

UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

L'EFFETTO DELLA POLITICA MONETARIA SUL SETTORE CALCISTICO: IL CASO DELL'FC INTERNAZIONALE MILANO

THE IMPACT OF MONETARY POLICY ON THE FOOTBALL INDUSTRY: THE CASE OF FC INTERNAZIONALE MILANO

Relatrice:

Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:

Luca Cicoli

Anno Accademico 2025/2026

INDICE

Introduzione 3

Capitolo 1 – Impatto economico del Covid-19 sulla gestione dell'Inter 5

1.1. Il contesto del calcio durante la pandemia 5

- 1.1.1 Effetti generali sul settore calcistico (ricavi, diritti TV) 5

1.2. Analisi economico-finanziaria dell'Inter pre e post Covid 7

- 1.2.1 Analisi dei bilanci 8
- 1.2.2 Misure adottate (posticipi salariali, cessioni, indebitamento) 11

1.3. Conseguenze immediate e prospettive di breve termine 15

Capitolo 2 – La politica monetaria espansiva della BCE e l'ingresso di Oaktree nell'Inter 18

2.1. Politiche monetarie della BCE post-pandemia 18

- 2.1.1 Strumenti adottati (PEPP, TLTRO) 18
- 2.1.2 Effetti sulla liquidità e sul costo del capitale 21

2.2. Ricerca di rendimento e nuovi investimenti: il caso Inter 23

- 2.2.1 "Search for yield" e spostamento verso asset alternativi 23
- 2.2.2 Perché un fondo come Oaktree sceglie il calcio 25

2.3. L'operazione Oaktree–Inter 27

- 2.3.1 Struttura del finanziamento e dinamiche societarie 27
- 2.3.2 Politica monetaria, liquidità globale e sviluppo del credito privato 28

CONCLUSIONI 30

BIBLIOGRAFIA 32

SITOGRAFIA 35

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni il settore calcistico europeo ha attraversato profonde difficoltà economiche e finanziarie, accentuate in modo significativo dalla pandemia da Covid-19. Le restrizioni imposte per fronteggiare l'emergenza sanitaria hanno inciso direttamente sui principali flussi di ricavo dei club professionistici, in particolare sugli introiti da ricavi da gare casalinghe, sponsorizzazioni e diritti televisivi, mettendo in evidenza fragilità strutturali già presenti nel modello economico del calcio, contraddistinto da una struttura di costi fissi elevati e da un ricorso sempre maggiore a fonti di finanziamento esterne.

In tale contesto, numerose società calcistiche si sono trovate ad affrontare tensioni di liquidità che hanno reso necessaria l'adozione di misure straordinarie di gestione finanziaria, quali la riduzione dei costi del personale, la cessione di calciatori e il ricorso all'indebitamento. Parallelamente, il contesto economico generale europeo è stato profondamente influenzato dagli interventi di politica monetaria della Banca Centrale Europea, che, attraverso politiche espansive, ha immesso ingenti quantità di liquidità nel sistema, contribuendo a ridurre il costo del capitale e a modificare le scelte di investimento.

Le condizioni monetarie favorevoli hanno incentivato gli investitori istituzionali a ricercare nuove opportunità di rendimento, favorendo un crescente interesse verso asset alternativi, tra cui il settore calcistico. In questo scenario si colloca il caso dell'FC Internazionale Milano, in cui le difficoltà finanziarie generate dalla crisi pandemica si intrecciano con il contesto di politica monetaria espansiva e con l'ingresso di un fondo di investimento internazionale come Oaktree.

La presente tesi analizza l'effetto della politica monetaria espansiva sul settore calcistico, con particolare riferimento al caso dell'FC Internazionale Milano, al fine di evidenziare il ruolo svolto dal contesto macroeconomico e dalle decisioni di politica monetaria nelle scelte

finanziarie dei club e nelle operazioni di investimento. Il lavoro si articola in due parti. La prima parte è dedicata all'analisi dell'impatto economico del Covid-19 sulla gestione economico-finanziaria dell'Inter: inizialmente viene descritto il contesto del calcio durante la pandemia, con riferimento agli effetti sul settore e al quadro economico italiano ed europeo; successivamente viene svolta un'analisi economico-finanziaria del club nel periodo pre e post Covid, esaminando i bilanci, le principali misure adottate e le prospettive di breve termine.

La seconda parte si concentra sulla politica monetaria espansiva della BCE e sull'ingresso di Oaktree nella squadra di Milano, analizzando gli strumenti adottati, gli effetti sulla liquidità e sul costo del capitale, la ricerca di rendimento da parte degli investitori e la struttura dell'operazione di finanziamento.

Le conclusioni sintetizzano i principali risultati emersi.

Capitolo 1

Impatto economico del Covid-19 sulla gestione dell'FC Internazionale Milano

1.1 Il contesto del calcio durante la pandemia

A partire dai primi mesi del 2020, la pandemia da Covid-19 ha rappresentato uno shock improvviso per l'economia globale, colpendo direttamente anche il settore calcistico europeo. Le restrizioni imposte per contenere la diffusione del virus hanno interrotto l'attività sportiva, impedendo l'accesso del pubblico agli stadi e rallentando i flussi di ricavo dei club professionistici (UEFA, 2022). La riduzione improvvisa dei ricavi ha generato tensioni sulla liquidità, spingendo molte società a rivedere le proprie strategie di gestione finanziaria e a adottare misure straordinarie per garantire la continuità operativa (FIGC, 2021).

Parallelamente, le entrate legate a sponsorizzazioni e attività commerciali hanno mostrato una certa resilienza, pur risentendo della minore visibilità internazionale e del rallentamento economico generale. Nel complesso, il settore ha registrato una contrazione significativa dei ricavi, con impatti diretti sulla redditività dei club e sulla capacità di investimento nel breve termine (Deloitte, 2022).

1.1.1 Effetti generali sul settore calcistico (ricavi, diritti TV)

La pandemia ha inciso in maniera differenziata sui principali canali di ricavo del calcio professionistico, ossia i ricavi da matchday, i diritti televisivi e i ricavi commerciali. Per quanto riguarda i ricavi da matchday, la sospensione delle competizioni e la conseguente chiusura degli stadi hanno determinato un azzeramento pressoché totale degli incassi derivanti dalla biglietteria e abbonamenti, incidendo in modo significativo su una componente storicamente rilevante del fatturato dei club (UEFA, 2022).

