizzata da scelte tecniche spesso rimesse in discussione e da una programmazione che non ha permesso di costruire un gruppo solido e duraturo. L'alternanza di allenatori e l'incapacità di dare stabilità al progetto hanno acuito la percezione di instabilità. Dopo alcuni acuti isolati, come la vittoria in Supercoppa, il campionato ha restituito un bilancio ben più amaro, con un piazzamento di metà classifica che ha escluso il club dalle competizioni europee per la prima volta da quasi un decennio. Una delusione che ha alimentato il malcontento dei tifosi e reso evidente la distanza tra la solidità dei conti e la difficoltà a tradurla in risultati sul campo. Dietro queste difficoltà si coglie una criticità strutturale: in un calcio sempre più globalizzato e soggetto a continui stravolgimenti di mercato, il Milan fatica a trasformare la sua nuova stabilità economica in una progettualità sportiva di lungo periodo. Le scelte rapide, i cambi frequenti e la pressione di dover restare competitivi subito hanno ostacolato la creazione di un percorso lineare, aprendo interrogativi sulla capacità della nuova governance di coniugare in modo duraturo performance sportiva e sostenibilità gestionale.

La gestione RedBird ha consolidato il risanamento avviato da Elliott, portando il Milan a una stabilità economica e patrimoniale che mancava da oltre un decennio e rafforzandone l'immagine internazionale attraverso un lavoro mirato sul brand e sulle partnership commerciali. Al tempo stesso, però, le difficoltà emerse sul piano sportivo, tra cambi repentini di allenatore, risultati altalenanti e l'incapacità di costruire un gruppo stabile, mostrano come la solidità dei conti non si traduca automaticamente in continuità tecnica.

⁸⁴ <https://www.luxurytribune.com/en/ac-milan-wants-to-play-in-the-big-leagues>

⁸⁵ <https://redbirdcap.com/wp-content/uploads/2024/03/Fortune-RedBird-03-30-24.pdf>

Il Milan rappresenta oggi un caso emblematico di club che, pur avendo recuperato credibilità finanziaria e attrattività globale, deve ancora trovare un equilibrio duraturo tra sostenibilità gestionale e performance sportive. È proprio a partire da questa duplice dimensione che, nei paragrafi successivi, si applicherà il framework comparativo elaborato nei capitoli precedenti, per valutare in termini sistemici il posizionamento dei rossoneri nel panorama europeo.

In conclusione, il percorso che ha condotto il Milan dall'era Berlusconi alla gestione RedBird mostra come i cambiamenti di proprietà abbiano inciso profondamente sulle traiettorie del club, alternando fasi di espansione sportiva a momenti di crisi gestionale e finanziaria. L'instabilità della parentesi cinese, il risanamento strutturale garantito da Elliott e l'attuale rilancio internazionale guidato da RedBird delineano una sequenza che riflette le dinamiche più ampie di globalizzazione e finanziarizzazione del calcio europeo. Per comprendere appieno l'impatto di queste diverse strategie proprietarie, è ora necessario spostare l'attenzione sui dati economico-finanziari: l'analisi comparata dei bilanci consente infatti di verificare in che misura le scelte di governance si siano tradotte in risultati concreti, tanto sul piano della sostenibilità quanto su quello della competitività sportiva. È a questa prospettiva che sarà dedicato il paragrafo successivo.

4.3 Passaggi di proprietà e impatti strategici

Dopo aver ricostruito le principali tappe della storia recente dell'A.C. Milan, è ora necessario soffermarsi sugli effetti che ciascuna fase gestionale ha prodotto in termini strategici ed economico-finanziari. L'analisi prende avvio dagli ultimi anni della gestione Berlusconi, contraddistinti da un progressivo calo di competitività e da un modello sempre meno sostenibile rispetto all'evoluzione del calcio globale. Successivamente, verranno esaminate la breve e instabile parentesi di Yonghong Li, il profondo risanamento operato da Elliott Management, e infine la visione strategica introdotta da RedBird Capital Partners.

L'obiettivo è comprendere come le differenti visioni imprenditoriali abbiano inciso sulla solidità patrimoniale, sulla governance e sul posizionamento competitivo del club, influenzandone la capacità di coniugare sostenibilità economico-finanziaria e performance sportiva. Per farlo si farà riferimento a un set di indicatori chiave di performance (come ad esempio EBITDA, EBIT, FCFO, rapporto debito/capitale), già applicati al framework comparativo del Capitolo 3, che consentiranno di valutare in dettaglio la traiettoria del Milan in ciascuna fase proprietaria, evidenziando continuità, discontinuità e ricadute manageriali. Gli indicatori sono stati estratti ed elaborati a partire dai bilanci ufficiali mediante l'utilizzo di MATLAB, al fine di garantire coerenza metodologica: lo stesso approccio e le medesime formule sono infatti stati impiegati anche per le altre squadre analizzate nel capitolo precedente, assicurando omogeneità e comparabilità dei risultati.

4.3.1 L'ultima fase dell'era Berlusconi (2010–2016): segnali di crisi economico-finanziaria

Il periodo 2010–2016 costituisce la fase conclusiva della lunga gestione di Silvio Berlusconi e di Fininvest, durata oltre trent'anni. Se gli anni Ottanta, Novanta e Duemila avevano consacrato il Milan come modello di modernizzazione calcistica, innovazione tattica e successo internazionale, il decennio successivo fu segnato da un progressivo ridimensionamento, sia sul piano sportivo che su quello economico-finanziario. Questo declino non fu il risultato di un evento isolato, ma piuttosto l'esito di una serie di dinamiche intrecciate: la trasformazione del calcio europeo in un'industria sempre più globalizzata e capital intensive, il disimpegno progressivo della proprietà e la difficoltà di adattare il modello gestionale alle nuove logiche di sostenibilità.

Figura 29 Andamento dei principali KPI economico-finanziari dell'A.C. Milan nell'ultimo periodo di "Silvio Berlusconi" (2010–2016)

Anno	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Ricavi	456,94	404,53	297,59	246,11	188,88	227,74	249,65	100,67	223,94	221,04	233,57	278,71	329,31	231,02	219,26
EBITDA	106,92	86,20	21,39	-5,17	-60,92	-39,27	11,87	-0,29	-9,46	-24,15	-5,14	51,95	61,87	-49,38	-48,05
Utile Netto	4,11	6,07	-66,54	-96,42	-194,62	-145,99	-126,02	-32,62	-74,87	-89,30	-91,29	15,72	-6,86	-75,54	-64,80
Ammortamenti	93,73	71,27	76,37	81,15	125,68	92,99	110,52	26,56	58,99	59,09	53,93	51,90	56,87	58,11	56,10
Tasse	8,16	7,47	6,48	4,86	2,22	3,45	4,80	2,36	4,88	-5,14	6,74	2,90	5,90	24,27	24,44
CCN	-47,24	-88,64	-75,93	-78,39	-156,38	-178,22	-273,40	-175,14	-155,68	-169,92	-221,57	-211,46	-190,45	-215,26	-225,76
Delta CCN	41,40	-12,71	2,46	77,99	21,84	95,18	-98,26	-19,46	14,24	51,65	-10,11	-21,01	24,81	10,50	
FCFO	-31,38	24,05	-44,24	-143,60	-163,65	-195,70	23,28	-0,94	-66,26	-114,91	-34,79	21,06	-21,01	-92,19	
CapEx	93,73	71,27	76,37	81,15	125,68	92,99	110,52	26,56	58,99	59,09	53,93	51,90	56,87	58,11	56,10
DebtEquityRatio	0,50	0,40	0,54	1,86	3,38	1,15	-4,28	-4,83	-3,61	-5,74	-2,63	-3,88	-4,57	13,70	33,13
Margine EBITDA percent	23,40	21,31	7,19	-2,10	-32,25	-17,24	4,75	-0,29	-4,22	-10,93	-2,20	18,64	18,79	-21,37	-21,92
ROA percent	2,03	2,62	-10,93	-21,28	-49,03	-29,01	-22,67	-6,92	-21,72	-22,49	-20,28	0,02	0,00	-20,55	-19,93
Ricavi YoY percent	12,96	35,93	20,92	30,30	-17,06	-8,78	148,00	-55,05	1,32	-0,05	-0,16	-0,15	0,43	5,37	
EBITDA YoY percent	24,04	303,01	-513,37	-91,51	55,11	-430,93	-4136,39	-96,89	-60,86	3,70	-1,10	-0,16	-2,25	2,76	
FCFO YoY percent	-230,44	-154,37	-69,19	-12,25	-16,37	-940,58	-2569,47	-98,58	4,74	2,30	-2,65	-2,00	-0,77		
ROA YoY percent	-22,66	-123,95	-48,61	-56,61	69,03	27,95	227,63	-68,13	-3,43	0,11	-1240,84	9,95	-1,00	3,07	
CapEx YoY percent	31,52	-6,68	-5,89	-35,43	35,16	-15,87	316,17	-54,98	-0,16	0,10	0,04	-0,09	-0,02	3,57	

Dal punto di vista economico, gli indicatori chiave di performance mostrano con chiarezza l'emergere di una fragilità strutturale. Sul piano dei ricavi, si osserva un andamento stagnante, oscillante tra 219 e 233 milioni di euro nella maggior parte del periodo, con un picco isolato nel 2012 (329 milioni) legato a fattori straordinari. Questa crescita effimera non fu consolidata negli anni successivi: dal 2013 i ricavi iniziarono nuovamente a calare, segnalando l'incapacità di adattarsi al nuovo contesto europeo, caratterizzato dall'esplosione dei diritti televisivi internazionali e dall'espansione delle sponsorship globali.

Gli indicatori reddituali mettono in luce un quadro ancora più problematico. L'EBITDA si mantenne stabilmente negativo in cinque esercizi su sette, con picchi di -48 milioni (2010) e -49 milioni (2011), mentre solo nel biennio 2012–2013 si registrò una temporanea ripresa (61,9 e 52 milioni rispettivamente). Tuttavia, questa parentesi positiva non fu sufficiente a invertire la tendenza di fondo: dal 2014 l'EBITDA tornò a valori negativi, confermando la debolezza strutturale della gestione caratteristica. L'utile netto segue un andamento simile: fortemente negativo in quasi tutti gli esercizi (-91,3 milioni nel 2014; -89,3 milioni nel 2015; -74,9 milioni nel 2016), con l'unica eccezione del 2013 (+15,7 milioni), risultato comunque insufficiente a compensare le perdite cumulate.

Particolarmente allarmante è la dinamica del Free Cash Flow from Operations (FCFO), indicatore che misura la capacità del club di trasformare la gestione in liquidità. Nel periodo 2010–2016 il Milan registrò valori negativi in cinque anni su sette, con picchi di –114,9 milioni nel 2015 e –92,2 milioni nel 2011. L'unica eccezione significativa fu il 2013 (+21 milioni), subito vanificata dalle perdite degli anni successivi. Ciò indica che il club non era in grado di autofinanziare investimenti e fabbisogno corrente, dipendendo dalle iniezioni di capitale della proprietà.

Il rapporto debito/capitale conferma l'instabilità della struttura patrimoniale. Dopo valori molto elevati nel 2010 e nel 2011 (33,1 e 13,70), l'indicatore scese progressivamente fino a diventare negativo a partire dal 2012 (–4,57), riflettendo una situazione paradossale in cui l'equity risultava eroso dalle perdite e incapace di garantire copertura finanziaria. Una dinamica simile emerge anche dal ROA, costantemente negativo (–19/–22% tra il 2010 e il 2016, con la sola eccezione del 2012–2013) e quindi indicativo di una gestione incapace di generare valore economico dagli asset disponibili.

Questi trend finanziari si rifletterono direttamente sulle scelte strategiche. Dopo la vittoria dello Scudetto nella stagione 2010/11, la politica di investimenti sul mercato subì un netto ridimensionamento. A partire dal 2012, la necessità di contenere i costi portò alla cessione di diversi campioni (tra cui Thiago Silva e Zlatan Ibrahimović al Paris Saint-Germain), privando la squadra di leader tecnici e riducendo la competitività complessiva. L'assenza di programmazione sportiva di lungo periodo si tradusse in frequenti cambi di allenatore e in una scarsa continuità dei risultati, con un progressivo allontanamento dalla Champions League: competizione non solo prestigiosa, ma anche fondamentale per garantire entrate rilevanti da premi UEFA e diritti televisivi. Il mancato accesso stabile alla Champions League generò un effetto a catena: riduzione dei ricavi da competizioni internazionali, minore visibilità globale, perdita di appeal commerciale nei confronti di sponsor e partner multinazionali. Nonostante la forza del brand Milan, consolidata da decenni di successi, la capacità di attrarre nuove partnership si indebolì, con riflessi negativi sulle entrate commerciali.

L'assenza di uno stadio di proprietà rappresentò un ulteriore elemento critico. Mentre in Europa si affermava il modello di impianti moderni e multifunzionali, capaci di generare ricavi aggiuntivi attraverso hospitality, eventi e attività extra-sportive, il Milan restava vincolato a San Siro, uno stadio condiviso con l'Inter, con margini di profitto limitati e dipendenti dalle concessioni comunali: ciò privava il club di una delle principali leve di crescita che caratterizzavano i competitor europei.

Infine, il progressivo disimpegno diretto di Silvio Berlusconi accentuò la percezione di un club privo di una strategia di rilancio. Le dichiarazioni del presidente, culminate nella lettera di commiato del 2017, sottolineavano come il “calcio moderno necessiti di risorse che una singola famiglia non può più garantire”. Tale affermazione racchiude il nodo cruciale degli anni 2010–2016: un modello di gestione familiare, che aveva reso grande il Milan, non era più sostenibile in un'industria ormai dominata da logiche di finanziarizzazione, global branding e governance manageriale.

Gli ultimi anni della gestione Berlusconi possono essere letti come un caso emblematico di disallineamento tra la tradizione e il nuovo paradigma del calcio europeo. Gli indicatori economico-finanziari negativi evidenziano una crescente fragilità, mentre i risultati sportivi altalenanti e la perdita di centralità in Europa confermano l'incapacità di mantenere un modello competitivo. Questa fase di declino rese inevitabile la ricerca di nuovi investitori esteri, ponendo le basi per il passaggio di proprietà del 2017 e aprendo la strada all'ingresso dei fondi internazionali nel calcio italiano.

4.3.2 La breve parentesi “Yonghong Li” (2017–2018): strategie e impatti finanziari

Il biennio 2017–2018, segnato dall’acquisizione del Milan da parte dell’imprenditore cinese Yonghong Li, rappresenta uno degli episodi più controversi della storia recente del club. Sin dalle prime fasi, l’operazione si distinse per l’opacità circa la provenienza dei capitali e per la debolezza della struttura finanziaria, elementi che - come evidenziato nel paragrafo precedente – avrebbero inciso in maniera determinante sulla brevissima parentesi di Li alla guida della società.

Figura 30 *Andamento dei principali KPI economico-finanziari dell’A.C. Milan nel breve periodo di “Yonghong Li” (2017–2018)*

Anno	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Ricavi	456,94	404,53	297,59	246,11	188,88	227,74	249,65	100,67	223,94	221,04	233,57	278,71	329,31	231,02	219,26
EBITDA	106,92	86,20	21,39	-5,17	-60,92	-39,27	11,87	-0,29	-9,46	-24,15	-5,14	51,95	61,87	-49,38	-48,05
Utile Netto	4,11	6,07	-66,54	-96,42	-194,62	-145,99	-126,02	-32,62	-74,87	-89,30	-91,29	15,72	-6,86	-75,54	-64,80
Ammortamenti	93,73	71,27	76,37	81,15	125,68	92,99	110,52	26,56	58,99	59,09	53,93	51,90	56,87	58,11	56,10
Tasse	8,16	7,47	6,48	4,86	2,22	3,45	4,80	2,36	4,88	-5,14	6,74	2,90	5,90	24,27	24,44
CCN	-47,24	-88,64	-75,93	-78,39	-156,38	-178,22	-273,40	-175,14	-155,68	-169,92	-221,57	-211,46	-190,45	-215,26	-225,76
Delta CCN	41,40	-12,71	2,46	77,99	21,84	95,18	-98,26	-19,46	14,24	51,65	-10,11	-21,01	24,81	10,50	
FCFO	-31,38	24,05	-44,24	-143,60	-163,65	-195,70	23,28	-0,94	-66,26	-114,91	-34,79	21,06	-21,01	-92,19	
CapEx	93,73	71,27	76,37	81,15	125,68	92,99	110,52	26,56	58,99	59,09	53,93	51,90	56,87	58,11	56,10
Debt/EquityRatio	0,50	0,40	0,54	1,86	3,38	1,15	-4,28	-4,83	-3,61	-5,74	-2,63	-3,88	-4,57	13,70	33,13
Margine EBITDA_percent	23,40	21,31	7,19	-2,10	-32,25	-17,24	4,75	-0,29	-4,22	-10,93	-2,20	18,64	18,79	-21,37	-21,92
ROA_percent	2,03	2,62	-10,93	-21,28	-49,03	-29,01	-22,67	-6,92	-21,72	-22,49	-20,28	0,02	0,00	-20,55	-19,93
Ricavi YoY_percent	12,96	35,93	20,92	30,30	-17,06	-8,78	148,00	-55,05	1,32	-0,05	-0,16	-0,15	0,43	5,37	
EBITDA YoY_percent	24,04	303,01	-513,37	-91,51	55,11	-430,93	-4136,39	-96,89	-60,86	3,70	-1,10	-0,16	-2,25	2,76	
FCFO YoY_percent	-230,44	-154,37	-69,19	-12,25	-16,37	-940,58	-2569,47	-98,58	4,74	2,30	-2,65	-2,00	-0,77		
ROA YoY_percent	-22,66	-123,95	-48,61	-56,61	69,03	27,95	227,63	-68,13	-3,43	0,11	-1240,84	9,95	-1,00	3,07	
CapEx YoY_percent	31,52	-6,68	-5,89	-35,43	35,16	-15,87	316,17	-54,98	-0,16	0,10	0,04	-0,09	-0,02	3,57	

Dal punto di vista economico-finanziario, è necessario premettere che a partire dal 2017 l’A.C. Milan ha modificato i propri criteri di rendicontazione: la chiusura dell’esercizio è stata spostata dal 31 dicembre al 30 giugno, in linea con la prassi delle società calcistiche europee, e sono stati adottati i principi contabili internazionali IFRS in sostituzione degli standard italiani OIC. Ne deriva che il bilancio 2017 copre un periodo semestrale (1° gennaio – 30 giugno 2017) e presenta quindi valori non direttamente comparabili con quelli degli esercizi precedenti o successivi.

Alla luce di questa premessa, i dati mettono in evidenza un quadro contraddittorio. Nel 2017, i ricavi si attestarono a poco più di 100 milioni di euro, il livello più basso dell’ultimo quindicennio, riflesso sia della durata dimezzata dell’esercizio sia dell’assenza di qualificazione alle competizioni europee e della fragilità della struttura commerciale. L’EBITDA fu pressoché nullo (-0,3 milioni), a dimostrazione di una gestione caratteristica incapace di generare margini. L’utile netto registrò una perdita di -32,6 milioni, mentre il Debt/Equity, fortemente negativo (-4,8), confermava l’erosione del capitale proprio e una dipendenza crescente dal debito.

Il 2018 mostrò segnali solo apparentemente migliori. I ricavi risalirono a circa 250 milioni di euro, anche grazie al ritorno del club nelle competizioni europee e da una campagna acquisti straordinariamente onerosa (oltre 200 milioni spesi nell’estate 2017 per 11 nuovi acquisti). L’EBITDA tornò positivo (+11,9 milioni), ma nonostante ciò l’utile netto crollò a -126 milioni, aggravando la situazione patrimoniale e facendo emergere l’insostenibilità del modello.

Il FCFO, pur positivo (+23,3 milioni), non derivava da una gestione operativa solida, ma rifletteva piuttosto l'effetto temporaneo di flussi di cassa straordinari legati al ciclo di investimenti e alla ricapitalizzazione della società. Questo dato non può quindi essere interpretato come segnale di sostenibilità, poiché non era il risultato di una generazione organica di liquidità dalla gestione caratteristica. Parallelamente, il ROA si attestò su valori fortemente negativi (-22,7%), evidenziando una distruzione sistematica di valore: le risorse investite non solo non produssero ritorni economici adeguati, ma contribuirono ad ampliare le perdite. A ciò si aggiungeva un Debt/Equity ratio pari a -4,28, segnale particolarmente critico: il patrimonio netto risultava ampiamente eroso, al punto che l'impresa si reggeva quasi esclusivamente sul debito. Una simile configurazione patrimoniale rappresenta una condizione di squilibrio strutturale, incompatibile con un modello di crescita sostenibile e in grado di garantire continuità aziendale.

Questa strategia aggressiva, fondata su una campagna acquisti imponente e sul ricorso al debito, non si tradusse in un rafforzamento competitivo duraturo. I risultati sportivi furono modesti: il Milan concluse il campionato 2017/18 al sesto posto e fu eliminato agli ottavi di Europa League, a fronte di aspettative ben superiori. L'assenza di ritorni sportivi adeguati rese ancora più pesante il deficit finanziario, innescando un rapido deterioramento della credibilità internazionale del club.

Il modello di gestione di Yonghong Li può dunque essere descritto come un tentativo di espansione rapida e insostenibile, privo di basi patrimoniali solide e finanziato quasi esclusivamente a debito. L'incapacità dell'imprenditore di far fronte agli aumenti di capitale e di onorare il prestito di Elliott condusse, nel luglio 2018, all'escussione del pegno da parte del fondo statunitense e al conseguente passaggio della proprietà.

In conclusione, il biennio 2017–2018 dimostra i rischi derivanti da un approccio speculativo e opaco alla gestione di un club calcistico: nonostante una temporanea crescita dei ricavi e un miglioramento dell'EBITDA, la perdita netta record e la fragilità patrimoniale evidenziarono l'insostenibilità di un modello basato su capitale di provenienza incerta e sull'assenza di una strategia industriale di lungo periodo. Questa fase segna uno spartiacque, aprendo la strada all'intervento di Elliott Management e all'avvio di un percorso di risanamento strutturale.

4.3.3 La gestione “Elliott Management” (2018–2022): risanamento e solidità finanziaria

L'ingresso di Elliott Management nel luglio 2018 segnò un radicale cambio di paradigma nella gestione dell'A.C. Milan. Dopo il fallimento della proprietà Yonghong Li, il fondo statunitense escusse il pegno a garanzia del prestito concesso e assunse il controllo del club, avviando un piano di ristrutturazione finanziaria e manageriale volto a restituire stabilità a una società fortemente compromessa. Dal punto di vista economico-finanziario, i primi anni di gestione evidenziano l'impatto della fase di transizione.

Figura 31 Andamento dei principali KPI economico-finanziari dell'A.C. Milan nel periodo di gestione di “Elliott Management” (2018–2022)

Anno	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Ricavi	456.94	404.53	297.59	246.11	188.88	227.74	249.65	100.67	223.94	221.04	233.57	278.71	329.31	231.02	219.26
EBITDA	106.92	86.20	21.39	-5.17	-60.92	-39.27	11.87	-0.29	-9.46	-24.15	-5.14	51.95	61.87	-49.38	-48.05
Utile Netto	4.11	6.07	-66.54	-96.42	-194.62	-145.99	-126.02	-32.62	-74.87	-89.30	-91.29	15.72	-6.86	-75.54	-64.80
Ammortamenti	93.73	71.27	76.37	81.15	125.68	92.99	110.52	26.56	58.99	59.09	53.93	51.90	56.87	58.11	56.10
Tasse	8.16	7.47	6.48	4.86	2.22	3.45	4.80	2.36	4.88	-5.14	6.74	2.90	5.90	24.27	24.44
CCN	-47.24	-88.64	-75.93	-78.39	-156.38	-178.22	-273.40	-175.14	-155.68	-169.92	-221.57	-211.46	-190.45	-215.26	-225.76
Delta CCN	41.40	-12.71	2.46	77.99	21.84	95.18	-98.26	-19.46	14.24	51.65	-10.11	-21.01	24.81	10.50	
FCFO	-31.38	24.05	-44.24	-143.60	-163.65	-195.70	23.28	-0.94	-66.26	-114.91	-34.79	21.06	-21.01	-92.19	
CapEx	93.73	71.27	76.37	81.15	125.68	92.99	110.52	26.56	58.99	59.09	53.93	51.90	56.87	58.11	56.10
DebtEquityRatio	0.50	0.40	0.54	1.86	3.38	1.15	-4.28	-4.83	-3.61	-5.74	-2.63	-3.88	-4.57	13.70	33.13
Margine EBITDA_percent	23.40	21.31	7.19	-2.10	-32.25	-17.24	4.75	-0.29	-4.22	-10.93	-2.20	18.64	18.79	-21.37	-21.92
ROA_percent	2.03	2.62	-10.93	-21.28	-49.03	-29.01	-22.67	-6.92	-21.72	-22.49	-20.28	0.02	0.00	-20.55	-19.93
Ricavi YoY_percent	12.96	35.93	20.92	30.30	-17.06	-8.78	148.00	-55.05	1.32	-0.05	-0.16	-0.15	0.43	5.37	
EBITDA YoY_percent	24.04	303.01	-513.37	-91.51	55.11	-430.93	-4136.39	-96.89	-60.86	3.70	-1.10	-0.16	-2.25	2.76	
FCFO YoY_percent	-230.44	-154.37	-69.19	-12.25	-16.37	-940.58	-2569.47	-98.58	4.74	2.30	-2.65	-2.00	-0.77		
ROA YoY_percent	-22.66	-123.95	-48.61	-56.61	69.03	27.95	227.63	-68.13	-3.43	0.11	-1240.84	9.95	-1.00	3.07	
CapEx YoY_percent	31.52	-6.68	-5.89	-35.43	35.16	-15.87	316.17	-54.98	-0.16	0.10	0.04	-0.09	-0.02	3.57	

Nel 2019 i ricavi rimasero modesti (227,7 milioni), mentre l'EBITDA rimase fortemente negativo (-39,3 milioni). L'utile netto segnò una perdita di -146 milioni, aggravata da un FCFO profondamente in rosso (-195,7 milioni), segnale che il club continuava a bruciare cassa e a dipendere da iniezioni di capitale esterne. Il Debt/Equity ratio, positivo ma elevato (1,15), mostrava una struttura finanziaria ancora squilibrata e pesantemente indebitata.

Il 2020 fu un anno particolarmente critico, segnato dall'impatto della pandemia di Covid-19. I ricavi scesero a 188,9 milioni, mentre l'EBITDA crollò a -60,9 milioni e l'utile netto toccò -194,6 milioni. Il ROA (-49,0%) e il Debt/Equity ratio (3,38) confermarono un forte squilibrio patrimoniale: le perdite erodevano rapidamente il capitale proprio, mentre il peso del debito aumentava in modo significativo.

Nonostante questo scenario, Elliott mantenne la rotta del risanamento, puntando su un modello gestionale basato su rigore finanziario, taglio dei costi e riorganizzazione interna. A livello manageriale, il fondo investì nel rafforzamento della governance (con l'arrivo di Ivan Gazidis come CEO e di figure chiave nell'area sportiva e amministrativa) e impostò una strategia di medio periodo volta a riportare sostenibilità economica e competitività sportiva. Il fondo ha impostato il turnaround su quattro assi: (i) miglioramento della performance sportiva, (ii) rafforzamento manageriale e dei processi, (iii) rilancio dei ricavi commerciali, (iv) progetto stadio.

La sintesi “in quattro pilastri” è stata esplicitata dallo stesso CEO Ivan Gazidis (dic. 2018–nov. 2022), che ha collegato il rientro in Champions, la rifondazione organizzativa e il dossier stadio alla sostenibilità economica di medio periodo⁸⁶.

Sul piano patrimoniale, il risanamento è passato attraverso apporti di capitale a copertura perdite e ricostituzione del patrimonio netto da parte del socio di controllo, con delibere assembleari che hanno utilizzato versamenti in conto capitale per coprire i disavanzi 2019–2021. La relazione al 30/06/2021 dettaglia 129,5 mln di apporti del socio di maggioranza e l’utilizzo delle riserve per coprire la perdita consolidata dell’esercizio precedente; la stessa assemblea ha poi approvato il ripiano della perdita 2020/21 tramite versamenti del socio intervenuti tra il 2020 e il 2021⁸⁷. Questi elementi documentano la ricapitalizzazione necessaria a stabilizzare l’equilibrio patrimoniale. Parallelamente, è stato avviato un programma di disciplina dei costi: contenimento del costo del personale intorno a 160–170 mln e riduzione degli ammortamenti dei diritti pluriennali, con il 2021/22 che evidenzia costo del personale sostanzialmente stabile e ammortamenti in lieve calo rispetto al 2020/21. L’obiettivo, esplicitato nei documenti di gestione, era riavvicinare l’EBITDA al pareggio migliorando la mix qualità/prezzo della rosa.

Dal 2021 si iniziarono a vedere i primi effetti di questa impostazione. I ricavi risalirono a 246,1 milioni, mentre l’EBITDA migliorò sensibilmente (–5,2 milioni, vicino alla soglia di pareggio). Le perdite nette rimasero elevate (–96,4 milioni), ma il trend mostrava una graduale riduzione del deficit. Anche il Debt/Equity ratio migliorò (1,86), indicando un parziale riequilibrio della struttura patrimoniale, mentre l’ROA (–21,3%) rimaneva negativo ma in recupero rispetto al 2020. In parallelo, il rientro in UEFA Champions League potenzia la componente audiovisiva. Tutto ciò è documentato nella Relazione 2021/22 (breakdown del valore della produzione, motivazioni degli scostamenti) e nelle interviste di Stylsvig/SportsPro sulla trasformazione commerciale e digitale⁸⁸. Il vero salto qualitativo avvenne nel 2022. I ricavi salirono a quasi 300 milioni di euro, trainati dal ritorno in Champions League e da un progressivo rafforzamento commerciale. L’EBITDA tornò positivo (+21,4 milioni), primo segnale tangibile di una gestione caratteristica in via di stabilizzazione. L’utile netto, pur ancora negativo (–66,5 milioni), si attestò su valori meno drammatici rispetto al passato. Il FCFO rimase in perdita (–44,2 milioni), ma in forte riduzione rispetto agli anni precedenti, mentre il Debt/Equity ratio scese a 0,54, segnale di un significativo miglioramento della sostenibilità patrimoniale. Anche il ROA, pur negativo (–10,9%), mostrava un recupero progressivo.

In questa fase, il percorso di rientro sotto i parametri UEFA fu formalizzato con il Settlement Agreement del 31 agosto 2022 (CFCB First Chamber⁸⁹), che regolava la transizione dal vecchio criterio di break-even del

⁸⁶ Milan CEO Gazidis on resurrection to Serie A title success - ESPN

⁸⁷ Bilanci-Relazioni-2020-21-ITA.pdf

⁸⁸ <https://www.sportspro.com/insights/interviews/casper-stylsvig-ac-milan-cro-sponsor-commercial-strategy/>

⁸⁹ La CFCB First Chamber (UEFA Club Financial Control Body – First Chamber) è l’organo istruttorio indipendente della UEFA incaricato di vigilare sul rispetto delle norme di Financial Fair Play e, dal 2022, del nuovo quadro di Financial Sustainability. Essa analizza i conti dei club, può stipulare Settlement Agreements e, nei casi più gravi, deferire le violazioni alla Second Chamber, competente per l’adozione di sanzioni.

Financial Fair Play al nuovo quadro di Financial Sustainability (UEFA 2022). L'accordo fissava obiettivi di medio termine in termini di riduzione delle perdite, controllo della struttura dei costi e reporting finanziario, rappresentando un passaggio decisivo per il ritorno del Milan entro i parametri europei. Come chiarito nella Relazione 2021/22, tali impegni costituivano una roadmap di monitoraggio pluriennale. A luglio 2025, con l'approvazione definitiva da parte della UEFA, il club ha concluso con successo il proprio percorso di compliance, confermando la piena sostenibilità della gestione e la stabilità raggiunta dopo il periodo di risanamento⁹⁰. Tale risultato non è stato frutto esclusivamente del lavoro di ristrutturazione condotto sotto Elliott, ma anche delle strategie manageriali e di investimento introdotte da RedBird Capital Partners, che hanno consolidato e ampliato i progressi raggiunti. Queste ultime saranno analizzate nel paragrafo successivo, dedicato all'attuale fase di sviluppo del club.