L’impatto non è stato tuttavia uniforme, le società maggiormente dipendenti dai ricavi da stadio hanno registrato effetti più marcati rispetto a quelle con una struttura di ricavi più diversificata. Tale situazione ha condotto a rinegoziazioni contrattuali tra leghe e operatori televisivi, spesso tradottesi in sconti, dilazioni dei pagamenti o revisione delle condizioni originarie degli accordi (Deloitte, 2022). Dal punto di vista economico-finanziario, ciò ha generato un disallineamento tra ricavi attesi e incassi effettivi, incidendo negativamente sulla liquidità dei club nel breve periodo. Nonostante la successiva ripresa delle competizioni, l’incertezza legata al calendario sportivo e alla capacità di completare le stagioni ha continuato a rappresentare un elemento di rischio, evidenziando la forte dipendenza del settore calcistico da questa fonte di ricavo e la sua vulnerabilità a shock esogeni.

Anche i ricavi commerciali e le sponsorizzazioni, nonostante una maggiore stabilità rispetto ad altre fonti, hanno risentito della minore esposizione mediatica e delle difficoltà economiche dei partner. Alcuni contratti sono stati modificati o sospesi, riducendo temporaneamente il contributo al bilancio complessivo. Secondo la 31ª edizione dell’*Annual Review of Football Finance* di Deloitte, il mercato calcistico europeo ha registrato nella stagione 2020/21 una crescita dei ricavi del 10%, raggiungendo 27,6 miliardi di euro, rispetto ai 25,2 miliardi della stagione 2019/20. Tale incremento, tuttavia, è stato determinato principalmente dalla contabilizzazione di ricavi televisivi differiti dalla stagione precedente e dal contributo derivante dallo svolgimento di UEFA EURO 2020, posticipato al 2021 a causa della pandemia (Deloitte, 2022). L’incremento dei ricavi complessivi non deve pertanto essere interpretato come un pieno recupero della situazione economico-finanziaria dei club, che continuavano a risentire della significativa riduzione dei ricavi da matchday e delle perdite accumulate durante la pandemia.

Oltre all'impatto diretto sulle singole fonti di ricavo, la pandemia ha inciso anche sulla distribuzione temporale degli stessi e sulla loro comparabilità tra esercizi finanziari.

In condizioni normali, l'esercizio finanziario dei club calcistici tende a coincidere con la conclusione della stagione sportiva (generalmente tra maggio e giugno). Tuttavia, l'interruzione della stagione 2019/2020, unita ai differenti approcci adottati da leghe, broadcaster e partner commerciali, ha determinato una redistribuzione dei ricavi su più esercizi finanziari. In particolare, una quota significativa delle entrate attese per il 2020 è stata posticipata al 2021. Secondo Deloitte (2021). circa un quarto dei ricavi dell'esercizio 2020 è stato rinviato all'anno successivo, generando un'alterazione nella rappresentazione delle performance economico-finanziarie. La contrazione del fatturato osservata nel 2020 risulta quindi imputabile sia a perdite effettive, come nel caso dei ricavi da matchday e degli sconti concessi ai broadcaster, sia a semplici slittamenti temporali delle entrate.

Tale dinamica ha inoltre reso più complessa la comparabilità dei bilanci tra club e tra stagioni, poiché le diverse leghe calcistiche hanno adottato strategie eterogenee di gestione della crisi sanitaria e dei calendari sportivi.

1.2 Analisi economico-finanziaria dell' FC Internazionale Milano pre e post Covid

La pandemia ha colpito il sistema calcistico europeo in un momento particolarmente sfavorevole per molte società professionistiche, tra cui l'FC Internazionale Milano. Di seguito viene proposta un'analisi dettagliata dei bilanci societari del club, volta a evidenziare l'impatto di questo shock esogeno sulle diverse voci di ricavo e di costo.

1.2.1 Analisi dei bilanci

Nel periodo precedente alla pandemia, l'Inter presentava una struttura dei ricavi relativamente diversificata, composta principalmente da proventi da gare, diritti televisivi e attività commerciali e di sponsorizzazione. Tale configurazione, comune ai principali club europei, consentiva la sostenibilità di elevati costi operativi, in particolare quelli legati al personale tesserato e agli ammortamenti dei diritti pluriennali dei calciatori.

Tabella 1.1: Ricavi selezionati FC Internazionale Milano (2019-2021)

TABELLA RICAVI	Colonna2	Colonna3	Colonna4
VOCE	**2019**	**2020**	**2021**
Matchday (1a + 1c)	44.676.250	44.376.866	0
Diritti TV (5e + UEFA)	138.959.918	115.358.258	189.737.142
Ricavi commerciali (5b + 5c + 5d)	35.948.257	27.402.831	45.822.587
TOTALE RICAVI SELEZIONATI	219.584.425	187.137.955	235.559.729

Fonte: Elaborazione propria su dati dei Bilanci Consolidati FC Internazionale Milano S.p.A.

Tabella 1.2: Costi selezionati FC Internazionale Milano (2019-2021)

TABELLA COSTI	Colonna2	Colonna3	Colonna4
VOCE	**2019**	**2020**	**2021**
9a) salari e stipendi	174.905.831	181.340.808	236.686.056
9b) oneri sociali	8.027.211	8.321.829	8.497.191
9c) trattamento di fine rapporto	1.941.161	2.091.181	2.087.202
9e) altri costi	7.722.272	6.251.580	14.307.164
TOTALE	192.596.475	198.005.398	261.577.613
10a) Ammortamenti immateriali	95.719.810	132.670.879	150.625.585
TOTALE COSTI SELEZIONATI	288.316.285	330.676.277	412.203.198

Elaborazione propria su dati dei Bilanci Consolidati FC Internazionale Milano S.p.A.

Come evidenziato nella tabella 1.1, l'esercizio chiuso al 30 giugno 2020 riflette in modo diretto gli effetti della crisi pandemica e delle conseguenti misure restrittive adottate a livello sportivo e governativo. In particolare, i ricavi da matchday risultano tra le componenti maggiormente colpite, a causa della interruzione momentanea delle competizioni e della disputa delle partite a porte chiuse, fino al completo azzeramento nella stagione successiva. Questo elemento evidenzia la natura altamente elastica di questa voce rispetto agli shock esogeni, in quanto direttamente legata alla presenza fisica dei tifosi e alla piena operatività degli impianti sportivi.

Gli abbonamenti mostrano invece una maggiore rigidità nel breve periodo, pur evidenziando una vulnerabilità strutturale in caso di prolungata assenza di pubblico negli stadi. Tale dinamica conferma come, anche in presenza di forme contrattuali predefinite, il settore calcistico non sia completamente immune a fenomeni di riduzione dei ricavi in condizioni straordinarie.

In merito alla contrazione della liquidità operativa nella stagione 2020/2021, come sottolineato in precedenza, viene registrato un flusso di cassa libero negativo pari a 123 milioni, ottenuto dalla somma algebrica tra il flusso finanziario dell'attività operativa (pari a -1,5 milioni di euro) e il flusso assorbito dall'attività di investimento (pari a -121,5 milioni di euro). Questo dato segnala un progressivo squilibrio tra flussi in entrata e uscite correnti, con conseguente aumento del fabbisogno di finanziamento esterno (F.C. Internazionale Milano S.p.A., 2021).