Sul fronte sportivo, la linea è stata acquisti mirati (età media bassa), ingaggi sostenibili, valorizzazione tecnica e supporto analitico alle scelte (scouting & analytics), con l'inserimento di Paolo Maldini all'interno dell'area sportiva e l'inserimento di figure manageriali dedicate ai ricavi per integrare progetto tecnico e modello di business. Questa impostazione, politica di mercato mirata all'acquisto di giovani talenti a costi sostenibili e sul contenimento dei salari unita a una governance più solida, permise al Milan di tornare gradualmente competitivo: il club si qualificò stabilmente per le coppe europee e gettò le basi per la conquista dello Scudetto 2021/22, risultato simbolico della ritrovata stabilità.

In conclusione, il quadriennio 2019–2022 testimonia il passaggio da una situazione di profondo squilibrio finanziario a un percorso di progressivo risanamento. Sebbene le perdite nette rimanessero rilevanti e il cash flow non fosse ancora stabilmente positivo, il ritorno a un EBITDA positivo, la riduzione del Debt/Equity e la ricostruzione della governance posero le basi per il rilancio definitivo del club. Elliott può quindi essere interpretato come il fondamentale “fondo ponte” che, attraverso una gestione disciplinata e orientata alla sostenibilità, preparò il terreno per l'ingresso di RedBird Capital Partners e per la nuova fase di business transformation.

⁹⁰ https://www.sportmediaset.mediaset.it/calcio/uefa-multe-fair-play-finanziario-roma-milan-inter-chelsea_100606908-202502k.shtml

4.3.4 L'ingresso di "RedBird Capital Partners" (dal 2022): strategie di investimento e KPI

L'acquisizione dell'A.C. Milan da parte di RedBird Capital Partners nell'agosto 2022 ha inaugurato una fase nuova e cruciale nella storia del club. Dopo gli anni del risanamento finanziario garantito da Elliott, la proprietà statunitense guidata da Gerry Cardinale ha posto al centro della propria strategia l'obiettivo di trasformare il Milan da società in equilibrio precario a piattaforma industriale capace di coniugare competitività sportiva e sostenibilità economica. Come dichiarato dall'amministratore delegato Giorgio Furlani in una lunga intervista alla Harvard Business School del dicembre 2024, con Elliott la priorità era stata fermare le perdite e ricostruire una base sportiva solida, mentre con RedBird il focus è diventato far crescere il club non solo in campo, ma anche fuori, investendo in infrastrutture, rafforzando la dimensione commerciale e monetizzando il potenziale di un brand globale.

Figura 32 Andamento dei principali KPI economico-finanziari dell'A.C. Milan nei primi anni dell'attuale proprietà "RedBird Capital Partners" (dal 2022)

Anno	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Ricavi	456.94	404.53	297.59	246.11	188.88	227.74	249.65	100.67	223.94	221.04	233.57	278.71	329.31	231.02	219.26
EBITDA	106.92	86.20	21.39	-5.17	-60.92	-39.27	11.87	-0.29	-9.46	-24.15	-5.14	51.95	61.87	-49.38	-48.05
Utile_Netto	4.11	6.07	-66.54	-96.42	-194.62	-145.99	-126.02	-32.62	-74.87	-89.30	-91.29	15.72	-6.86	-75.54	-64.80
Ammortamenti	93.73	71.27	76.37	81.15	125.68	92.99	110.52	26.56	58.99	59.09	53.93	51.90	56.87	58.11	56.10
Tasse	8.16	7.47	6.48	4.86	2.22	3.45	4.80	2.36	4.88	-5.14	6.74	2.90	5.90	24.27	24.44
CCN	-47.24	-88.64	-75.93	-78.39	-156.38	-178.22	-273.40	-175.14	-155.68	-169.92	-221.57	-211.46	-190.45	-215.26	-225.76
Delta_CCN	41.40	-12.71	2.46	77.99	21.84	95.18	-98.26	-19.46	14.24	51.65	-10.11	-21.01	24.81	10.50	
FCFO	-31.38	24.05	-44.24	-143.60	-163.65	-195.70	23.28	-0.94	-66.26	-114.91	-34.79	21.06	-21.01	-92.19	
CapEx	93.73	71.27	76.37	81.15	125.68	92.99	110.52	26.56	58.99	59.09	53.93	51.90	56.87	58.11	56.10
Debt/EquityRatio	0.50	0.40	0.54	1.86	3.38	1.15	-4.28	-4.83	-3.61	-5.74	-2.63	-3.88	-4.57	13.70	33.13
Margine_EBITDA_percent	23.40	21.31	7.19	-2.10	-32.25	-17.24	4.75	-0.29	-4.22	-10.93	-2.20	18.64	18.79	-21.37	-21.92
ROA_percent	2.03	2.62	-10.93	-21.28	-49.03	-29.01	-22.67	-6.92	-21.72	-22.49	-20.28	0.02	0.00	-20.55	-19.93
Ricavi_YoY_percent	12.96	35.93	20.92	30.30	-17.06	-8.78	148.00	-55.05	1.32	-0.05	-0.16	-0.15	0.43	5.37	
EBITDA_YoY_percent	24.04	303.01	-513.37	-91.51	55.11	-430.93	-4136.39	-96.89	-60.86	3.70	-1.10	-0.16	-2.25	2.76	
FCFO_YoY_percent	-230.44	-154.37	-69.19	-12.25	-16.37	-940.58	-2569.47	-98.58	4.74	2.30	-2.65	-2.00	-0.77		
ROA_YoY_percent	-22.66	-123.95	-48.61	-56.61	69.03	27.95	227.63	-68.13	-3.43	0.11	-1240.84	9.95	-1.00	3.07	
CapEx_YoY_percent	31.52	-6.68	-5.89	-35.43	35.16	-15.87	316.17	-54.98	-0.16	0.10	0.04	-0.09	-0.02	3.57	

I dati economico-finanziari confermano il salto di qualità compiuto nel biennio 2023–2024. Nel 2023 i ricavi hanno raggiunto quota 404,5 milioni di euro, grazie al ritorno stabile in Champions League e al consolidamento delle entrate commerciali. L'EBITDA si è attestato a +86,2 milioni, mentre l'utile netto ha registrato un saldo positivo di +6,1 milioni: un traguardo che mancava da tempo nella storia recente del club. Ancora più significativo, il FCFO ha segnato +24,1 milioni, dimostrando la capacità della gestione operativa di generare cassa, mentre il Debt/Equity ratio (0,40) indicava un profilo patrimoniale equilibrato e il ROA (+2,6%) testimoniava una prima capacità di creare valore dagli asset. Nel 2024 i ricavi hanno segnato un nuovo massimo storico a 456,9 milioni di euro, l'EBITDA è salito a +106,9 milioni e l'utile netto, pur in lieve calo, si è mantenuto positivo (+4,1 milioni). Solo il FCFO, tornato negativo (-31,4 milioni), ha evidenziato l'impatto di investimenti straordinari nella rosa e nei progetti infrastrutturali, ma senza compromettere la stabilità patrimoniale, come dimostrano un Debt/Equity ratio fisiologico (0,50) e un ROA ancora positivo (+2,0%). Questi risultati sono la diretta conseguenza della strategia adottata da RedBird. Come ha spiegato Giorgio Furlani, il club non può più contare soltanto sui diritti televisivi, ma deve monetizzare una fanbase globale stimata in oltre 500 milioni di persone attraverso esperienze, contenuti e partnership commerciali.

In quest'ottica, il Milan ha internalizzato la gestione del retail e dell'e-commerce, generando ricavi diretti per oltre 35 milioni, e ha triplicato il valore della sponsorizzazione principale, portandolo a circa 30 milioni annui. Parallelamente sono state rafforzate le collaborazioni con brand di moda e lifestyle come Off-White e Koché e con i New York Yankees, mentre è stata pianificata l'apertura di un flagship store⁹¹ a Milano come segnale tangibile della volontà di rendere il club un marchio globale radicato anche nel territorio.

Un altro fronte cruciale è quello dei ricavi da stadio. Pur nei limiti strutturali di San Siro, il Milan ha implementato nuove soluzioni di hospitality, come i *courtside seats*⁹² ispirati all'NBA e un sistema di dynamic pricing⁹³, che hanno portato gli incassi da circa 35 milioni del 2019 a oltre 80 milioni. Tuttavia, lo stesso Furlani ha riconosciuto che San Siro ha ormai raggiunto un punto di saturazione, e che la vera crescita potrà arrivare solo da un nuovo impianto di proprietà. RedBird considera il progetto stadio il più grande investimento nella storia del club: una struttura da circa 70.000 posti, capace di vivere non solo nei giorni di partita, ma per tutto l'anno, come hub di intrattenimento e business. L'investimento previsto, stimato in oltre un miliardo di euro, rappresenta la leva principale per allineare il Milan ai top club europei sotto il profilo infrastrutturale e commerciale.

La politica sportiva si è mantenuta coerente con l'impostazione di Elliott, ma con una spiccata connotazione data-driven. L'area tecnica guidata da Moncada, supportata da partnership con Zelus Analytics e dalla consulenza di Billy Beane, ha orientato il club verso giovani talenti a costi sostenibili e contratti che preservano valore di asset. La cessione di Sandro Tonali al Newcastle, per circa 70 milioni più bonus, ha rappresentato un caso emblematico di player trading opportunistico, gestito – nelle parole di Furlani – non per necessità ma per rafforzare il complesso della rosa attraverso reinvestimenti mirati.

Parallelamente, RedBird ha rafforzato la governance societaria con la creazione di una “office of the CEO” che integra Gerry Cardinale, Giorgio Furlani, Stefano Cocirio, Geoffrey Moncada e Zlatan Ibrahimović come advisor. Questa struttura collegiale rispecchia l'approccio industriale del fondo, che punta a un'integrazione sempre più stretta tra dimensione sportiva e gestionale. Le sinergie con altri asset di RedBird, come i New York Yankees, la YES Network e SpringHill, completano il quadro, offrendo al Milan piattaforme di contenuti e opportunità di visibilità internazionale.

Infine, sul piano regolamentare, la gestione RedBird ha accompagnato il club verso la conclusione del percorso di rientro UEFA. Con il Settlement Agreement del 31 agosto 2022, la First Chamber del CFCB aveva stabilito obiettivi di riduzione delle perdite e di controllo dei costi.

⁹¹ Con il termine flagship store si indica il negozio “ammiraglia” di un marchio, situato in una location strategica e concepito non solo come punto vendita, ma anche come spazio esperienziale e di rappresentanza del brand, destinato a rafforzarne visibilità e posizionamento internazionale.

⁹² I *courtside seats* sono posti premium collocati a ridosso del campo da gioco, tipici delle arene NBA, che garantiscono un'esperienza di visione esclusiva e ad alto valore commerciale. Nel caso del Milan, il concetto è stato adattato a San Siro come forma innovativa di hospitality per incrementare gli introiti da matchday.

⁹³ Con dynamic pricing si intende un sistema di tariffazione variabile che adatta il prezzo dei biglietti in base a fattori come domanda, avversario, tempistiche di acquisto e disponibilità residua.

Nel luglio 2025, la UEFA ha confermato che il Milan ha rispettato i target intermedi, concludendo con successo il percorso di compliance. Come ha sottolineato Furlani, questo risultato è stato possibile grazie al lavoro di contenimento ereditato da Elliott, ma soprattutto grazie alle strategie di RedBird che hanno costruito un modello industriale competitivo e sostenibile.

In conclusione, il biennio 2023–2024 rappresenta il momento in cui il Milan ha completato la transizione da club in crisi a realtà industriale solida e orientata alla crescita. I bilanci mostrano stabilità operativa, con EBITDA e utile netto positivi e una struttura patrimoniale equilibrata, mentre le strategie delineate da Giorgio Furlani indicano un futuro costruito su infrastrutture, digitalizzazione, brand globale e sostenibilità sportiva. Se Elliott aveva salvato il Milan, RedBird si propone di trasformarlo in un campione industriale del calcio europeo, capace di competere sul piano sportivo e finanziario con i top club internazionali. Tuttavia, come già evidenziato nel paragrafo 4.2, le prestazioni sportive non hanno sempre seguito la stessa traiettoria di quelle economiche, evidenziando una certa asimmetria tra il percorso di stabilizzazione gestionale e la capacità di mantenere risultati costanti sul campo. Questo scarto rappresenta un elemento cruciale per comprendere il posizionamento attuale del club: proprio per questo, il paragrafo successivo (4.4) analizzerà la posizione del Milan all'interno del framework comparativo sviluppato nel Capitolo 3, verificando in che misura i progressi economico-finanziari e le criticità sportive abbiano inciso sulla sostenibilità complessiva e sulla competitività internazionale del club.

4.4 Analisi del posizionamento dell’A.C. Milan all’interno del framework

Dopo aver analizzato in dettaglio l’evoluzione della gestione economico-finanziaria del Milan attraverso le diverse fasi proprietarie – dagli ultimi anni della presidenza Berlusconi, alla parentesi di Yonghong Li, al risanamento di Elliott, fino alla trasformazione industriale avviata da RedBird – è ora possibile collocare il club all’interno del framework comparativo sviluppato nel Capitolo 3. Questo strumento, basato su un insieme di indicatori economici, finanziari, sportivi ed ESG, consente di valutare in chiave sistematica la posizione del Milan rispetto ai principali club europei inclusi nel campione analizzato. Nel Capitolo 3 si è sottolineata la natura dinamica del framework, capace di aggiornarsi qualora il campione si modifichi, ricalcolando media e deviazione standard per restituire una fotografia sempre attuale del settore. In questa applicazione, tuttavia, i parametri statistici di riferimento sono stati mantenuti fissi come valori di settore, calcolati sulla Top 50 escluso il Milan, così da garantire un confronto neutrale e pienamente comparabile. In tal modo, il club viene collocato all’interno di una scala di riferimento stabile, senza che i suoi stessi dati influiscano sulla distribuzione. Questa scelta metodologica risponde all’esigenza di preservare la coerenza comparativa nell’analisi specifica del Milan, pur riconoscendo che, in linea teorica, l’aggiornamento della classifica con l’inclusione del club avrebbe prodotto una rappresentazione dinamica coerente con l’impostazione generale del framework e potenzialmente utile per analisi future.

L’obiettivo di questo paragrafo non è soltanto fotografare lo stato attuale del Milan, ma comprendere come i progressi economico-finanziari degli ultimi anni, uniti alle criticità ancora presenti sul piano sportivo, abbiano inciso sul suo posizionamento competitivo complessivo. In tal modo, sarà possibile verificare in che misura il percorso del club confermi o meno le tendenze emerse a livello di settore, e quale sia il grado di sostenibilità e replicabilità del modello di sviluppo intrapreso.

Figura 33 Posizionamento dell’A.C. Milan nel framework di sostenibilità (2021–2024)

Club	Score economico	Score Sportivo	Score ESG	Score Finale	Classificazione in fasce	
Milan	0,57	0,56	1	0,74	5	<i>Sostenibilità molto alta</i>

Dalla ponderazione dei tre punteggi parziali emerge per il Milan uno score finale pari a 0,74, che colloca il club in Fascia 5 – sostenibilità molto alta. Tale risultato riflette soprattutto la solidità raggiunta sul versante ESG, dove il club ha conseguito il punteggio massimo grazie alla pubblicazione del Rapporto di Sostenibilità 2023/24 conforme agli standard GRI, all’ampiezza delle iniziative sociali e ambientali gestite tramite la Fondazione Milan e al rafforzamento della governance societaria sotto la guida di RedBird. In questo ambito, il Milan si distingue come una delle realtà più avanzate del campione, capitalizzando un vantaggio reputazionale e strategico non trascurabile.

Diversa la situazione per le dimensioni economica e sportiva, che con valori rispettivamente pari a 0,57 e 0,56 si collocano attorno alla media settoriale. Ciò conferma come i progressi degli ultimi anni abbiano permesso al club di stabilizzare i conti e di ritrovare una competitività internazionale, ma senza ancora colmare il divario

con i principali benchmark europei (Real Madrid, Bayern Monaco, Manchester City).

Nel complesso, il posizionamento del Milan evidenzia dunque un profilo in transizione: da un lato, un'eccellenza crescente sul piano ESG e di governance; dall'altro, un percorso di consolidamento economico-finanziario e sportivo ancora in corso. Questo equilibrio parziale spiega la collocazione nella fascia più alta del framework e suggerisce che il modello Milan, pur con margini di miglioramento, possa rappresentare un caso replicabile di sostenibilità integrata nel calcio europeo contemporaneo.