In tale contesto, i mercati del debito divennero progressivamente la principale fonte di finanziamento disponibile per il club, in un quadro caratterizzato da maggiore incertezza macroeconomica e da una generale restrizione delle condizioni operative. L'accesso alla liquidità, infatti, risultò determinante per garantire la continuità aziendale e il sostegno alla gestione corrente. Si osservò un marcato ridimensionamento degli introiti derivanti da ciascuna delle tre principali attività. I ricavi da stadio si azzerarono, i diritti televisivi subirono ritardi nei pagamenti e gli accordi di sponsorizzazione si ridussero drasticamente o vennero

rinegoziati al ribasso, riflettendo la difficoltà generale degli sponsor nel mantenere gli impegni economici preesistenti in un contesto di crisi.

Sul versante dei costi, le spese operative rimasero invece sostanzialmente rigide nel breve periodo, in particolare con riferimento al costo del lavoro, caratterizzato da un monte ingaggi superiore ai 260 milioni di euro. Tale rigidità dei costi, tipica delle organizzazioni sportive professionistiche, ha contribuito ad amplificare gli effetti della contrazione dei ricavi, peggiorando ulteriormente l'equilibrio economico complessivo del club.

A seguito della fase più acuta della crisi pandemica, gli esercizi successivi evidenziano un progressivo processo di recupero delle principali componenti di ricavo, come riportato nel bilancio consolidato 2024 (tabella 1.3), che riflette una graduale normalizzazione delle condizioni operative e una ripresa delle attività economiche del club.

Tabella 1.3: Dati sintetici del Bilancio Consolidato 2024

Gruppo F.C. Internazionale Milano S.p.A.

BILANCIO CONSOLIDATO AL 30 GIUGNO 2024

CONTO ECONOMICO	12 mesi al 30 Giugno 2024	12 mesi al 30 Giugno 2023
	valori in Euro	valori in Euro
A) VALORE DELLA PRODUZIONE		
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni		
a) ricavi da gare	45.634.720	56.829.148
b) abbonamenti	25.201.115	22.139.373
2) Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	759.266	390.684
5) Altri ricavi e proventi:		
a) contributi in conto esercizio		
- altri contributi in conto esercizio	18.243.755	17.445.533
b) proventi da sponsorizzazioni	79.877.810	54.378.034
c) proventi pubblicitari	8.112.225	6.963.657
d) proventi commerciali e royalties	24.013.822	13.160.209
e) proventi da cessione diritti audiovisivi	176.421.155	196.532.140
f) ricavi da cessione temporanea prestazioni calciatori	2.250.000	1.052.500
g) plusvalenze da cessione diritti pluriennali prestazioni calciatori	65.845.780	28.875.955
h) altri proventi da trasferimento diritti calciatori		
- proventi diversi da trasferimento diritti calciatori	5.775.530	9.652.751
i) ricavi e proventi diversi	21.074.113	18.055.477
Totale Valore della produzione (A)	473.209.291	425.475.461

Fonte: Bilancio Consolidato FC Internazionale Milano S.p.A. al 30 giugno 2024

Dall'analisi della tabella 1.3 si evince che il valore della produzione registra un incremento rispetto al periodo precedente, trainato principalmente dalla crescita dei ricavi commerciali e da sponsorizzazione. Tale dinamica evidenzia il rafforzamento delle componenti di ricavo maggiormente legate alla valorizzazione del marchio e alla progressiva ripresa delle attività economiche e sportive del club in un contesto post-pandemico. In questa fase, la ripresa dei flussi commerciali e dei diritti correlati alle attività sportive ha permesso un miglioramento complessivo della capacità di generazione di ricavi, sebbene il processo di normalizzazione risulti graduale e non ancora pienamente consolidato nel breve periodo.

Sul versante dei costi, si osserva una maggiore attenzione al contenimento della spesa, in particolare con riferimento alla gestione del monte ingaggi e ai costi operativi.

Sebbene i risultati evidenzino un significativo miglioramento rispetto agli esercizi precedenti, il percorso di riequilibrio economico-finanziario del club non può considerarsi completamente concluso. Gli effetti della crisi pandemica hanno infatti continuato a influenzare la gestione societaria anche negli anni successivi, rendendo necessaria l'adozione di specifiche misure finalizzate al rafforzamento della sostenibilità finanziaria. Le principali iniziative adottate dalla società per fronteggiare tali criticità saranno analizzate nel paragrafo successivo.

1.2.2 Misure adottate (posticipi salariali, cessioni, indebitamento)

Tra le principali misure adottate dall'FC Internazionale Milano per fronteggiare gli effetti economici della pandemia vi fu il differimento del pagamento degli stipendi dei calciatori e dello staff tecnico. Nel corso dell'esercizio 2020-2021 il club raggiunse diversi accordi con i propri tesserati finalizzati al rinvio di alcune mensilità, con l'obiettivo di ridurre la pressione sul fabbisogno finanziario di breve periodo e preservare la liquidità aziendale.

In particolare, furono inizialmente posticipati i pagamenti relativi ai mesi di luglio e agosto 2020, successivamente rinviati al febbraio 2021. Successivamente, ulteriori accordi riguardarono anche le mensilità di novembre e dicembre 2020. Le somme oggetto di differimento ammontavano a circa 24,8 milioni di euro lordi, relativi al costo complessivo delle mensilità rinviate nell'ambito degli accordi tra dirigenza e calciatori (*La Gazzetta dello Sport, 2021*). La situazione rifletteva inoltre le difficoltà economico-finanziarie attraversate dalla proprietà Suning Holdings Group, aggravate dal peggioramento del contesto macroeconomico internazionale. Secondo quanto riportato dalla stampa sportiva, la richiesta del club prevedeva una riduzione temporanea del costo del lavoro attraverso la rinuncia o la rimodulazione di più mensilità, con soluzioni differenziate in base alla durata residua dei contratti e alla posizione dei singoli tesserati.

Un ulteriore elemento rilevante fu rappresentato dall'intervento della UEFA, che nel contesto emergenziale introdusse criteri temporaneamente più flessibili per il rispetto degli obblighi salariali necessari all'ottenimento della licenza europea. Tale decisione consentì ai club di posticipare parte dei pagamenti senza incorrere immediatamente in sanzioni regolamentari, contribuendo ad alleviare temporaneamente le tensioni di liquidità.

Le tensioni di liquidità emerse nel periodo pandemico si tradussero in un progressivo aumento del fabbisogno finanziario e nella necessità di ricorrere a strumenti di finanziamento esterni, evidenziando una crescente dipendenza del club da capitali di terzi.