Tale dinamica si inserisce pienamente nella traiettoria tipica degli investimenti dei fondi di private equity, come già illustrato nel Capitolo 3. L'acquisizione da parte di RedBird Capital Partners segue infatti uno schema ormai consolidato: sfruttare il flusso ricorrente di ricavi (diritti televisivi, biglietteria, sponsorizzazioni) per sostenere la fase iniziale, ristrutturare la gestione del club attraverso maggiore efficienza e accountability finanziaria, e infine valorizzarlo come asset industriale, anche in vista di una futura plusvalenza. Come nel caso di altri fondi attivi in Europa, l'orizzonte temporale di RedBird può variare a seconda della natura dell'investimento: da cicli più brevi (3–5 anni), tipici delle strategie opportunistiche, fino a periodi più lunghi (8–15 anni) qualora l'operazione includa progetti infrastrutturali di rilievo, come la costruzione del nuovo stadio. In questo senso, il percorso del Milan dimostra come il private equity stia progressivamente ridefinendo il calcio europeo non solo come fenomeno sportivo o culturale, ma come segmento integrato nei circuiti della finanza internazionale, con logiche industriali e manageriali sempre più simili a quelle di una media company globale.

I risultati dell'analisi del Milan consentono di formulare una prima riflessione sulla domanda di ricerca che ha guidato l'intero lavoro: *in che misura le strategie di business transformation e sostenibilità implementate dal club possono essere considerate un modello per la gestione economico-finanziaria e la transizione green nel calcio?*

Il posizionamento del Milan nella fascia più alta di sostenibilità (Fascia 5, score finale 0,74) dimostra come le scelte manageriali intraprese negli ultimi anni abbiano generato un impatto tangibile sul piano della governance e della sostenibilità complessiva. La pubblicazione di un Rapporto di Sostenibilità conforme agli standard GRI, l'ampliamento delle iniziative sociali e ambientali tramite la Fondazione Milan e il rafforzamento della trasparenza societaria sotto RedBird collocano il club tra le realtà più avanzate d'Europa in ambito ESG. Questo rappresenta un punto di forza decisivo: in un contesto in cui molti club faticano ancora a strutturare strategie ESG coerenti, il Milan è riuscito a trasformare tali pratiche in una leva reputazionale e gestionale.

Sul versante economico-finanziario e sportivo, i progressi sono stati significativi ma non ancora tali da avvicinare i livelli dei top club europei. I punteggi intermedi (0,57 e 0,56) indicano una performance attorno alla media del campione, segnalando che il processo di consolidamento è ancora in corso. Il club ha stabilizzato i conti e ha riconquistato una dimensione internazionale grazie al ritorno stabile in Champions League, ma resta distante dalla leadership economica e sportiva di realtà come Real Madrid, Bayern Monaco o Manchester

City. Questa asimmetria fra eccellenza ESG e prestazioni economico-sportive medie evidenzia la natura “ibrida” del modello Milan: un club che ha già completato una trasformazione manageriale, ma che necessita di ulteriori investimenti e continuità sportiva per rafforzarne la piena replicabilità.

Proprio questa traiettoria ricalca il modello tipico dei fondi di private equity, come discusso nel Capitolo 3. RedBird ha sfruttato i flussi ricorrenti di ricavi per sostenere la fase di ristrutturazione, ha introdotto nuove logiche di gestione orientate all’efficienza e all’accountability finanziaria, e ha valorizzato l’asset anche in prospettiva futura, con il progetto del nuovo stadio come catalizzatore di valore. Si tratta di una strategia che mira a trasformare il Milan in una media company sportiva sostenibile, con un orizzonte di valorizzazione che combina il ciclo tipico degli investimenti PE (3–5 anni) con una visione infrastrutturale di lungo termine (8–15 anni).

Alla luce di questi elementi, è possibile affermare che il Milan rappresenta già oggi un modello parziale ma credibile di business transformation e sostenibilità applicato al calcio europeo: credibile perché offre un benchmark di governance e ESG di alto livello, parziale perché la dimensione sportiva ed economico-finanziaria non ha ancora raggiunto standard di eccellenza comparabili ai leader di settore. La piena risposta alla domanda di ricerca richiede però un’ulteriore verifica: se e in che misura tale modello possa essere trasferito a club di categorie inferiori, dove risorse, dimensione di mercato e capacità di attrarre capitali risultano limitate.

Il quinto e ultimo capitolo sarà quindi dedicato a questa analisi, prendendo come riferimento il caso della Casertana attraverso un’intervista dirigenziale e valutando la possibilità di adattare il framework comparativo elaborato in questa tesi al contesto dei club minori. In tal modo sarà possibile comprendere non solo il valore del Milan come caso di studio, ma anche il grado di replicabilità del modello di sostenibilità e business transformation nelle diverse articolazioni del sistema calcistico europeo.

CAPITOLO 5

L'analisi condotta nei capitoli precedenti ha evidenziato come l'ingresso dei fondi di private equity nel calcio europeo – e in particolare nel caso emblematico dell'A.C. Milan – abbia generato profonde trasformazioni sia sul piano economico-finanziario, sia su quello strategico e gestionale. Tali evidenze sollevano un interrogativo cruciale: in che misura i modelli osservati nei club d'élite possono fungere da riferimento anche per realtà calcistiche di dimensioni minori, caratterizzate da risorse limitate, strutture organizzative meno complesse e una scarsa capacità di attrarre capitali internazionali?

Il presente capitolo si propone di affrontare questa domanda, spostando l'attenzione dal vertice della piramide calcistica verso i livelli intermedi e inferiori del sistema europeo. L'obiettivo non è ripetere l'analisi quantitativa già sviluppata, bensì elaborare una riflessione critica sulle implicazioni manageriali del framework costruito: quali dimensioni risultano trasferibili, quali invece dipendono dalla scala e dal contesto specifico, e in che modo gli strumenti di misurazione della sostenibilità economico-finanziaria, sociale e ambientale possano essere adattati a club con minore visibilità e capacità di investimento.

In particolare, verrà esaminata la potenzialità del modello del Milan come benchmark per altre società, con attenzione sia ai suoi punti di forza sia ai suoi limiti. Successivamente, attraverso lo studio di un caso concreto – la Casertana – si cercherà di valutare la praticabilità e le criticità dell'adozione di pratiche ispirate ai top club in contesti meno strutturati. Infine, si proporrà una versione semplificata del framework, capace di guidare i club minori lungo percorsi di business transformation sostenibile, conciliando obiettivi economici, sportivi e sociali.

5.1 Introduzione: oltre l'élite calcistica

Quando si analizza il ruolo dei fondi di private equity nel calcio, il rischio è concentrare l'attenzione esclusivamente sull'élite europea: i grandi club che dominano i principali campionati, attraggono capitali internazionali e sviluppano modelli gestionali sempre più sofisticati. Questa visione, seppur centrale, sarebbe però parziale. Il calcio europeo è infatti composto in larga misura da società di medie e piccole dimensioni che operano nelle categorie inferiori, e che costituiscono il vero tessuto connettivo del sistema. Esse non solo svolgono un ruolo sociale e territoriale fondamentale, ma rappresentano anche potenziali laboratori di innovazione gestionale e, in alcuni casi, piattaforme per futuri progetti di investimento.

Le condizioni economiche di queste realtà variano profondamente a seconda dei contesti nazionali, e ciò rende necessario distinguere in quale momento e in quale categoria emerga una soglia di ricavi sufficientemente consistente da permettere strategie di sviluppo comparabili a quelle delle società d'élite. L'Inghilterra costituisce l'esempio più evidente di come tale soglia si raggiunga già in Championship: nel 2023/24 i club della seconda divisione hanno generato complessivamente quasi un miliardo di sterline di ricavi, con oltre 400 milioni derivanti da diritti televisivi⁹⁴, cifra resa ancora più significativa dal nuovo accordo EFL–Sky Sports, che garantirà oltre 900 milioni di sterline per il quinquennio 2024–2029⁹⁵. L'elevato livello di affluenza negli stadi, unito a una forte esposizione mediatica internazionale, rende la Championship un asset appetibile anche per investitori istituzionali e fondi di private equity. La League One, terza divisione, pur disponendo di ricavi audiovisivi ridotti, ha registrato oltre 6 milioni di spettatori nel 2023/24, con club storici come Sunderland o Derby County capaci di attirare medie superiori a molte squadre di prima serie continentale (EFL 2024). Ciò dimostra che l'ecosistema inglese è in grado di garantire sostenibilità fino ai livelli inferiori, grazie alla profondità del mercato e all'ampiezza della base di tifosi.

La Germania invece, presenta una configurazione diversa: nella 2. Bundesliga il fattore determinante è il pubblico dal vivo. Nel 2024/25 sono stati venduti più di 9,3 milioni di biglietti, pari a una media di oltre 30.000 spettatori per gara, numeri che molti club di prima divisione europei non raggiungono.

Il modello tedesco mostra come la sostenibilità economica possa derivare in larga parte dai ricavi da matchday, sostenuti da infrastrutture moderne e da un forte radicamento territoriale⁹⁶. La presenza della regola del 50+1 indirizza la governance dei club, limitando le possibilità di controllo esterno da parte di investitori istituzionali, ma favorendo un approccio di lungo periodo fondato sulla partecipazione degli associati e sulla crescita organica. Anche la 3. Liga mostra dati straordinari per una terza divisione: club come Dynamo Dresden e Kaiserslautern hanno superato le 20.000 presenze medie, segnalando come la sostenibilità possa poggiare su

⁹⁴ <https://www.deloitte.com/uk/en/services/consulting/research/annual-review-of-football-finance-football-league-clubs.html>

⁹⁵ <https://www.skysports.com/football/news/21564/12873679/sky-sports-agrees-new-five-year-epl-deal-over-1000-matches-per-season>

⁹⁶ <https://report.dfl.de/2425/de/aktuelle-zahlen/zuschauerbericht.html>

una base comunitaria e culturale ancor prima che finanziaria. Pur con ricavi televisivi marginali, l'intensità del rapporto tra club e territorio assicura continuità gestionale e attrattività.

Il caso francese è più controverso dei precedenti: i ricavi televisivi, stimati intorno ai 40 milioni di euro annui nel nuovo ciclo 2024–2029⁹⁷, restano contenuti se comparati con le entrate della Ligue 1. Inoltre, il mercato audiovisivo nazionale rimane instabile: l'asta per i diritti 2024–2029 della Ligue 1 e 2, con base d'asta di 800 milioni annui, non ha trovato acquirenti, generando incertezza sui flussi futuri⁹⁸. Il Championnat National (terza divisione) evidenzia invece un quadro più critico: i diritti televisivi sono quasi nulli, le affluenze modeste e la sostenibilità dipende dal sostegno delle proprietà e dalla cessione di giovani calciatori. Nonostante ciò, questa categoria funge da incubatore per club di maggiore livello, mantenendo un ruolo importante nel sistema calcistico francese.

La Spagna offre un modello più istituzionalizzato, grazie alla centralizzazione della gestione dei diritti televisivi da parte della Liga, che ha garantito nel 2022/23 la distribuzione di 1,498 miliardi di euro complessivi, di cui circa 184–204 milioni ai club di Segunda División⁹⁹. I contributi di “paracadute” sono decisivi, per esempio: l'Espanyol ha incassato 26,3 milioni di euro nel 2022/23 (di cui 16,07 da paracadute), l'Elche 20,4 milioni e il Valladolid 18,4. Dal lato del pubblico, la Segunda División ha registrato quasi 5 milioni di spettatori nel 2023/24, con un incremento del 21,3 % rispetto alla stagione precedente. L'arrivo o il ritorno di club storici come il Deportivo de La Coruña ha permesso medie spettatori paragonabili a quelle della massima serie. Anche la Primera Federación (terza divisione), nata nel 2021 in sostituzione della Segunda B, dimostra come l'interesse possa estendersi alle categorie inferiori: club come Unionistas de Salamanca attirano comunità di tifosi appassionati, anche se i ricavi televisivi restano marginali. In questo contesto, il radicamento sociale supplisce alla fragilità finanziaria.

Il quadro italiano appare più fragile fra i top campionati. La Serie B registra ogni anno affluenze complessive di circa 3,7 milioni di spettatori, con medie interessanti in alcune piazze storiche, ma i diritti televisivi rimangono modesti rispetto ad altre seconde divisioni europee: tra i 33 e i 43 milioni complessivi nel triennio 2020–2023, con un valore medio di circa 2,5 milioni a club¹⁰⁰. Un elemento peculiare del sistema italiano è rappresentato dal “paracadute” per le retrocesse, introdotto nel 2009 e progressivamente rafforzato. Il meccanismo prevede contributi consistenti ai club che scendono in Serie B, con cifre che possono arrivare fino a 25 milioni di euro nel caso di retrocessione dopo una sola stagione in A, e che si riducono progressivamente

⁹⁷ https://www.lemonde.fr/sport/article/2024/06/25/droits-televises-de-la-ligue-2-bein-sports-acquiert-les-droits-jusqu-en-2029_6243694_3242.html

⁹⁸ <https://www.ilpost.it/2025/07/04/ligue-1-piattaforma-partite-francia-2025-2026-problemi-diritti-televisivi/>

⁹⁹ <https://www.laliga.com/en-GB/news/distribution-of-audiovisual-revenues-for-the-2023-2024-season-in-compliance-with-the-reporting-obligations-set-out-in-royal-decree-law-5-2015>

¹⁰⁰ <https://www.gazzetta.it/Calcio/Serie-B/08-08-2024/serie-b-diritti-tv-per-13-milioni-sky-e-dazn-verso-il-si-ma-la-novita-e-amazon.shtml>

(a circa 15 o 10 milioni) per le società che avevano militato più a lungo nella massima serie. Queste risorse, distribuite in uno o più esercizi, permettono alle retrocesse di mantenere un livello competitivo nettamente superiore rispetto alla media della categoria, generando spesso un campionato a due velocità tra club “paracadutati” e club “stabili”¹⁰¹. Nonostante questo correttivo, la vera soglia di ricavi strutturali resta legata quasi esclusivamente alla Serie A. In assenza della promozione, i club di B devono basare la propria sostenibilità su fattori alternativi, quali la valorizzazione dei giovani, la solidità patrimoniale delle proprietà e l’ammodernamento delle infrastrutture sportive, che rappresentano condizioni indispensabili per garantire continuità gestionale. In questo senso, la Serie B si distingue da campionati come la Championship inglese o la 2. Bundesliga tedesca, dove i flussi economici televisivi e di matchday assicurano una base di sostenibilità più ampia anche in assenza di promozione. Anche la serie C mostra limiti piuttosto marcati: i diritti TV sono quasi irrilevanti, le entrate derivano principalmente da biglietteria locale e sponsor territoriali, e i bilanci dipendono dalla solidità delle proprietà. La frequenza di fallimenti e rifondazioni testimonia la vulnerabilità del modello. Tuttavia, la Serie C sta emergendo come laboratorio per fondi e gruppi multi-club, che vedono in queste realtà a basso costo la possibilità di testare strategie innovative di sviluppo e valorizzazione.

Tabella 11 Base economica e capacità attrattiva dei campionati minori europei

Paese	Base economica	Fonti di ricavo	Attrattività capitali
Inghilterra	Championship: ~£1 mld ricavi (2023/24), >£400 mln da diritti TV; League One: >6 mln spettatori stagionali.	Diritti TV (EFL-Sky 2024-2029), biglietteria, merchandising	Molto alta: ecosistema sostenibile fino alla terza divisione, forte appeal per fondi esteri.
Germania	2. Bundesliga: 9,3 mln spettatori (2024/25, ~30k media); 3. Liga: club sopra i 20k spettatori.	Biglietteria, sponsor locali, governance 50+1	Alta: forte radicamento territoriale e stadi pieni, ma limitata apertura a capitali esteri.
Francia	Ligue 2: ~€40 mln/anno diritti TV (2024-2029); Championnat National con ricavi minimi.	Diritti TV, player trading, vivai	Media-bassa: instabilità nei diritti TV, attrattiva solo per progetti innovativi (es. giovani).
Spagna	Segunda: €184-204 mln TV (2022/23); paracadute fino a €26 mln; 4,8 mln spettatori (2023/24, +21%). Primera Federación: bacino locale.	TV centralizzata, biglietteria crescente, paracadute	Media-Alta: sistema stabile e redistributivo, affluenze in crescita.
Italia	Serie B: €33-43 mln TV complessivi (2020-23, ~€2,5 mln/club); ~3,7 mln spettatori annui. Serie C: ricavi trascurabili.	Diritti TV ridotti, paracadute, sponsor locali	Bassa: forte dipendenza da paracadute e proprietà; la Serie C fragile ma “laboratorio” per investitori.