Un ulteriore intervento volto a sostenere la posizione di liquidità del club fu rappresentato dal finanziamento ottenuto da Oaktree Capital Management nel maggio 2021. Secondo quanto riportato da *Il Sole 24 Ore*, a seguito del perfezionamento dell'operazione l'Inter beneficiò di circa 50 milioni di euro di liquidità attraverso un prestito azionario, ai quali si aggiunsero ulteriori 22,2 milioni di euro derivanti dal pagamento di alcuni contratti commerciali con parti

correlate. L'operazione si inseriva in un più ampio piano di finanziamento finalizzato a rafforzare la posizione di cassa del gruppo e ad affrontare le difficoltà finanziarie generate dalla pandemia (Bellinazzo, 2021).

Il ricorso a tale forma di finanziamento evidenzia come le misure di contenimento dei costi e di differimento dei pagamenti adottate dal club non fossero sufficienti, da sole, a compensare le tensioni di liquidità determinate dalla contrazione dei ricavi. Si rese pertanto necessario affiancare agli interventi di gestione interna del *cash flow* il ricorso a capitali esterni, anticipando un processo di progressiva apertura del club verso investitori finanziari che sarà analizzato più approfonditamente nella seconda parte della presente analisi. In questo contesto, le difficoltà emerse avrebbero successivamente favorito il ricorso a forme di finanziamento esterno sempre più rilevanti, culminate nell'operazione con Oaktree Capital Management nel 2021. Al fine di comprendere la reale portata delle tensioni di liquidità subite dal club, occorre esaminare nel dettaglio l'andamento delle passività correnti e l'evoluzione delle voci di debito nel periodo pandemico, riportati nella tabella 1.4.

Tabella 1.4: Passività correnti e voce Altri debiti (2019-2020)

migliaia di Euro	Saldo al 30.06.2020	Saldo al 30.06.2019
Debiti verso dipendenti e collaboratori per competenze maturate e non liquidate	38.767	23.485
Altri debiti vari	1.168	1.181
	39.935	24.666

Fonte: Nota Integrativa al Bilancio Consolidato FC Internazionale Milano S.p.A. al 30 giugno 2020

L'analisi dei dati di bilancio relativi all'FC Internazionale Milano evidenzia nel periodo pandemico un significativo aumento delle passività correnti, in particolare con riferimento ai

debiti verso dipendenti e collaboratori. Come riportato nella nota integrativa al bilancio consolidato, tale voce passa da circa 24,7 milioni di euro nel 2019 a circa 39,9 milioni nel 2020, riflettendo un incremento delle obbligazioni verso il personale in un contesto di tensione finanziaria generalizzata. Parallelamente, il costo del personale si conferma una delle componenti più rilevanti della struttura dei costi del club, superando i 170 milioni di euro nel 2020. Come precedentemente evidenziato, il club ha fatto ricorso al differimento delle retribuzioni del personale sportivo e tecnico quale strumento per fronteggiare le difficoltà finanziarie generate dalla pandemia. Tale intervento ha permesso di contenere nel breve periodo il fabbisogno di liquidità, trasferendo tuttavia parte degli oneri finanziari agli esercizi successivi e contribuendo, di conseguenza, all'aumento delle passività a carico della società. L'incremento dei debiti verso dipendenti e collaboratori rappresenta un indicatore significativo delle difficoltà di liquidità, in condizioni ordinarie infatti tali passività vengono generalmente regolate entro tempi relativamente brevi; il loro aumento evidenzia invece la necessità di posticipare parte degli impegni finanziari per preservare le disponibilità liquide. Dal punto di vista economico-aziendale, il differimento delle retribuzioni può essere interpretato come una forma di finanziamento implicito ottenuta attraverso il rinvio dei pagamenti dovuti al personale, soluzione adottata da numerosi club professionistici europei durante l'emergenza sanitaria.

Accanto alla gestione del costo del lavoro, il club ha fatto ricorso al mercato dei trasferimenti come strumento di generazione di liquidità, attraverso la cessione di alcuni calciatori. Questa linea di azione ha contribuito a contenere le perdite d'esercizio, ma ha al contempo limitato la capacità di investimento e la programmazione sportiva di medio periodo.

Infine, la dinamica complessiva dei flussi finanziari ha comportato un incremento del ricorso all'indebitamento. L'indebitamento finanziario netto ha infatti superato i 400 milioni di euro nel 2020, evidenziando una crescente dipendenza da fonti esterne di finanziamento. Tale

evoluzione riflette la difficoltà di riequilibrare la struttura dei costi in presenza di una forte rigidità degli stessi e di una contrazione significativa dei ricavi. È opportuno sottolineare come l'aumento dell'indebitamento non sia riconducibile esclusivamente a scelte gestionali interne, bensì a uno shock esogeno che ha colpito l'intero settore calcistico. In questo contesto, il progressivo deterioramento della posizione finanziaria ha reso necessario il ricorso a capitali esterni di natura privata, ponendo le basi per successive operazioni di finanziamento da parte di investitori istituzionali, tra cui Oaktree Capital Management, che saranno analizzate nel capitolo successivo.

1.3. Conseguenze immediate e prospettive di breve termine

Come evidenziato nei paragrafi precedenti, la drastica riduzione dei ricavi operativi, ha inciso negativamente sulla capacità delle società di sostenere livelli di costo elevati e caratterizzati da una limitata flessibilità nell'immediato. Nel caso dell'FC Internazionale Milano, tali dinamiche si sono tradotte in un significativo peggioramento dei risultati economici e nell'emersione di rilevanti tensioni finanziarie che hanno interessato sia la gestione operativa sia la struttura patrimoniale. Nel breve periodo, la principale conseguenza della pandemia è stata la difficoltà nel garantire l'equilibrio economico della gestione ordinaria.

Dal punto di vista della sostenibilità economico-finanziaria, l'impatto della crisi ha imposto una revisione delle strategie di gestione nel breve termine, con una crescente attenzione al controllo dei costi e alla gestione della liquidità. In tale contesto, il legislatore italiano è intervenuto con misure straordinarie di sostegno alla liquidità, adottate nell'ambito dei diversi interventi normativi emergenziali del periodo pandemico, tra cui il cosiddetto "Decreto Milleproroghe" (D.L. n. 183/2020, convertito nella Legge n. 21/2021 e successivamente prorogato), che ha contribuito a posticipare o rimodulare alcuni obblighi fiscali e contributivi a

carico delle imprese, incluse le società sportive professionistiche. Tale intervento si è inserito in un più ampio quadro di politiche emergenziali volte a evitare squilibri patrimoniali irreversibili nel sistema produttivo.