¹⁰¹ <https://sport.sky.it/calcio/serie-a/2025/05/02/serie-a-retrocessione-serie-b-paracadute>

Un fenomeno di crescente rilievo nel panorama calcistico europeo è rappresentato dall'interesse diretto di fondi, gruppi multi-club e investitori privati nei confronti di società calcistiche non appartenenti all'élite. Questa tendenza dimostra che non è più esclusiva dei top club attrarre capitale esterno: molte realtà di dimensioni minori, inserite nelle serie inferiori, stanno diventando oggetto di strategie di investimento sofisticate, sia per valorizzazione gestionale sia per sviluppo strutturale.

Tra questi casi, nel Championship inglese, l'Ipswich Town ha formalizzato nel 2025 un investimento di 105 milioni di sterline da parte del fondo Bright Path Sports Partners, che ha acquisito una quota del 40 %, con l'obiettivo di potenziare infrastrutture, centro sportivo e capacità tecniche. Si tratta di un passo significativo verso la professionalizzazione della struttura del club, portando nella seconda divisione britannica un modello manageriale divenuto in precedenza appannaggio dell'élite calcistica¹⁰².

In Francia, spicca l'acquisizione del Paris FC da parte della famiglia Arnault (holding Agache Sport), che ha assunto il controllo del club (quota pari al 52,4 %) congiuntamente a Red Bull (10,6 %). Il piano ambizioso prevede la promozione stabile in Ligue 1 e la costruzione di un modello gestionale moderno. Il caso mette in luce l'importanza della combinazione tra capitale privato e marchi internazionali come leva per trasformare realtà non di élite in competitor strutturati¹⁰³.

Inoltre, pur senza sostituire l'analisi già svolta in Capitolo 3, anche il City Football Group (CFG), rappresenta un benchmark di espansione multi-club: di proprietà originariamente del Manchester City, ha acquisito e gestisce realtà come ad esempio: il Girona (inizialmente in Segunda División spagnola, poi stabilizzatosi in Liga), il Palermo (acquisito nel 2022 in Serie B), il Troyes (Ligue 2 francese), il Lommel SK (seconda divisione belga) e il Montevideo City Torque in Uruguay).

Anche il Friedkin Group, dopo l'acquisizione dell'AS Roma nel 2020, ha intrapreso un percorso di diversificazione internazionale che nel 2024 lo ha portato a rilevare il controllo dell'AS Cannes, storico club francese oggi militante nei campionati dilettantistici. Tale scelta, pur distante dal palcoscenico delle grandi competizioni europee, si inserisce in una logica di multi-club strategy in cui società di piccola dimensione vengono utilizzate come hub per scouting, formazione e sperimentazione manageriale¹⁰⁴.

L'investimento privato sposa anche strategie diversificate. Nel Regno Unito, Ryan Reynolds e Rob McElhenney hanno acquisito nel 2020 il Wrexham AFC, allora in quinta divisione (National League), trasformandolo in un caso mediatico e sportivo di successo grazie a una gestione orientata al brand, al racconto (via serie TV/documentari) e a un piano di sviluppo che ha condotto il club in League One entro il 2024¹⁰⁵.

¹⁰² <https://www.thescottishsun.co.uk/sport/12338230/championship-ipswich-announce-105m-investment-landmark-day/>

¹⁰³ <https://apnews.com/article/lvmh-paris-soccer-arnault-b3715234edf41792ae27b45d4a86cbfb>

¹⁰⁴ <https://www.nytimes.com/athletic/4636928/2023/06/24/roma-cannes-friedkin-group/?source=twitteruk>

¹⁰⁵ <https://www.bbc.com/sport/football/articles/cgrgljwdz8wo>

Infine, un aspetto di particolare rilievo, e che merita un approfondimento specifico, è rappresentato dal caso del Como 1907. Dal 2019, il club è di proprietà dei fratelli Robert Budi e Michael Bambang Hartono, due imprenditori indonesiani tra i più ricchi al mondo: secondo Forbes, il loro patrimonio supera i 4 mila milioni di euro all'ora e, insieme, li colloca al vertice tra i proprietari di club in Italia. Partito dalla Serie D, il Como ha ottenuto in pochi anni tre promozioni consecutive, raggiungendo la massima serie nel 2024 dopo 21 anni di assenza. Il club ha anche stretto una partnership con Neuberger Berman, importante asset manager globale, che appare come sponsor ufficiale sulle maglie con l'obiettivo condiviso di sostegno al progetto di crescita, ulteriore segnale di un approccio manageriale moderno e orientato al lungo termine¹⁰⁶.

L'ambizione del nuovo progetto economico esula dal solo campo sportivo, mirando a integrare il calcio con il brand territoriale e modelli di turismo esperienziale: non solo sviluppo di infrastrutture (come il piano di ampliamento del locale stadio Sinigaglia, pronto entro il 2026), ma anche investimenti in moda, media, servizi turistici e e-commerce, con un forte richiamo ai visitatori internazionali del Lago di Como¹⁰⁷.

Sul piano sportivo, il progetto del Como ha assunto un carattere dirompente, soprattutto a partire dal mercato invernale del 2025, quando la società ha investito oltre 50 milioni di euro per rafforzare la rosa, una cifra senza precedenti per una neopromossa in Serie A. L'operazione ha rappresentato una vera e propria "rivoluzione tecnica", segnalata dall'acquisto di giocatori di alto profilo e dal conseguente salto qualitativo della squadra. Questa strategia ha avuto ripercussioni immediate sui risultati sportivi. Dopo una prima parte di stagione segnata da un rendimento altalenante, il Como ha trovato una stabilità competitiva nella seconda metà del campionato, culminata in una serie di sei vittorie consecutive che hanno consentito alla squadra di conquistare una salvezza anticipata e di chiudere la stagione con un sorprendente decimo posto finale. Un traguardo che, per una neopromossa, rappresenta una delle performance più significative della Serie A recente, avvicinando il club a una dimensione più simile a quella di un "middle club" europeo che a una semplice matricola. Questo caso si rivela particolarmente rilevante per la riflessione del presente capitolo, poiché testimonia la possibilità, in un contesto nazionale come quello italiano – tradizionalmente più fragile a livello di seconde divisioni – di dare vita a un progetto di trasformazione radicale, in cui la sfera sportiva e quella manageriale si rafforzano a vicenda.

L'analisi di questi casi, mostra come stia emergendo una gamma diversificata di attori e strategie: fondi di private equity, investitori istituzionali, gruppi di proprietà multipla e persino celebrities, tutti sono orientati verso il rilancio di club che non appartengono al top del calcio europeo. Nel complesso, il panorama europeo evidenzia come la scalabilità economica e gestionale dei club al di fuori dell'élite dipenda da una combinazione di fattori che variano in base ai contesti: in alcuni casi, come in Inghilterra, il peso dei diritti televisivi garantisce basi solide già in seconda divisione; in altri, come in Germania, sono le presenze allo

¹⁰⁶ <https://comofootball.com/en/como-1907-renews-partnership-with-neuberger-berman>

¹⁰⁷ <https://www.reuters.com/sports/soccer/comos-owners-look-beyond-sport-with-brand-building-travel-plans-2024-09-26/>

stadio e le infrastrutture a generare sostenibilità; altrove, come in Italia, il salto di scala è legato quasi esclusivamente alla promozione in massima serie.

In conclusione, la diversità dei contesti europei evidenzia come i margini di attrattività e le condizioni di sostenibilità siano molto differenti a seconda dei campionati. Tuttavia, ai fini di questa analisi è particolarmente rilevante il caso italiano, caratterizzato da una struttura più fragile rispetto ad altri sistemi, con seconde divisioni meno dotate di risorse stabili e club fortemente dipendenti dal sostegno delle proprietà. Proprio in questo scenario, l'A.C. Milan rappresenta il benchmark più adatto per valutare l'applicabilità del framework: essendo inserito nello stesso contesto normativo, fiscale e regolamentare delle società di categoria inferiore, consente di verificare in che misura logiche di business transformation e sostenibilità, già sperimentate a livello d'élite, possano essere trasferite e adattate a realtà minori che condividono lo stesso quadro istituzionale ma operano con vincoli molto più stringenti.

Nei paragrafi successivi verrà illustrato come il framework elaborato possa essere applicato in maniera mirata e contestualizzata. In un primo momento si prenderà in esame il caso dell'A.C. Milan, assunto come modello di riferimento per la sua capacità di coniugare solidità economica e competitività sportiva. Successivamente, l'attenzione sarà rivolta alla Casertana, realtà di categoria inferiore, al fine di verificare la trasferibilità del modello in contesti meno elitari ma in rapida trasformazione. Infine, si proporrà un adattamento semplificato del framework, calibrato sulle esigenze specifiche dei club che operano nelle serie minori e che si confrontano con scenari finanziari e gestionali profondamente diversi da quelli delle massime divisioni.

5.2 La replicabilità del modello A.C. Milan: analisi teorica e applicazione al caso Casertana

L'analisi condotta nei capitoli precedenti ha evidenziato come l'A.C. Milan, soprattutto a partire dal passaggio di proprietà ai fondi di investimento, abbia intrapreso un percorso di profonda business transformation volto a coniugare solidità economico-finanziaria, rilancio sportivo e attenzione crescente ai criteri ESG. In questo paragrafo l'attenzione si concentra sul carattere replicabile di tale modello: da un lato verranno messi in luce i fattori di forza, come la capacità di attrarre capitali, l'integrazione di strategie di sostenibilità, la valorizzazione del brand e lo sviluppo di infrastrutture, che potrebbero rappresentare un riferimento anche per altri club; dall'altro si discuteranno i limiti strutturali che rendono complessa la trasposizione integrale di queste pratiche in contesti meno dotati di risorse economiche e con mercati più ristretti.

Questo paragrafo affronta il tema su due livelli complementari. In primo luogo (5.2.1), vengono analizzate le potenzialità strategiche e i limiti strutturali del modello Milan, evidenziando i fattori che ne consentono la trasferibilità e quelli che invece restano strettamente legati al contesto di un top club europeo. In secondo luogo (5.2.2), l'attenzione si sposta sul caso empirico della Casertana F.C., società di Serie C che rappresenta un esempio significativo di come alcune componenti del modello possano essere adattate a un contesto con risorse più contenute ma con uguali ambizioni di crescita sostenibile.

In questo modo, il Milan viene considerato non solo come caso di studio emblematico di trasformazione sotto la guida di un fondo di private equity, ma anche come possibile laboratorio di pratiche trasferibili, il cui grado di efficacia in contesti differenti sarà messo alla prova dall'analisi che sarà effettuata.

5.2.1 Potenzialità strategiche e limiti del modello Milan

Questo paragrafo riprende e sintetizza i risultati emersi dall'analisi approfondita dell'evoluzione economico-finanziaria e manageriale dell'A.C. Milan svolta nel capitolo precedente. L'obiettivo non è quello di ripetere in maniera analitica i dati già esaminati, bensì di condensare i principali elementi del modello Milan, evidenziandone i vantaggi e le criticità. Tale ricostruzione consente di chiarire perché il percorso intrapreso dal club sotto la guida di Elliott Management e, più recentemente, di RedBird Capital Partners possa essere considerato un caso emblematico di business transformation nel calcio europeo. Allo stesso tempo, permette di individuare i limiti strutturali e contestuali che ne condizionano la trasferibilità. Questa riflessione costituisce dunque la base per il passaggio al successivo paragrafo (5.2.2), dedicato alla verifica empirica del modello attraverso il caso della Casertana.

L'analisi condotta precedentemente ha mostrato come l'A.C. Milan abbia vissuto, tra il 2010 e il 2024, una parabola di forte discontinuità, culminata con l'ingresso di attori finanziari internazionali, prima Elliott Management e successivamente RedBird Capital Partners, che hanno impresso al club un'accelerazione significativa sul piano della governance e della sostenibilità economico-finanziaria. Proprio l'alternanza tra la fase di risanamento guidata da Elliott e la più recente strategia di crescita industriale promossa da RedBird rappresenta il cuore del cosiddetto "modello Milan", oggi al centro del dibattito sulla sua possibile replicabilità in contesti differenti.

L'intervento di Elliott nel 2018 ha avuto una funzione essenzialmente difensiva e di stabilizzazione. Come emerso dall'analisi dei bilanci e dall'intervista a Giorgio Furlani, al momento del subentro il club perdeva tra i 10 e i 15 milioni al mese, con una rosa sovradimensionata, costosa e scarsamente sostenibile. L'obiettivo del fondo era innanzitutto *"fermare le perdite e vivere secondo le proprie possibilità"*, impostando un turnaround fondato sul contenimento dei costi, sulla ristrutturazione del debito e sull'ingresso di profili manageriali esperti in gestione aziendale. In questo quadro, la scelta di puntare su giocatori giovani con alto potenziale di rivendita, abbandonando la logica del "successo a tutti i costi" tipica dell'era Berlusconi, ha segnato un cambio di paradigma rilevante. Elliott ha dimostrato che anche un club storico, gravato da debiti e risultati sportivi deludenti, può essere riportato a condizioni di equilibrio, rafforzando il capitale proprio e costruendo le basi per una sostenibilità di medio periodo.

Con l'arrivo di RedBird Capital Partners nel 2022, il modello ha conosciuto un'evoluzione più proattiva e industriale. Come ricordato dall'attuale amministratore delegato, Giorgio Furlani, l'obiettivo non era più semplicemente la sopravvivenza finanziaria, bensì la crescita del valore complessivo del club attraverso un'integrazione tra performance sportive e sviluppo del business. RedBird, con un portafoglio diversificato che include asset in settori sportivi, media e intrattenimento, ha portato competenze trasversali e relazioni internazionali, aprendo al Milan nuove opportunità commerciali e sinergie, ad esempio con il gruppo Yankees o con collaborazioni nel mondo della moda e dell'entertainment. Il cambio di approccio è stato evidente: dal mantra della disciplina finanziaria imposto da Elliott – imprescindibile ma difensivo – si è passati a una logica

di “winning smart”, ossia competere ai massimi livelli senza ricorrere a spese insostenibili, puntando invece su strategie di scouting, data analytics e contratti strutturati per ridurre il rischio di svalutazione degli asset. I risultati non si sono fatti attendere: nella stagione 2022/23 i ricavi hanno raggiunto quota 405 milioni di euro, con il primo utile in 17 anni, mentre sul campo la squadra è tornata protagonista, centrando una semifinale di Champions League. Tali successi hanno confermato la validità del modello nel coniugare crescita economico-finanziaria, sviluppo della brand equity e un leggero miglioramento delle performance sportive, in un’ottica di lungo periodo.

Il modello Milan però, pur mostrando risultati significativi in termini di risanamento e crescita, presenta anche limiti interni che ne ridimensionano la portata come “best practice” assoluta. La gestione di Elliott, pur avendo ristabilito l’equilibrio patrimoniale e ridotto drasticamente le perdite, si è concentrata quasi esclusivamente sulla dimensione finanziaria, privilegiando il rigore contabile e il contenimento dei costi. Questo approccio, se da un lato ha permesso di invertire la rotta rispetto al caos dell’era precedente, dall’altro ha evidenziato un rischio di sottoinvestimento sportivo, con una rosa depotenziata e risultati in campo ancora incostanti (nonostante la vittoria dello scudetto 2021/2022).

La fase inaugurata da RedBird, invece, ha introdotto un’impostazione più industriale e orientata alla crescita, ma anch’essa non è priva di criticità. La scelta di puntare prevalentemente su giocatori giovani e rivendibili, pur coerente con una logica di valorizzazione degli asset, comporta inevitabili tempi di maturazione e può generare squilibri sportivi, soprattutto in contesti ad alta competitività come la Serie A e la Champions League. Inoltre, la forte enfasi sullo sviluppo commerciale e sull’integrazione con il portafoglio globale del fondo rischia di spostare l’attenzione dall’identità storica e culturale del club, generando tensioni con la tifoseria, come dimostrato dalle reazioni alla separazione da Paolo Maldini, storica e iconica bandiera della società.