L'FC Internazionale Milano, come molte altre società europee operanti ai massimi livelli competitivi, ha dovuto quindi affrontare la duplice esigenza di mantenere un livello adeguato di competitività sportiva e, allo stesso tempo, preservare la sostenibilità finanziaria nel breve periodo. Questo equilibrio si è rivelato particolarmente complesso in un contesto in cui i ricavi risultavano ancora parzialmente compressi e le esigenze di investimento sportivo restavano elevate, soprattutto in relazione alla partecipazione alle competizioni internazionali.

Le prospettive di breve termine per il settore calcistico e per l'FC Internazionale Milano sono risultate fortemente condizionate dall'evoluzione del contesto sanitario ed economico generale. La graduale riapertura degli stadi e la ripresa delle competizioni hanno consentito un recupero progressivo dei ricavi, sebbene tale processo si sia sviluppato in modo eterogeneo tra le diverse fonti di reddito e sia stato influenzato dall'incertezza macroeconomica generale.

La domanda di intrattenimento sportivo, pur mostrando segnali di ripresa, ha continuato a risentire della ridotta capacità di spesa di famiglie e imprese rispetto al periodo pre-pandemico. Di conseguenza, i club hanno adottato strategie più prudenti, orientate alla razionalizzazione dei costi operativi e alla stabilizzazione della struttura finanziaria, con particolare attenzione alla sostenibilità del debito.

In tale scenario, le prospettive di ripresa non possono essere analizzate esclusivamente a livello settoriale, ma devono essere inquadrate all'interno del contesto macroeconomico europeo. Le politiche economiche e monetarie adottate a livello sovranazionale hanno infatti contribuito a sostenere la liquidità del sistema finanziario e a ridurre il costo del capitale,

creando condizioni complessivamente più favorevoli all'accesso ai finanziamenti e alla ristrutturazione delle posizioni debitorie esistenti. Questo elemento ha assunto un ruolo rilevante nel processo di adattamento dei club calcistici alla fase post-pandemica, incidendo indirettamente sulle modalità di reperimento delle risorse finanziarie necessarie alla gestione ordinaria e agli investimenti strategici. Nel complesso, le conseguenze immediate della crisi e le prospettive nell'immediato hanno evidenziato la necessità di modelli di gestione più flessibili, resilienti e capaci di adattarsi a condizioni economiche altamente variabili.

Nel caso dell'FC Internazionale Milano, le difficoltà emerse nel periodo post-Covid si inseriscono in un quadro più ampio in cui le decisioni di gestione finanziaria risultano strettamente collegate alle condizioni del mercato dei capitali e all'evoluzione del contesto monetario europeo. Proprio il ruolo della politica monetaria espansiva e il suo impatto sulle scelte di investimento e finanziamento dei club costituiscono il punto di partenza per l'analisi sviluppata nella seconda parte del presente lavoro.

Capitolo 2

La politica monetaria espansiva della BCE e l'ingresso di Oaktree nell'Inter

2.1. Politiche monetarie della BCE post-pandemia

2.1.1 Strumenti adottati (PEPP, TLTRO)

Nel marzo 2020, in risposta alle conseguenze economiche della pandemia di COVID-19, la Banca Centrale Europea ha introdotto il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), uno strumento di politica monetaria finalizzato a contenere le gravi tensioni generate dalla crisi pandemica sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria e sulle prospettive economiche dell'area dell'euro. Il programma presentava un carattere temporaneo, essendo stato concepito come risposta straordinaria agli effetti della crisi pandemica. Gli acquisti netti nell'ambito del PEPP sono terminati alla fine di marzo 2022, mentre il capitale dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del programma è stato reinvestito fino alla fine del 2024. La natura temporanea dello strumento rifletteva quindi la sua funzione di intervento eccezionale, strettamente collegata alla situazione di emergenza determinata dalla pandemia.

Un altro degli elementi maggiormente distintivi del PEPP era rappresentato dalla sua flessibilità. La BCE poteva infatti modificare nel tempo il ritmo degli acquisti e la loro distribuzione tra le diverse categorie di attività e i diversi Paesi dell'area dell'euro, adattando l'intervento all'evoluzione delle condizioni economiche e finanziarie. Tale caratteristica consentiva di concentrare gli acquisti nei mercati maggiormente interessati dalle tensioni finanziarie e di intervenire con maggiore intensità qualora fosse stato necessario preservare condizioni di finanziamento favorevoli nell'intera area dell'euro.

Nel corso del 2020, il Consiglio direttivo della BCE ha infatti ampliato progressivamente le risorse destinate al programma, portandole da un valore iniziale di 750 miliardi di euro fino a un

totale di 1.850 miliardi di euro. L'ampliamento della dotazione rifletteva la necessità di rafforzare l'intervento della politica monetaria in risposta al protrarsi della crisi pandemica.

Il PEPP prevedeva l'acquisto da parte dell'Eurosistema di diverse tipologie di attività finanziarie sui mercati, comprendendo titoli del settore pubblico e privato. L'aumento della domanda derivante dagli acquisti della banca centrale contribuiva a sostenere i prezzi delle attività interessate e, conseguentemente, a ridurne i rendimenti. Dal punto di vista dei mercati finanziari, l'espansione del bilancio della BCE attraverso il PEPP ha contribuito alla riduzione generalizzata dei rendimenti delle attività considerate più sicure, in particolare dei titoli di Stato dell'area euro**.** La compressione dei rendimenti obbligazionari ha progressivamente spinto numerosi investitori istituzionali, tra cui fondi di investimento, fondi pensione e società di gestione del risparmio, a ricercare opportunità caratterizzate da rendimenti più elevati.

Questo fenomeno, noto in letteratura come *search for yield*, ha incentivato alcuni investitori a orientarsi verso attività caratterizzate da un maggiore profilo di rischio e da potenziali rendimenti più elevati, tra cui il *private equity*, il *private debt* e, più in generale, gli investimenti in asset alternativi. In questo contesto si inserisce anche il crescente interesse di alcuni investitori istituzionali verso il settore sportivo professionistico.

Nel complesso, il PEPP ha rappresentato uno degli strumenti principali attraverso i quali la BCE ha cercato di preservare il funzionamento dei mercati finanziari e di mantenere condizioni di finanziamento favorevoli durante la crisi pandemica. Attraverso l'acquisto di attività finanziarie e la conseguente riduzione dei rendimenti, il programma ha contribuito a sostenere la liquidità dei mercati e a contenere il costo del finanziamento. Gli effetti di tali condizioni monetarie sull'allocazione del capitale e sulle decisioni di investimento degli operatori economici saranno analizzati nei paragrafi successivi.

Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO)

Le *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO) sono operazioni di rifinanziamento a lungo termine messe in atto dall'Eurosistema, introdotte per la prima volta nel 2014, con l'obiettivo di sostenere l'offerta di credito bancario all'economia reale (Banca Centrale Europea, s.d.). Tali operazioni consentono agli istituti di credito di ottenere liquidità dalla banca centrale con scadenze più lunghe rispetto alle operazioni tradizionali e a condizioni più favorevoli di quelle di mercato.

Lo strumento è stato concepito in un contesto macroeconomico caratterizzato da bassa inflazione persistente e da tassi di interesse molto contenuti o negativi, nel quale si rendeva necessario rafforzare l'orientamento accomodante della politica monetaria.

Attraverso le TLTRO, la BCE ha inteso preservare condizioni di finanziamento favorevoli per il sistema bancario, incentivando la trasmissione della politica monetaria tramite il canale del credito. La natura "mirata" di queste operazioni risiede nel fatto che l'ammontare massimo ottenibile e il costo del finanziamento sono collegati all'andamento dei prestiti concessi dalle banche a imprese non finanziarie e famiglie, con l'esclusione dei mutui per l'acquisto di abitazioni. In questo modo, le TLTRO mirano a orientare la liquidità verso l'economia reale, favorendo investimenti e consumi.

Nel programma TLTRO III, in continuità con le precedenti edizioni, il tasso di interesse applicato ai finanziamenti è strettamente legato alla dinamica del credito: quanto maggiore è l'espansione dei prestiti da parte delle banche partecipanti, tanto più vantaggiose risultano le condizioni applicate. Questo meccanismo di incentivazione ha contribuito a rafforzare l'efficacia della politica monetaria espansiva della BCE, soprattutto nel periodo successivo allo shock pandemico. Nel complesso, l'azione congiunta del PEPP e delle TLTRO ha contribuito a evitare una restrizione del credito durante la fase più critica della pandemia, sostenendo la

liquidità del sistema economico e preservando condizioni finanziarie particolarmente favorevoli. La disponibilità di capitale a basso costo non ha interessato esclusivamente il settore bancario, ma ha influenzato l'intero sistema finanziario europeo, creando un contesto nel quale gli investitori hanno potuto destinare risorse a operazioni di finanziamento e investimento in comparti non tradizionali. Tale dinamica risulta particolarmente rilevante per comprendere le successive operazioni che hanno coinvolto l'FC Internazionale Milano e il fondo Oaktree Capital Management.

2.1.2 Effetti sulla liquidità e sul costo del capitale

Le politiche monetarie espansive adottate dalla Banca Centrale Europea nel periodo successivo alla crisi pandemica hanno prodotto effetti rilevanti sulla liquidità del sistema economico e sul costo del capitale nell'area euro. Tali interventi si sono inseriti in un contesto caratterizzato da una forte contrazione dell'attività economica e da un aumento dell'incertezza, rendendo necessario un sostegno straordinario al sistema finanziario e al credito. L'implementazione di programmi di acquisto di titoli su larga scala, in particolare attraverso il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), ha comportato un significativo aumento della base monetaria e delle riserve detenute dalle banche presso la BCE. Questo ha contribuito ad alleviare le tensioni sui mercati finanziari, favorendo condizioni di liquidità abbondanti e riducendo il rischio di frammentazione finanziaria tra i Paesi dell'area euro.

Parallelamente, le *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO) hanno incentivato il sistema bancario a incrementare l'offerta di credito all'economia reale, grazie a condizioni di finanziamento particolarmente favorevoli, in alcuni casi caratterizzate da tassi di interesse negativi. Ciò ha permesso alle banche di reperire fondi a basso costo, sostenendo famiglie e imprese in una fase di elevata fragilità economica. Uno degli effetti principali di questo insieme di misure è stata la riduzione del costo del capitale, inteso sia come costo del debito sia come

tasso di rendimento richiesto dagli investitori. I tassi di interesse di mercato si sono mantenuti su livelli storicamente bassi, comprimendo i rendimenti dei titoli obbligazionari e abbassando il costo di finanziamento per imprese, intermediari finanziari e operatori economici. La diminuzione del costo del capitale ha avuto implicazioni rilevanti sulle decisioni di investimento. In presenza di tassi di interesse ridotti, il ricorso all'indebitamento è risultato più conveniente, favorendo operazioni di finanziamento, rifinanziamento e ristrutturazione del debito. Allo stesso tempo, il contesto di bassi rendimenti sui titoli considerati a basso rischio ha inciso sulle aspettative di rendimento degli investitori, modificando la struttura degli incentivi nel sistema finanziario. Inoltre, l'abbondante liquidità immessa nel sistema ha contribuito a sostenere le valutazioni degli asset finanziari, riducendo la volatilità dei mercati e rafforzando la propensione al rischio. Questo quadro ha determinato un ambiente finanziario caratterizzato da elevata disponibilità di capitali e condizioni di finanziamento particolarmente favorevoli, i cui effetti si sono estesi anche oltre l'economia reale, influenzando il comportamento degli investitori e l'allocazione delle risorse. In sintesi, le politiche monetarie espansive della BCE hanno creato un contesto macroeconomico contraddistinto da liquidità abbondante e basso costo del capitale, elementi che hanno inciso profondamente sulle dinamiche finanziarie dell'area euro e che rappresentano una premessa fondamentale per comprendere le successive evoluzioni nei comportamenti degli investitori e nelle strategie di allocazione delle risorse.

2.2. Ricerca di rendimento e nuovi investimenti: il caso Inter

2.2.1 “Search for yield” e spostamento verso asset alternativi

Come evidenziato da Schnabel (2020, 12 ottobre), membro del Consiglio esecutivo della BCE, l’utilizzo combinato di strumenti come il programma di acquisto per l’emergenza pandemica (PEPP) e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) ha contribuito a evitare che lo shock pandemico si trasformasse in una crisi finanziaria sistemica, sostenendo il funzionamento dei mercati e il flusso di credito.

In questo contesto, caratterizzato da rendimenti estremamente contenuti sulle attività finanziarie considerate a basso rischio, il comportamento degli investitori istituzionali ha subito una progressiva evoluzione. La compressione dei rendimenti sui titoli di Stato e sulle obbligazioni investment grade ha infatti ridotto le opportunità di rendimento nei segmenti tradizionali del mercato obbligazionario.

Tale dinamica ha favorito un progressivo spostamento verso strumenti alternativi, caratterizzati da un profilo di rischio più elevato ma anche da rendimenti potenzialmente superiori. Questo fenomeno, noto in letteratura come *search for yield*, descrive proprio il processo attraverso il quale gli investitori, in presenza di tassi di interesse bassi, tendono a riallocare i propri portafogli verso asset meno tradizionali (Schnabel, 2020a; Schnabel, 2020b).