Tabella 12 *Analisi del modello Milan: potenzialità strategiche e limiti*

Dimensione	Potenzialità strategiche	Limiti e criticità
Stabilità economico-finanziaria (Elliott, 2018–2022)	Risanamento dei conti, riduzione delle perdite mensili (da 10–15 mln €), ristrutturazione del debito e ritorno a un EBITDA positivo.	Modello fortemente difensivo, centrato sul contenimento costi; limitata traduzione immediata in successi sportivi costanti.
Gestione del capitale umano e mercato trasferimenti	Puntare su giocatori giovani e rivendibili, con contratti più sostenibili; utilizzo di data analytics.	Impossibilità di competere con i top club della Premier League e della Liga per i top player; rischio di volatilità nelle performance sportive.
Sviluppo del brand e delle entrate commerciali (RedBird, dal 2022)	Integrazione con il portafoglio RedBird (es. partnership con Yankees, Fenway Sports Group, moda e intrattenimento); aumento ricavi commerciali (sponsor di maglia da 9 a 30 mln €; merchandising da 2 a 35 mln €).	Dipendenza da relazioni globali e da un marchio storico di portata internazionale: difficile da replicare per club medio-piccoli.
Infrastrutture e fan experience	Crescita dei ricavi da stadio (da 35 a 80 mln € tra 2019 e 2024) grazie a hospitality e pricing dinamico; progetto di nuovo stadio da oltre 1 mld €.	Elevata intensità di capitale; ostacoli burocratici e politici; impossibilità per club minori di sostenere investimenti infrastrutturali di simile portata.
Governance e management	Introduzione di profili manageriali con background finanziario, maggiore accountability e integrazione tra dimensione sportiva e business.	Resistenze culturali interne ed esterne; curva di apprendimento nella gestione di un'organizzazione sportiva complessa.

Il modello elaborato dal Milan negli ultimi anni si distingue per alcune caratteristiche generali che lo rendono particolarmente rilevante nel panorama calcistico europeo: la ricostruzione finanziaria condotta da Elliott Management, basata sul rigore nei conti e sul riequilibrio patrimoniale; la successiva visione industriale introdotta da RedBird Capital Partners, orientata alla crescita dei ricavi e all'integrazione con i settori affini dell'intrattenimento e della tecnologia; la centralità attribuita alla valorizzazione dei giovani talenti e degli asset intangibili; l'impegno crescente verso la sostenibilità ESG e il progetto infrastrutturale di un nuovo stadio.

Nel loro insieme, questi elementi definiscono un percorso di business transformation ibrido, capace di coniugare dimensioni sportive, economiche e sociali, che si propone come un potenziale modello di riferimento per l'intero settore.

Accanto a tali punti di forza, però, emergono anche alcune fragilità intrinseche. La fase di risanamento guidata da Elliott, pur fondamentale per fermare le perdite e riportare i principali KPI economico-finanziari in positivo, ha mostrato il rischio di un'eccessiva enfasi sul contenimento dei costi, a scapolo della competitività immediata in campo. Con l'arrivo di RedBird, l'approccio si è spostato verso una logica più proattiva e industriale, ma rimangono sfide significative, tra cui la difficoltà di tradurre la solidità economica in risultati sportivi costanti (come dimostrato dall'alternanza tra il ritorno al successo con lo scudetto 2022 e l'eliminazione precoce dalle competizioni europee nella stagione 2024/25) e la gestione di un rapporto non sempre lineare con la base sociale e con figure simboliche della storia del club.

Proprio per questo, la questione centrale non riguarda soltanto l'efficacia del modello rossonero all'interno del proprio contesto, ma anche la sua possibile trasferibilità. La capacità di attrarre capitali su larga scala, come i 1,2 miliardi di euro investiti da RedBird per acquisire il club, rappresenta un'opportunità accessibile solo a un numero ristretto di società calcistiche di élite. Allo stesso modo, la prospettiva di costruire un nuovo stadio da oltre un miliardo di euro, per rafforzare i ricavi da matchday e migliorare l'esperienza dei tifosi, è difficilmente realizzabile per club di dimensioni minori, che spesso dipendono da strutture pubbliche e da bacini d'utenza limitati. In scenari quindi caratterizzati da risorse e bacini di utenza ridotti e vincoli istituzionali stringenti, tali leve risultano difficilmente attuabili. Proprio per questo, nel paragrafo successivo l'analisi si sposterà sul caso della Casertana F.C., una società di Serie C che, pur operando in un contesto radicalmente diverso da quello di un top club europeo, offre un banco di prova significativo per comprendere quali aspetti del modello Milan possano essere adattati e quali, invece, necessitino di una revisione o di un ridimensionamento.

5.2.2 Applicazione al caso Casertana

L'analisi svolta nel paragrafo precedente ha messo in evidenza natura, punti di forza e criticità del “modello Milan”. Per verificare concretamente fino a che punto tale modello possa essere trasferito in contesti non appartenenti all'élite europea, si è scelto di condurre un'intervista con la dirigenza della Casertana F.C., storica società di Serie C. L'obiettivo era quello di confrontare i principi generali del percorso rossonero con la realtà di un club di dimensioni minori, così da individuare quali elementi possano essere effettivamente adottati, quali debbano essere adattati e quali risultino invece non trasferibili. L'intervista è stata costruita per coprire l'intero ciclo di gestione: condizioni all'ingresso della proprietà, primi interventi, architettura organizzativa, strumenti finanziari, criteri di allocazione del budget sportivo, pratiche di pianificazione (anche in forma semplificata), visione strategica, sostenibilità (economica/sociale/ambientale) e ruolo del radicamento territoriale. Questo impianto consente di mappare, dimensione per dimensione, ciò che è trasferibile del modello e ciò che invece richiede adattamenti specifici.

La Casertana è una società calcistica con una lunga storia, le cui origini risalgono al 1908 con la fondazione della “*Robur Caserta*”. Nel corso del Novecento, il club ha conosciuto momenti di rilancio, come la costruzione dello stadio Alberto Pinto (1937) e soprattutto le storiche promozioni in Serie B nel 1968/69 e nel 1990/91, che hanno rafforzato l'identità calcistica cittadina. Tuttavia, la mancanza di stabilità finanziaria e organizzativa ha spesso compromesso la continuità dei risultati, generando retrocessioni e persino il fallimento societario nel 1992, seguito da più rifondazioni.

Negli anni Duemila la Casertana ha vissuto ulteriori ripartenze, passando per l'Eccellenza e la Serie D, fino al ritorno nei professionisti nel 2013, con l'inserimento in Lega Pro. La società ha consolidato la propria identità come punto di riferimento sportivo e sociale del territorio casertano, nonostante limiti strutturali e finanziari che ne hanno frenato la competitività nelle categorie superiori¹⁰⁸.

Il 2016 ha segnato una svolta nella governance, il club è stato rilevato da un gruppo imprenditoriale guidato da Giuseppe D'Agostino, il quale ha avviato un processo di trasformazione volto a superare la gestione emergenziale e personalistica che aveva caratterizzato il passato, introducendo una visione aziendale orientata alla sostenibilità. In questa prospettiva, l'intervista con il Presidente ha permesso di approfondire la strategia societaria, i cambiamenti avviati negli ultimi anni e le principali sfide da affrontare. Dalle risposte emerge innanzitutto la fase iniziale di risanamento finanziario, che presenta forti analogie con il percorso avviato da Elliott al Milan. Al momento dell'acquisizione il club versava in una situazione debitoria significativa, con una gestione poco strutturata e un notevole scollamento rispetto al territorio. La nuova proprietà ha introdotto un rigido controllo dei costi, garantendo la regolarità nei pagamenti e ristabilendo la credibilità verso giocatori, staff e fornitori. Questo primo passo richiama la logica della disciplina finanziaria che ha permesso al Milan di stabilizzare i propri conti dopo anni di crisi.

¹⁰⁸ <https://www.casertanafc.it/storia>

Parallelamente, è stata costruita una struttura manageriale più articolata, con figure dedicate alla direzione generale, al marketing e all'area amministrativa. Si tratta di un passaggio decisivo per superare la gestione accentrata e informale tipica di molti club di Serie C, e che ricalca, seppur in scala ridotta, la managerializzazione introdotta dai fondi al Milan. A ciò si affianca una ridefinizione dell'area tecnica, affidata a professionisti vincolati a un budget predefinito e con compiti di scouting mirato, segno di una crescente attenzione alla pianificazione piuttosto che all'improvvisazione.

Sul piano strategico, la Casertana ha adottato un approccio che integra sostenibilità e imprenditorialità. Non si tratta più di un club dipendente dalle risorse personali del presidente, ma di un'entità che punta all'autosufficienza economica. La diversificazione dei ricavi, con il rafforzamento di sponsorizzazioni locali e nazionali, la creazione di pacchetti personalizzati per le imprese e lo sviluppo del merchandising, ricorda la logica di ampliamento delle entrate perseguita dal Milan con RedBird. In parallelo, la valorizzazione del capitale umano tramite il player trading diventa un asse centrale del modello: come avviene nei top club, anche per la Casertana i calciatori rappresentano un asset patrimoniale, seppur in una scala molto più contenuta.

Non mancano tuttavia sfide strutturali che sottolineano i limiti di trasferibilità del modello Milan. Lo stadio "Alberto Pinto" necessita di investimenti importanti e rappresenta un ostacolo alla crescita dei ricavi da matchday, in contrasto con la prospettiva milanista di costruire un nuovo impianto da oltre un miliardo di euro. Inoltre, la polarizzazione delle risorse in Serie C, dove convivono società con budget molto diversi¹⁰⁹, rende complesso garantire competitività sportiva duratura senza un incremento significativo dei ricavi strutturali. Anche il settore giovanile, indicato come area strategica, richiede investimenti non immediatamente sostenibili, confermando come la scala degli strumenti disponibili resti profondamente diversa da quella di un top club europeo.

Dal punto di vista finanziario, la Casertana utilizza strumenti di pianificazione semplificati, applicando analisi costi-benefici e valutazioni del ritorno atteso sugli investimenti, pur senza calcolare formalmente indicatori complessi, come quelli analizzati per il Milan e le top 50 squadre. Questo approccio "pragmatico" riprende la logica manageriale introdotta dai fondi al Milan, adattandola alle esigenze di una realtà più piccola. Anche nella gestione del rapporto tra investimenti sportivi e stabilità economica emerge un parallelismo: il budget sportivo viene fissato sulla base del piano economico-finanziario, e non viceversa, evitando scelte avventate e incompatibili con la sostenibilità del club.

¹⁰⁹ Con "polarizzazione dei budget in categoria" si intende l'ampia disparità nelle risorse economiche a disposizione dei club che militano nello stesso campionato. Alcune società, grazie a bacini d'utenza maggiori, sponsorizzazioni nazionali o sostegni finanziari esterni, dispongono di budget molto più elevati rispetto ad altre, che devono invece operare con mezzi limitati. Ciò produce una competizione squilibrata, in cui pochi club concentrano gran parte delle risorse mentre la maggioranza affronta vincoli stringenti di sostenibilità.

Infine, un aspetto che merita attenzione riguarda la sostenibilità sociale e ambientale. Pur disponendo di mezzi limitati, la Casertana ha avviato iniziative come *Casertana per il Sociale*, collaborazioni con scuole e associazioni del territorio, campagne di sensibilizzazione e piccoli progetti ambientali legati alla riduzione dei consumi e alla raccolta differenziata allo stadio. Qui si può cogliere un’analogia con l’approccio ESG del Milan: se il club rossonero si proietta su scala internazionale con report certificati e infrastrutture sostenibili, la Casertana interpreta la sostenibilità come strumento per rafforzare il legame con la comunità locale, consolidando la reputazione e costruendo consenso intorno alla propria visione.

Tabella 13 *Confronto tra Milan e Casertana: grado di replicabilità*

Dimensione	A.C. Milan	Casertana F.C.	Grado di replicabilità
Risanamento finanziario	Ristrutturazione del debito, controllo dei costi, ritorno all’utile nel 2023.	Ripianamento passività, rigido controllo costi, regolarità nei pagamenti.	Alta – principi replicabili in scala ridotta.
Struttura manageriale	Ingresso di figure con background internazionale (CEO, CFO, data analytics).	Creazione DG, marketing, segreteria generale; superata gestione accentrata.	Alta – managerializzazione adattata alla dimensione.
Gestione sportiva	Player trading, scouting supportato da analytics, investimenti su giovani rivendibili.	Player trading, scouting interno, ingaggi sostenibili, staff tecnico come asset chiave.	Media – replicabile, ma senza supporto tecnologico avanzato.
Infrastrutture	San Siro + progetto nuovo stadio >1 mld €, ricavi matchday >80 mln.	Stadio “Pinto” obsoleto, ricavi matchday limitati, necessità di interventi.	Bassa – vincolo strutturale insormontabile nel breve.
Brand e ricavi commerciali	Brand globale, sponsor internazionali, merchandising in forte crescita.	Radicamento territoriale, sponsorizzazioni locali, focus comunità.	Media – logica replicabile, scala molto ridotta.
Sostenibilità ed ESG	Report GRI, progetti ambientali e sociali globali, digitalizzazione fan engagement.	“Casertana per il Sociale”, iniziative ambientali minime, forte legame comunitario.	Alta – replicabile in chiave locale e semplificata.

L'analisi svolta nei capitoli precedenti e l'approfondimento sul caso della Casertana F.C. permettono ora di formulare una risposta complessiva alla domanda di ricerca che ha guidato questo lavoro.

L'esperienza del Milan, in particolare nel biennio di transizione tra la gestione Elliott e l'ingresso di RedBird Capital Partners, ha mostrato come un club di vertice possa ricostruire la propria stabilità economico-finanziaria e, successivamente, orientarsi a una strategia di crescita basata sull'integrazione tra performance sportive e sviluppo del brand. La collocazione del Milan nella fascia 5 di sostenibilità (score 0,74) testimonia i progressi raggiunti in termini di governance, trasparenza e responsabilità sociale, anche attraverso strumenti avanzati come il Rapporto di Sostenibilità conforme agli standard GRI. Tali risultati, uniti all'approccio industriale promosso da RedBird e al progetto di lungo periodo legato al nuovo stadio da oltre un miliardo di euro, delineano un modello che si è rivelato efficace nel rilancio di una società calcistica di prima fascia. Allo stesso tempo, però, la performance economico-finanziaria e sportiva del club resta mediamente allineata al campione europeo di riferimento, segnalando una replicabilità limitata se intesa come riproduzione integrale. Inoltre, il confronto con la Casertana F.C. permette di ampliare lo sguardo a un contesto radicalmente diverso. La storia del club casertano, iniziata nel 1908 e segnata da fasi alterne di crescita, crisi e rifondazioni, testimonia le difficoltà strutturali tipiche delle società di Serie C, spesso penalizzate da risorse economiche limitate e da infrastrutture non competitive. Con l'ingresso di Giuseppe D'Agostino nel 2016, la società ha intrapreso un percorso di risanamento finanziario e di rafforzamento organizzativo: regolarizzazione dei conti, superamento della gestione accentrata, introduzione di nuove figure manageriali e attenzione a strumenti di budgeting e controllo di gestione. Sul piano sportivo, la Casertana ha adottato una strategia di player trading e di valorizzazione dei giovani, coerente con l'approccio metodologico del Milan ma adattata alle proprie dimensioni e al proprio bacino di risorse. Infine, anche sul fronte sociale e ambientale, il club ha sviluppato iniziative locali (come il progetto *Casertana per il Sociale* o le attività di sensibilizzazione alla sostenibilità) che riflettono, in scala minore, la componente ESG che RedBird ha portato al centro della gestione rossonera. Questo confronto evidenzia come il modello Milan sia effettivamente replicabile in alcune delle sue componenti fondamentali: disciplina finanziaria, professionalizzazione dei processi, attenzione alla sostenibilità e alla comunità locale. Tuttavia, emergono vincoli rilevanti per club non appartenenti all'élite: la capacità di attrarre capitali su larga scala, la possibilità di realizzare grandi investimenti infrastrutturali e l'accesso a mercati globali rimangono prerogative di realtà di primissimo piano.

Il "modello Milan" mostra dunque una duplice natura di criticità e potenzialità. Da un lato, anche in un club di élite emergono limiti strutturali: la difficoltà di garantire continuità di rendimento sportivo, nonostante la solidità dei conti, e la scelta di puntare su giocatori di prospettiva piuttosto che su campioni già affermati a livello internazionale, con il rischio di esporsi a una performance altalenante. Dall'altro lato, nei club di categorie inferiori, come la Casertana, i margini di applicazione del modello sono ulteriormente ridotti dall'impossibilità di accedere a capitali paragonabili a quelli messi in campo da un fondo come RedBird o di avviare progetti infrastrutturali di grande scala.