Ulteriori evidenze empiriche confermano come politiche monetarie espansive e condizioni di elevata liquidità possano influenzare le decisioni di investimento e favorire la crescita di strumenti alternativi. In particolare, il Fondo Monetario Internazionale (FMI, 2020) evidenzia come un incremento degli investimenti pubblici e condizioni finanziarie accomodanti possano avere effetti positivi sulla crescita economica e sull’attività di investimento privato. Allo stesso modo, la letteratura sulla politica monetaria della BCE (Rostagno et al., 2019) sottolinea come

il prolungato periodo di tassi bassi e strumenti non convenzionali abbia contribuito a modificare le strategie di allocazione del capitale da parte degli operatori finanziari.

In questo quadro si osserva una crescente rilevanza degli investimenti in asset alternativi, tra cui il private equity e il private debt, che offrono rendimenti potenzialmente più elevati rispetto alle obbligazioni tradizionali, a fronte di un maggiore livello di rischio e minore liquidità.

In sintesi, il contesto di bassi rendimenti e abbondante liquidità generato dalle politiche monetarie espansive ha favorito una progressiva riallocazione dei capitali verso asset alternativi. Questo processo ha contribuito a modificare le logiche di investimento degli operatori istituzionali, aprendo spazio a settori tradizionalmente meno legati ai mercati finanziari, come l'industria dello sport professionistico, che sarà analizzata nel paragrafo successivo.

In tale contesto, i club calcistici europei si configurano sempre più come asset alternativi in grado di attrarre capitali istituzionali alla ricerca di rendimento, soprattutto attraverso strumenti di private equity e private debt. La combinazione tra elevata visibilità globale, flussi di cassa potenzialmente stabilizzabili e possibilità di valorizzazione nel medio-lungo periodo ha reso il settore sportivo una destinazione crescente per investitori specializzati.

2.2.2 Perché un fondo come Oaktree sceglie il calcio

All'interno del contesto di riallocazione del capitale descritto nel paragrafo precedente, il settore del credito privato ha registrato una progressiva espansione, assumendo un ruolo sempre più rilevante nell'intermediazione finanziaria alternativa al sistema bancario tradizionale. In tale ambito, operatori specializzati come Oaktree Capital Management si sono affermati nel segmento del private debt e delle situazioni di stress finanziario, intervenendo attraverso strumenti di finanziamento strutturati e operazioni legate alla ristrutturazione del debito. Il modello operativo di tali fondi si basa sulla gestione di posizioni creditorie in contesti caratterizzati da elevata leva finanziaria, con l'obiettivo di ottenere rendimenti commisurati al rischio assunto. In molti casi, tali interventi non si limitano alla sola erogazione di capitale, ma possono includere un ruolo attivo nella governance o nella gestione delle situazioni di crisi delle società finanziate.

In questo quadro si inserisce l'interesse crescente verso il settore dello sport professionistico, che rappresenta un ambito peculiare in cui si combinano dinamiche economico-finanziarie e sportive. Le società calcistiche, infatti, presentano frequentemente strutture finanziarie complesse, caratterizzate da elevato indebitamento e da esigenze di rifinanziamento legate sia alla gestione operativa. sia agli investimenti sportivi.

Un esempio significativo di tali dinamiche è appunto rappresentato dall'operazione tra FC Internazionale Milano e fondi gestiti da Oaktree Capital Management. Nel contesto delle difficoltà finanziarie legate alla pandemia e alla struttura del debito del club, nel 2021 è stato finalizzato un finanziamento di circa 275 milioni di euro attraverso la holding lussemburghese Great Horizon, controllata dal gruppo Suning, azionista di maggioranza del club con una quota pari al 68,55% (Eurosport, 2021).

Il finanziamento è stato strutturato con l'obiettivo di supportare la liquidità del club e far fronte al fabbisogno finanziario nel breve periodo. A garanzia dell'operazione sono state poste le quote azionarie detenute da Suning in FC Internazionale Milano, configurando un'operazione di tipo *secured financing*. Il rimborso del prestito era previsto entro un orizzonte temporale di tre anni, con la possibilità di rinegoziazione o escussione delle garanzie in caso di inadempimento.

In tale contesto, Oaktree non ha acquisito immediatamente una partecipazione nel capitale del club, assumendo invece il ruolo di creditore garantito. Tuttavia, la struttura dell'operazione implicava potenzialmente il trasferimento del controllo societario in caso di mancato rimborso del finanziamento, evidenziando la natura ibrida tra investimento creditizio e possibile acquisizione tipica delle operazioni di *private debt*.

Il fondo, già attivo a livello internazionale in diversi investimenti nel settore sportivo e in partecipazioni industriali, rientra tra i principali operatori globali del credito alternativo, con strategie orientate alla gestione di situazioni caratterizzate da elevata complessità finanziaria.

L'analisi di questa operazione consente quindi di evidenziare come le dinamiche di mercato del credito privato possano tradursi in interventi concreti anche all'interno dell'industria sportiva, ponendo le basi per un approfondimento del caso specifico dell'FC Internazionale Milano che verrà sviluppato nel paragrafo successivo.

2.3. L’operazione Oaktree–Inter

2.3.1 Struttura del finanziamento e dinamiche societarie

L’operazione tra FC Internazionale Milano e Oaktree Capital Management si inserisce nel più ampio fenomeno di crescente ricorso al mercato del credito privato da parte delle società calcistiche professionistiche, caratterizzate da elevati fabbisogni finanziari e da strutture di capitale complesse. In questo contesto, il gruppo proprietario Suning ha fatto ricorso a un finanziamento strutturato riconducibile al segmento del private credit, finalizzato a sostenere la gestione del club e a rafforzarne la posizione finanziaria. Tale operazione era garantita da un pegno sulle quote di maggioranza dell’Inter, configurando una forma di credito assistito da garanzie reali (*collateralized lending*). Il *private credit* si distingue dal credito bancario tradizionale in quanto viene erogato da investitori istituzionali o fondi specializzati, spesso in condizioni di maggiore flessibilità contrattuale ma con un profilo di rischio più elevato. In questo tipo di operazioni, il creditore non acquisisce immediatamente il controllo dell’impresa, ma dispone di strumenti contrattuali che tutelano la propria posizione in caso di mancato rimborso. Nel caso dell’Inter, la struttura del finanziamento e il successivo deterioramento della situazione finanziaria hanno portato all’attivazione delle clausole previste contrattualmente, fino all’acquisizione del controllo del club da parte del soggetto finanziatore. Tale evoluzione evidenzia come, in presenza di elevata leva finanziaria e garanzie societarie, il confine tra finanziamento e acquisizione possa progressivamente ridursi. Dal punto di vista del club, questa struttura ha implicato una crescente dipendenza da capitale esterno, con effetti sulla governance e sulle strategie di lungo periodo. In particolare, l’equilibrio tra sostenibilità finanziaria e competitività sportiva è diventato un elemento centrale nella gestione societaria.