Questi due livelli di criticità (le sfide intrinseche al modello, che riguardano anche le grandi società, e i vincoli ambientali ed economici, tipici delle realtà medio-piccole) confermano che la replicabilità non può essere totale. Tuttavia, l'analisi comparata mostra che la vera forza del modello non risiede nella sua riproduzione integrale, ma nella capacità di fornire linee guida adattabili. Elementi quali la disciplina finanziaria, la separazione dei ruoli manageriali, l'uso di strumenti di pianificazione economica, la valorizzazione del capitale umano e l'impegno in iniziative di sostenibilità si dimostrano trasferibili e generano benefici tangibili anche in contesti con risorse limitate.

La Casertana ha dimostrato come, pur operando in un campionato caratterizzato da forte polarizzazione dei budget e da vincoli infrastrutturali significativi, sia possibile implementare con successo logiche di risanamento, trasparenza gestionale e radicamento sociale, adattando il modello Milan a una dimensione locale. Analogamente, anche club internazionali non appartenenti all'élite assoluta possono trarre ispirazione da questo percorso per avviare processi di trasformazione sostenibile e migliorare la propria resilienza economica.

In conclusione, le strategie di business transformation e sostenibilità implementate dall'A.C. Milan possono essere considerate un modello parziale e flessibile. La sua trasferibilità si manifesta soprattutto sul piano dei principi gestionali ed ESG, mentre resta limitata negli aspetti che richiedono investimenti su larga scala o un brand globale. Nonostante tali restrizioni, esso costituisce una traiettoria di sviluppo utile per innalzare il livello di sostenibilità e competitività del calcio, tanto in Italia quanto in contesti internazionali selezionati, contribuendo a rafforzare la solidità complessiva del sistema nel lungo periodo.

5.3 Oltre il modello del Milan e dei top club: adattamento del framework nelle categorie inferiori

La riflessione sviluppata nel paragrafo precedente ha mostrato come il caso dell'A.C. Milan rappresenti un esempio paradigmatico di applicazione delle logiche di business transformation e sostenibilità, soprattutto in virtù del ruolo assunto da investitori istituzionali quali i fondi di private equity. Tuttavia, come emerso nel paragrafo 5.1, il contesto delle categorie inferiori si caratterizza per una fragilità strutturale che rende difficoltoso replicare in maniera integrale tali strategie. Proprio per questo motivo, il framework delineato nel Capitolo 3, pensato inizialmente per analizzare club appartenenti alle grandi leghe europee, necessita di un adattamento per poter essere impiegato come strumento di valutazione e orientamento anche nei campionati minori.

Il modello teorico proposto in precedenza si fonda su tre dimensioni principali (economico-finanziaria, sportiva e gestionale, con un'integrazione crescente dei criteri ESG) e trova nei top club il contesto ideale grazie alla disponibilità di dati standardizzati (bilanci IFRS, report ESG certificati) e alla possibilità di applicare metriche avanzate come EBITDA, FCFO o rapporto Debt/Equity. Tuttavia, nei club minori tali informazioni sono spesso parziali o assenti, il che rende impossibile un'applicazione meccanica del framework. Nei campionati inferiori, invece, la situazione è più complessa. Come già osservato, i ricavi sono fortemente legati alle presenze allo stadio e a sponsorizzazioni locali, molto meno consistenti di quelle garantite da grandi marchi globali. Inoltre, l'accesso a strumenti finanziari sofisticati come i leveraged buyout o le operazioni di private equity puro è limitato: la scala ridotta e la fragilità patrimoniale rendono rischioso replicare strategie fondate su indebitamento e valorizzazione di asset multimiliardari. Ciò non significa, tuttavia, che i principi di fondo del framework non possano essere applicati. Al contrario, proprio la loro astrazione concettuale consente di tradurli in indicatori più semplici e adeguati al livello delle leghe inferiori. Ad esempio, nell'area economico-finanziaria, l'attenzione dovrà spostarsi dal calcolo dei complessi parametri analizzati verso misure più dirette di sostenibilità, quali il pareggio di bilancio, la gestione prudente dell'indebitamento e la capacità di generare flussi di cassa operativi sufficienti a coprire i costi correnti. Analogamente, nell'analisi delle performance sportive, il focus non potrà essere l'accesso costante alle fasi finali delle competizioni UEFA, bensì la progressione nei campionati nazionali, la stabilità dei risultati e la valorizzazione del vivaio, dimensioni più vicine alla realtà delle società di Serie B e Serie C. Infine, sul fronte della sostenibilità sociale e ambientale, laddove manchino strutture e risorse per redigere report ESG secondo i criteri internazionali (GRI, ESRS), sarà più opportuno valutare la presenza di iniziative locali di responsabilità sociale, progetti di inclusione e interventi di efficientamento energetico di portata ridotta ma ad alto impatto per il territorio.

Tabella 14 *Adattamento del framework di analisi tra top club e club delle categorie inferiori*

Dimensione	Applicazione nei top club (modello AC Milan e simili)	Adattamento per club delle categorie inferiori
Economico-finanziaria	Analisi avanzata di ricavi complessivi, EBITDA, FCFO, rapporto Debt/Equity, uso di strumenti di <i>private equity</i> e di operazioni di <i>leveraged buyout</i> su larga scala.	Focus su indicatori di base: pareggio di bilancio, sostenibilità dei costi operativi, capacità di autofinanziamento, gestione prudente del debito locale.
Sportiva	Performance nelle competizioni europee, posizionamento nei ranking UEFA, ingaggio di top player e allenatori.	Valorizzazione del settore giovanile, stabilità nei campionati nazionali, sviluppo del capitale umano, promozioni progressive alle categorie superiori.
Gestione e governance	Strutture societarie complesse (holding, SPV, fondi PE o SWF), processi di due diligence strutturati, reporting finanziario secondo standard internazionali (IFRS, CLFS).	Modelli organizzativi snelli e flessibili, governance semplificata, focus sull'efficienza gestionale e sul mantenimento della sostenibilità economica di base.
Sostenibilità ed ESG	Implementazione di sistemi di rendicontazione ESG secondo standard globali (GRI, ESRS), progetti di internazionalizzazione e partnership con grandi brand.	Iniziative locali e qualitative: programmi sociali sul territorio, promozione del calcio giovanile e femminile, interventi a basso costo per la sostenibilità ambientale (es. efficientamento energetico degli impianti).

La diversità dei contesti, già evidenziata nel paragrafo 5.1 con il confronto tra le leghe europee, conferma che l'applicazione del framework non può avvenire secondo un approccio uniforme. In Inghilterra, ad esempio, la solidità dei diritti televisivi in Championship rende più realistico il ricorso a forme di investimento esterno anche per club non di prima fascia. In Germania, invece, la regola del *50+1* limita fortemente l'ingresso di capitali esteri, ma la stabilità del modello organizzativo e l'elevata fidelizzazione del pubblico garantiscono condizioni di sostenibilità più solide rispetto al contesto italiano. In quest'ultimo, come evidenziato nel caso della Casertana, la replicabilità del modello Milan appare più difficile, ma non impossibile: l'adozione di pratiche di gestione finanziaria rigorosa, la valorizzazione dei giovani e un'attenzione crescente agli aspetti ESG possono costituire una base credibile per una crescita sostenibile, seppur con obiettivi tarati su una scala diversa rispetto ai grandi club.

In conclusione, l'analisi sviluppata in questo capitolo mette in luce sia le potenzialità che alcuni limiti della ricerca. Il primo riguarda la disomogeneità delle fonti disponibili: per i club di vertice si dispone di bilanci redatti secondo gli standard IFRS, di report ESG certificati e di un ampio patrimonio di dati quantitativi, mentre per le società minori le informazioni risultano spesso frammentarie o aggregate. Ciò ha reso necessario un adattamento metodologico che, pur riducendo la piena uniformità dei dati, ha comunque permesso di costruire un confronto significativo tra livelli diversi del sistema calcistico.

Un secondo elemento riguarda l'orizzonte temporale. L'analisi copre un arco medio-lungo (2021–2024), in linea con le nuove direttive UEFA che, proprio a partire dal 2021, hanno introdotto regole più stringenti in materia di sostenibilità finanziaria post-Covid. Questo intervallo consente di cogliere discontinuità rilevanti e tendenze evolutive significative; tuttavia, data la rapidità dei cambiamenti in atto, sarà necessario continuare a monitorare i dati nei prossimi anni per giungere a valutazioni definitive.

Un'ulteriore considerazione riguarda la scelta di includere nel confronto una sola società minore, la Casertana. Tale opzione, se da un lato ha garantito coerenza con il contesto giuridico ed economico nazionale del Milan, dall'altro può risultare parziale, poiché l'Italia rappresenta un mercato ancora poco sviluppato per quanto riguarda le categorie inferiori. Sarebbe stato metodologicamente interessante estendere la comparazione anche a club di leghe inferiori più strutturate, come quelle inglesi o tedesche, ma le difficoltà nel reperire bilanci completi e informazioni gestionali dettagliate non hanno reso praticabile tale ampliamento.

Inoltre, va ricordato che la costruzione del framework si fonda su alcune scelte metodologiche soggettive: in particolare, l'attribuzione dei pesi ai tre score (economico, sportivo e ESG) riflette la volontà di dare maggiore rilievo alle strategie ESG, ma non rappresenta una soluzione universale. Tali pesi potrebbero infatti essere modificati in base a differenti priorità di analisi, aprendo la strada a future rielaborazioni. Analogamente, la selezione delle Top 50 squadre del 2024 come base di riferimento potrebbe sembrare limitante rispetto alla continuità del campione; tuttavia, proprio la natura dinamica del framework, che può essere agevolmente aggiornato su nuovi set di dati, costituisce un punto di forza, permettendo di adattarsi al ritmo con cui il mercato calcistico evolve.

Sul piano delle implicazioni teoriche, la ricerca mostra come la sostenibilità nel calcio non possa essere intesa come un modello rigido e uniforme, bensì come un insieme di principi e pratiche adattabili in funzione del contesto. L'elaborazione di un framework modulare, articolato sulle tre dimensioni economico-finanziaria, sportiva ed ESG, rappresenta un contributo originale che consente di superare la tradizionale contrapposizione tra stabilità economica e successo sportivo. Inoltre, il confronto tra top club e società minori evidenzia che i modelli di business transformation guidati da fondi di investimento vanno interpretati non solo come strumenti di riequilibrio finanziario, ma anche come dispositivi istituzionali in grado di incidere sulla governance, sulle relazioni con il territorio e sull'adozione di pratiche di responsabilità sociale. In questo senso, il lavoro arricchisce la letteratura sullo sport management e sull'economia dello sport, offrendo spunti per ulteriori approfondimenti accademici.

Infine, l'approfondimento si colloca pienamente all'interno degli obiettivi della ricerca. La domanda iniziale era se e in che misura le strategie di business transformation e sostenibilità applicate da un club d'élite come il Milan possano costituire un modello anche per società di dimensioni inferiori. I risultati emersi mostrano che la replicabilità non è totale, ma che alcuni principi fondamentali (disciplina finanziaria, managerializzazione, valorizzazione dei giovani e attenzione agli aspetti ESG) possono essere trasferiti e adattati anche a contesti diversi. In questo senso, il caso Casertana ha rappresentato un banco di prova utile per verificare la capacità di tradurre logiche nate in ambienti caratterizzati da capitali globali e visibilità internazionale in pratiche concrete e sostenibili anche in scenari più modesti, purché calibrate sulle specificità locali.

La ricerca, pur con i limiti sopra evidenziati, contribuisce a colmare un vuoto teorico ed empirico, fornendo da un lato un quadro interpretativo utile a orientare le scelte manageriali dei club, dall'altro uno strumento di analisi per la comunità accademica interessata a esplorare le intersezioni tra finanza, sport e sostenibilità. In prospettiva, l'auspicio è che il framework qui proposto possa essere testato su un campione più ampio e diversificato di società, così da rafforzarne la validità e consentire la definizione di traiettorie di sviluppo sostenibile più inclusive per l'intero sistema calcistico europeo.

Conclusioni e prospettive

L'intero percorso di ricerca si è mosso lungo un filo conduttore unitario: comprendere come i processi di business transformation e le strategie di sostenibilità possano ridefinire il modello di gestione delle società calcistiche europee, con particolare riferimento al caso dell'A.C. Milan. Fin dal primo capitolo, dedicato ai fondamenti teorici, è emersa la centralità dei megatrend globali e dell'Antropocene come forze capaci di trasformare non solo le economie nazionali e i modelli d'impresa, ma anche un settore tradizionalmente percepito come "anomalo" rispetto ad altri comparti economici, quale quello sportivo. La crescente pressione esercitata da risorse limitate, esigenze sociali e aspettative ambientali ha imposto alle imprese – comprese quelle calcistiche – di integrare nei propri modelli di business dimensioni ulteriori rispetto a quella puramente finanziaria, in linea con l'approccio del cosiddetto *dual bottom line*.

Il secondo capitolo ha mostrato come queste dinamiche abbiano trovato terreno fertile nell'industria calcistica contemporanea, profondamente trasformata dalla digitalizzazione, dall'emergere di nuove fonti di ricavo e dall'evoluzione dei rapporti con i tifosi. Tuttavia, nonostante l'introduzione di regolamentazioni come il Fair Play Finanziario e le più recenti Financial Sustainability Regulations della UEFA, permane una sostanziale assenza di linee guida forti e universalmente adottate che sappiano regolamentare la sostenibilità in senso integrato – economico, ambientale e sociale. Se da un lato le regole UEFA hanno cercato di contenere l'indebitamento e riequilibrare la concorrenza, dall'altro la loro natura prevalentemente finanziaria ha lasciato in ombra l'esigenza di una governance sostenibile a 360 gradi.

È in questo contesto che si colloca l'obiettivo del presente elaborato: la costruzione di un framework analitico in grado di valutare e confrontare la sostenibilità dei club calcistici, andando oltre i soli parametri economico-finanziari. Questo strumento nasce proprio dall'esigenza di colmare quella sorta di *vuoto regolamentare*, offrendo una chiave di lettura comparativa capace di evidenziare convergenze e divergenze tra i diversi modelli di governance e di proprietà. La sua applicazione ha permesso di individuare, accanto agli indicatori classici (ricavi, EBITDA, FCFO, ROA), nuove dimensioni di performance legate a criteri ESG, digitalizzazione, fan engagement e impatti sociali.

Il caso dell'A.C. Milan ha rappresentato il banco di prova ideale per il framework. L'analisi dei passaggi di proprietà dal 2010 al 2024 ha mostrato come il club sia passato da una fase di declino economico-finanziario sotto la gestione Berlusconi, a una breve parentesi di instabilità con Yonghong Li, fino al risanamento promosso da Elliott e al successivo rilancio strategico con RedBird. Ciò ha evidenziato come la business transformation, se accompagnata da un approccio rigoroso alla sostenibilità, possa costituire una leva di competitività e di crescita anche in un settore spesso percepito come irriducibile alle logiche manageriali tradizionali.

I risultati dimostrano che il modello Milan può fungere da riferimento, ma con una replicabilità parziale. La capacità di attrarre capitali internazionali, la forza del brand e la visibilità globale sono condizioni difficilmente riproducibili nei club minori.

Tuttavia, i principi sottostanti (rigore finanziario, governance efficiente, innovazione tecnologica, valorizzazione dei vivai, attenzione alle dimensioni ESG) si configurano come linee guida flessibili, adattabili anche a contesti con risorse più limitate. L'applicazione del "modello Milan" e del framework al caso della Casertana ha dimostrato che, pur in assenza di reporting standardizzati o di strutture complesse, è possibile tradurre questi principi in pratiche gestionali utili a rafforzare la sostenibilità e a consolidare il legame con il territorio.

In definitiva, la tesi conferma che le strategie di business transformation e sostenibilità implementate dall'A.C. Milan non possono essere considerate un modello rigido e universalmente trasferibile, ma piuttosto un riferimento concettuale ed operativo. La loro validità risiede nei principi generali che incarnano: l'integrazione tra dimensione economico-finanziaria, performance sportiva e impatto sociale-ambientale. In un'industria che ancora non dispone di un quadro regolativo unitario e vincolante, il framework qui proposto si pone come uno strumento utile a orientare pratiche gestionali più solide e responsabili, capace di ampliare la concezione stessa di sostenibilità all'interno del mercato calcistico. In questa prospettiva, l'esperienza del Milan non è soltanto la storia di un club tornato competitivo a livello europeo, ma rappresenta anche un laboratorio di trasformazione che offre spunti preziosi per immaginare il futuro del calcio come settore in grado di coniugare risultati economici, successi sportivi e responsabilità sociale.

BIBLIOGRAFIA

1. Andreff, Wladimir, & Staudohar, Paul D. (2000). *The evolving European model of professional sports finance*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
2. Babiak, K., & Trendafilova, S. (2011). CSR and environmental responsibility: Motives and pressures to adopt green management practices. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 18(1), 11–24.
3. Bolognini Cobianchi, L. (2022). *Comunicare la sostenibilità: Oltre il greenwashing*. Milano: Egea.
4. Brand Finance. (2024). *Football 50 2024: The annual report on the most valuable and strongest football club brands*. London: Brand Finance Plc.
5. Brand Finance. (2024). *Global 500 2024: The annual report on the world's most valuable and strongest brands*. London: Brand Finance Plc.
6. Brandt, Fabian, & Georgiou, Konstantinos. (2016). *Shareholders vs stakeholders capitalism*.
7. CIES Sports Intelligence. (2023). *Club ownership in European football: Foreign investments, private capital & multi-club ownership*. Neuchâtel: CIES Sports Intelligence.
8. Cowan-Sahadath, Karen. (2010). *Business transformation: Leadership, integration and innovation*. Toronto, Canada: CRC Press.
9. Cury, Rubiana, Kennelly, Millicent, & Howes, Michael. (2023). *Environmental sustainability in sport: A systematic literature review*.
10. Dallai, Silvia, & Riva, Patrizia. (2021). *Il bilancio di sostenibilità. Il modello GRI (Global Reporting Initiative)*. Milano: IPSOA.
11. Deloitte. (2023). *Immersive sports fandom: The beginning of the immersive sports era*. Deloitte Center for Technology, Media & Telecommunications.
12. Deloitte. (2025). *Football Money League*. London: Deloitte Touche Tohmatsu Limited.
13. Department for Business, Energy & Industrial Strategy (BEIS). (2019). *Environmental reporting guidelines: Including streamlined energy and carbon reporting guidance*. London: UK Government.
14. Dugalić, S. (2018). *Sport, media and digitalization*. Sport – Science & Practice.

15. Ehnert, Ina, Harry, Wes, & Zink, Klaus J. (2014). *Sustainability and human resource management: Developing sustainable business organizations*. Berlin: Springer.
16. Ehnold, P., Faß, E., Steinbach, D., & Schlesinger, T. (2021). *Digitalization in organized sport – Usage of digital instruments in voluntary sports clubs depending on club’s goals and organizational capacity*.
17. Elberse, A. (2024). *AC Milan (Case No. 9-525-025)*. Boston: Harvard Business School Publishing.
18. Epifani, Stefano. (2020). *Sostenibilità digitale: Perché la sostenibilità non può fare a meno della trasformazione digitale*. Milano: Egea.
19. Figge, Frank, Hahn, Tobias, Schaltegger, Stefan, & Wagner, Marcus. (2002). *The sustainability balanced scorecard – Linking sustainability management to business strategy*. *Business Strategy and the Environment*, 11, 269–284.
20. Fimmanò, F. R. (2025). *Il fenomeno delle “multi-club ownerships” (MCO): Le pluriproprietà delle società di calcio*. *Rivista di Diritto Sportivo*. ISSN 2784-9856.
21. Gilligan, J., & Wright, M. (2008). *Private equity demystified: An explanatory guide*. London: ICAEW Corporate Finance Faculty.
22. Glebova, Ekaterina, & Madsen, Dag Øivind. (2024). *Twin transformation as a strategic approach in sport management: The synergy of digitalization and sustainability in sports*. *Frontiers in Sports and Active Living*, 6.
23. Irving, Richard. (2023). *Sustainability in football: The community ownership model*. PhD thesis. Birkbeck, University of London.
24. Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). *Leveraged buyouts and private equity*. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146.
25. Liu, Meng. (2024). *Brand value and marketing strategies of professional sports clubs*. In Dou, P. & Zhang, K. (Eds.), *Proceedings of the 2023 International Conference on Economic Management, Financial Innovation and Public Service (EMFIPS 2023)* (p. 287). Dordrecht: Atlantis Press.
26. Lo Giudice, G. (2023). *Antropocene e giustizia climatica: l'importanza di un'etica della responsabilità*. Roma.

27. Mahony, Daniel F., Madrigal, Robert, & Howard, Dennis. (2000). Using the psychological commitment to team (PCT) scale to segment sport consumers based on loyalty. *Sport Marketing Quarterly*, 9(1), 15–25.
28. McCullough, B. P., & Kellison, T. B. (2016). Go green for the home team: Sense of place and environmental sustainability in sport. *Journal of Sustainability Education*, 11, 1–16.
29. McCullough, Brian P., & Kellison, Timothy B. (Eds.). (2018). *Routledge handbook of sport and the environment*. New York: Routledge.
30. McKinsey & Company. (2023). *What is business transformation?*
31. Muller, Anna-Luisa, & Pflieger, Regina. (2014). *Business transformation towards sustainability*. Berlin: Springer.
32. MSCI ESG Research. (2024). *MSCI ESG ratings methodology*. New York: MSCI Inc.
33. Oaklins. (2025). *Sports newsletter Q1 2025: Breaking records in sports M&A*. Amsterdam: Oaklins.
34. Oaklins. (2025). *Sports Spot On – March 2025: Record year for sports M&A*. Amsterdam: Oaklins.
35. Ortenzi, Ivan. (2023). *Il modello Extended Experience Enterprise per la Football Industry*. MIT Sloan Management Review Italia.
36. PitchBook Data, Inc. (2023). *Private capital in European football: Analyst note Q3 2023*. Seattle: PitchBook.
37. Pittz, Thomas G., Cowden, Birton J., Davis, Phillip, & De Angelis, Thomas A. (2020). Sport business models: A stakeholder optimization approach. *Journal of Small Business and Enterprise Development*.
38. PwC. (2024). *Global sports survey 8th edition*. London: PricewaterhouseCoopers.
39. Quansah, T., & Breuer, C. (2025). Multi-club ownerships (MCOs): A critical analysis of transfer dynamics and sports integrity. *European Sport Management Quarterly*. Advance online publication.
40. Quirk, A. (2021). Barbarians at the ticket gate: Private equity’s arrival in American sports leagues. *SSRN Electronic Journal*.

41. Robinson, D. T., & Sensoy, B. A. (2013). Do private equity fund managers earn their fees? Compensation, ownership, and cash flow performance. SSRN Electronic Journal.
42. Rocha, Aglae B. T. da, Borges de Oliveira, Karine, Espuny, Maximilian, da Motta Reis, Jose Salvador, & Oliveira, Otavio Jose. (2022). Business transformation through sustainability based on Industry 4.0.
43. Rohde, M., & Breuer, C. (2017). The market for football club investors: A review of theory and empirical evidence from professional European football. *European Sport Management Quarterly*, 17(3), 265–289.
44. Rosa, P., & Accame, F. (2018). Nell'era del social network: Il football network – Il fenomeno City Football Group. Corso per Direttore Sportivo, Settore Tecnico FIGC.
45. Roselli, A., & Mazzantini, G. (2009). I fondi sovrani: A quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi. Roma: Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.
46. SDG Compass. (2015). The guide for business action on the SDGs. GRI, UN Global Compact, and WBCSD.
47. SLB. (2024). Sustainability Report 2024: For a balanced planet. SLB.
48. Smith, Aaron C. T., & Stewart, Bob. (2010). The special features of sport: A critical revisit. *Sport Management Review*.
49. Sustainalytics. (2024). ESG risk ratings methodology abstract: Version 3.1. Amsterdam: Morningstar Sustainalytics.
50. Torres da Rocha, Aglae B., Borges de Oliveira, Karine, Espuny, Maximilian, da Motta Reis, Jose Salvador, & Oliveira, Otavio Jose. (2022). Business transformation through sustainability based on Industry 4.0.
51. UEFA. (2022). The European club footballing landscape: Club licensing benchmarking report – Emerging from the pandemic. Nyon: UEFA.
52. UEFA. (2023). Strength through unity – Strategia di sostenibilità del calcio europeo. Nyon: UEFA.
53. UEFA. (2024). UEFA club licensing and financial sustainability regulations: Edition 2024. Nyon: UEFA.

54. Walters, Geoff, & Tacon, Richard. (2011). *Corporate social responsibility in European football: A critical overview*. London: Routledge.
55. Walzel, S., Robertson, J., & Anagnostopoulos, C. (2018). Corporate social responsibility in professional team sport organisations: An integrative review. *Journal of Sport Management*, 32(6), 511–530.
56. Whittam, Geoffrey, & Bull, Mike. (2021). Sustainable value creation? Entrepreneurial orientations in the football industry. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*.
57. Zeimers, G., Anagnostopoulos, C., Zintz, T., & Willem, A. (2019). Corporate social responsibility in football: Exploring modes of CSR implementation. In Hamil, S., Chadwick, S., & Anagnostopoulos, C. (Eds.), *Routledge handbook of football business and management* (pp. 401–417). Routledge.
58. Zheng, Jin, & Mason, Daniel S. (2022). New media, digitalization, and the evolution of the professional sport industry.

SITOGRAFIA

1. <https://acmilan.com/it/club/storia>
2. <https://acmilan.com/it/news/articoli/club/2024-12-20/comunicato-societario>
3. <https://alixpartners.com/insights/102jiu3/attract-delight-retain-how-to-crack-the-gen-z-code-to-live-sports-engagement>
4. <https://apnews.com/article/lvmh-paris-soccer-arnault-b3715234edf41792ae27b45d4a86cbfb>
5. <https://apnews.com/article/milan-finances-profit-record-revenue-44bf6bb0dd041ec07c06cbde7449647f>
6. <https://bancobpm.it/magazine/glossario/conglomerato/>
7. <https://bbc.com/sport/football/articles/cgrgljwdz8wo>
8. <https://bebeez.it/bebeez-mag/i-tre-motivi-per-cui-i-fondi-investono-nei-club-di-calcio/>
9. <https://borsaefinanza.it/fenway-sports-group-chi-e-holding-liverpool/>
10. <https://borsaitaliana.it/borsa/glossario/opa-obbligatoria.html?>
11. <https://brandfinance.com/insights/ac-milan-brand-identity-at-the-centre-of-growth?>
12. <https://businesswire.com/news/home/20220530005314/it>
13. <https://calciofinanza.it/2021/08/04/cvc-acquista-il-10-della-liga-affare-da-27-mln/>
14. https://calciofinanza.it/2024/12/26/psg-spese-qatar-investimenti-sponsor/?refresh_ce
15. <https://calciofinanza.it/2025/04/14/rosso-holding-chelsea-1-miliardo/>
16. <https://casertanafc.it/storia>
17. <https://comofootball.com/en/como-1907-renews-partnership-with-neuberger-berman>
18. https://corriere.it/sport/calcio/serie-a/24_novembre_11/dan-friedkin-chi-e-roma-c18ab2fd-01ec-4ab7-8f65-f2dec12xlk.shtml
19. https://corrieredellosport.it/news/calcio/calcio-mercato/2022/05/10-92683942/il_caso_chelsea_e_i_club_ambiti_solo_quelli_top_
20. https://corrieredellosport.it/news/calcio/serie-a/roma/2024/11/14-135297663/ranieri_nuovo_ruolo_da_dirigente_a_fine_stagione_cosa_fara_alla_roma
21. <https://deloitte.com/uk/en/services/consulting/research/annual-review-of-football-finance-football-league-clubs.html>
22. <https://en.psg.fr/teams/club/content/paris-saint-germain-and-ea-sports-renew-their-partnership-club-20242025>
23. <https://explodingtopics.com/blog/esports-statistics>
24. <https://explodingtopics.com/blog/number-of-gamers>
25. <https://forbes.com/sites/mikeozanian/2024/01/25/the-worlds-most-valuable-sports-empires-2024/>
26. <https://forbes.com/teams/liverpool/>

27. <https://fortune.businessinsights.com/esports-market-106820>
28. <https://foundation.fcbarcelona.com/en/>
29. <https://france24.com/en/live-news/20220513-french-left-cries-foul-over-us-takeover-of-red-star-soccer-club>
30. <https://gazzetta.it/Calcio/Serie-A/Milan/13-03-2024/milan-da-elliott-a-redbird-l-analisi-finanziaria.shtml>
31. <https://gazzetta.it/Calcio/Serie-B/08-08-2024/serie-b-diritti-tv-per-13-milioni-sky-e-dazn-verso-il-sima-la-novita-e-amazon.shtml>
32. <https://goal.com/it/notizie/silvio-berlusconi-da-presidente-piu-vincente-e-longevo-della-storia-del-milan-a-patron-del-monza/1dhq7xbvv12l012vv25m6oqqpz>
33. <https://ilpost.it/2025/07/04/ligue-1-piattaforma-partite-francia-2025-2026-problemi-diritti-televisivi/>
34. <https://ilsole24ore.com/art/gli-investimenti-squadre-sportive-hanno-ritorni-superiori-all-sp500-AH7taJ0>
35. <https://ilsole24ore.com/art/pallotta-firma-roma-passa-gruppo-friedkin-ADMGUBi>
36. <https://iusletter.com/oggi-sulla-stampa/ac-milan-con-elliott-il-valore-della-societa-raddoppiato-dal-2018/>
37. <https://laliga.com/en-GB/news/distribution-of-audiovisual-revenues-for-the-2023-2024-season-in-compliance-with-the-reporting-obligations-set-out-in-royal-decree-law-5-2015>
38. <https://lequipe.fr/Football/Article/La-patte-de-l-expert-les-secrets-de-luis-enrique-qui-a-guide-le-psg-vers-son-titre-europeen>
39. <https://lespresso.it/c/inchieste/2023/7/3/il-mistero-della-vendita-del-milan-nessuno-sa-ancora-chi-siano-i-veri-finanziatori-delloperazione/2593>
40. <https://legends.net/it/strategic-partnership-between-real-madrid-sixth-street-and-legends/>
41. https://lemonde.fr/sport/article/2024/06/25/droits-televises-de-la-ligue-2-bein-sports-acquiert-les-droits-jusqu-en-2029_6243694_3242.html
42. <https://luxurytribune.com/en/ac-milan-wants-to-play-in-the-big-leagues>
43. <https://morningstar.it/it/news/209636/al-private-equity-piace-il-calcio.aspx>
44. <https://news.microsoft.com/it-it/2014/11/18/real-madrid-cf-e-microsoft-insieme-per-accelerare-la-trasformazione-digitale-del-club/>
45. <https://nytimes.com/athletic/4636928/2023/06/24/roma-cannes-friedkin-group/?source=twitteruk>
46. <https://paris-saint-germain.com/revolution-tactique-psg>
47. <https://quifinanza.it/lavoro/cose-come-funziona-consorzio/363691/>
48. <https://redbirdcap.com/wp-content/uploads/2024/03/Fortune-RedBird-03-30-24.pdf>
49. https://repubblica.it/sport/calcio/esteri/2022/05/07/news/chelsea_acquistato_da_todd_boehly_per_4_miliardi_di_sterline-348447896/

50. <https://reuters.com/sports/soccer/comos-owners-look-beyond-sport-with-brand-building-travel-plans-2024-09-26/>
51. <https://realmadrid.com/en-US/foundation>
52. <https://report.dfl.de/2425/de/aktuelle-zahlen/zuschauerbericht.html>
53. <https://significatodi.com/conglomerato-di-imprese/>
54. <https://skysports.com/football/news/21564/12873679/sky-sports-agrees-new-five-year-efl-deal-over-1000-matches-per-season>
55. <https://sociallypowerful.com/post/gaming-industry-statistics>
56. <https://sport.sky.it/calcio/serie-a/2025/05/02/serie-a-retrocessione-serie-b-paracadute>
57. <https://sport.sky.it/calcio/serie-a/silvio-berlusconi-milan-vittorie>
58. <https://sportefinanza.it/2025/01/26/fondo-pif-investimenti-sport-arabia-saudita/>
59. https://sportmediaset.mediaset.it/calcio/uefa-multe-fair-play-finanziario-roma-milan-inter-chelsea_100606908-202502k.shtml
60. <https://sportspro.com/insights/interviews/casper-stylsvig-ac-milan-cro-sponsor-commercial-strategy/>
61. <https://thescottishsun.co.uk/sport/12338230/championship-ipswich-announce-105m-investment-landmark-day/>
62. <https://valloni.ch/2025/02/21/financial-regulation-of-football-clubs-in-france/>
63. <https://worldfootballindex.com/2020/08/rb-leipzig-red-bull-german-football-culture-50-plus-1/>