2.3.2 Politica monetaria, liquidità globale e sviluppo del credito privato

Il contesto di politica monetaria espansiva della Banca Centrale Europea nel periodo post-pandemico ha avuto effetti significativi sulle condizioni finanziarie dell'economia europea, attraverso il mantenimento di tassi di interesse su livelli storicamente bassi e l'ampia immissione di liquidità nel sistema. Il credito privato si è così affermato come alternativa al sistema bancario tradizionale, offrendo rendimenti più elevati a fronte di un maggiore rischio e di una maggiore complessità contrattuale. In questo scenario, operazioni legate a imprese caratterizzate da elevata leva finanziaria sono diventate particolarmente rilevanti per fondi e investitori specializzati. Il caso dell'FC Internazionale Milano si inserisce in questa dinamica, in quanto la struttura finanziaria del club e le esigenze di rifinanziamento hanno reso possibile l'intervento di operatori come Oaktree Capital Management. In particolare, il finanziamento concesso nel 2021 si colloca in una fase di forte tensione di liquidità per il club, in cui i mercati del credito rappresentavano una delle principali fonti di accesso al capitale. L'operazione può quindi essere interpretata come parte di un più ampio contesto finanziario caratterizzato da abbondante liquidità e ricerca di rendimento da parte degli investitori istituzionali.

Sotto il profilo quantitativo, l'intervento di Oaktree nel maggio 2021 risponde direttamente alle tensioni di liquidità dell'Inter descritte nel Capitolo 1, in particolare al flusso di cassa libero negativo di 123 milioni di euro e a un indebitamento netto superiore ai 400 milioni registrati nel 2020. In un momento in cui il canale bancario tradizionale era precluso a causa dell'alto rischio settoriale, l'abbondante liquidità generata dalle politiche della BCE (PEPP e TLTRO) ha indirizzato il *private credit* verso la *'search for yield'*. L'erogazione del finanziamento da 275 milioni a Great Horizon — garantito dal 68,55% delle quote del club — ha consentito l'immissione immediata di 50 milioni di liquidità per la gestione corrente. L'operazione si configura così come la traduzione microeconomica di un fenomeno di *collateralized lending*,

volto a colmare temporaneamente il deficit strutturale prima del successivo riequilibrio gestionale.

Tuttavia, tale fenomeno non deve essere interpretato come un effetto diretto e deterministico della politica monetaria, ma piuttosto come il risultato di un insieme di condizioni macrofinanziarie che hanno favorito lo sviluppo del credito privato e di strumenti di finanziamento alternativi.

CONCLUSIONI

La presente trattazione ha evidenziato come lo shock esogeno della pandemia da Covid-19 abbia agito da potente acceleratore delle fragilità strutturali preesistenti all'interno del modello economico del calcio professionistico europeo. La repentina contrazione dei flussi di ricavo tradizionali — in particolare l'azzeramento dei proventi da gare (*matchday*) e la complessa rinegoziazione dei contratti di ripartizione dei diritti televisivi — ha impattato severamente sulla stabilità di cassa dei club, scontrandosi con una struttura di costi operativi rigida, storicamente dominata dagli ingaggi del personale tesserato. Il caso dell'FC Internazionale Milano ha rappresentato un'evidenza empirica emblematica di tale dinamica: il forte deterioramento della posizione finanziaria netta, che ha superato i 400 milioni di euro nel 2020, e la contestuale compressione della liquidità operativa, culminata in un flusso di cassa libero negativo di 123 milioni di euro nel 2021, hanno imposto l'adozione di rigorose misure interne di conservazione del capitale, tra cui il differimento del pagamento delle retribuzioni per 24,8 milioni di euro e il ricorso strategico a plusvalenze nel mercato dei trasferimenti.

In questo scenario di profonda tensione di cassa, le dinamiche microeconomiche societarie si sono indissolubilmente intrecciate con le decisioni di politica monetaria di livello sovranazionale. Gli interventi espansivi non convenzionali implementati dalla Banca Centrale Europea per contrastare la recessione pandemica, in particolare attraverso il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III), hanno generato un contesto macrofinanziario caratterizzato da liquidità estremamente abbondante e costo del capitale ai minimi storici. La conseguente riduzione dei rendimenti sui mercati obbligazionari tradizionali ha innescato una marcata tendenza alla *search for yield* da parte degli investitori istituzionali, spingendo il capitale verso segmenti finanziari alternativi e ad alto rischio come il *private equity* e il *private debt*. Il settore calcistico,

strutturalmente bisognoso di liquidità, si è così configurato come una destinazione ottimale per i grandi fondi di credito alternativo.

L'operazione di finanziamento strutturata nel maggio 2021 tra la proprietà Suning e il fondo Oaktree Capital Management costituisce la sintesi e l'anello di congiunzione ideale tra lo shock microeconomico settoriale e lo scenario monetario globale. L'erogazione di un prestito da 275 milioni di euro a favore della holding Great Horizon — garantito dal pegno sul 68,55% delle quote azionarie dell'Inter e con un apporto immediato di 50 milioni di liquidità per la gestione corrente — dimostra come il *private credit* abbia agito da effettivo sostituto del canale bancario tradizionale, eccessivamente rigido a causa dell'alto profilo di rischio settoriale post-pandemico.

Infine, sebbene il progressivo processo di riequilibrio evidenziato dal bilancio consolidato al 30 giugno 2024 (caratterizzato dal ritorno a un risultato operativo positivo di 8,9 milioni di euro e da una netta riduzione delle perdite complessive) testimoni l'efficacia delle successive politiche di razionalizzazione dei costi e di rilancio dei ricavi commerciali, il caso analizzato solleva riflessioni cruciali per il futuro. L'evoluzione di questa complessa transizione societaria, culminata con l'escussione delle garanzie e il passaggio del controllo azionario al fondo finanziatore, dimostra che se da un lato le eccezionali condizioni di liquidità globale hanno evitato insolvenze sistemiche nel calcio, dall'altro hanno inaugurato una fase di crescente dipendenza dei club dal capitale alternativo privato, ridefinendo in modo irreversibile le logiche di *governance* e gestione economico-finanziaria dell'intera industria dello sport d'élite.

BIBLIOGRAFIA

Banca centrale europea (s.d.). *Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO)*. Disponibile su: https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/tltro.it.html (consultato il 17 settembre 2026).

Banca d'Italia (s.d.-a). *Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO)*. Disponibile su: https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/operazioni-mercato/operazioni-non-convenzionali/index.html (consultato il 17 settembre 2026).

Banca d'Italia (s.d.-b). *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*. Disponibile su: https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/pepp/index.html (consultato il 17 settembre 2026).

Bellinazzo, M. (2021). *Inter, già incassati 50 milioni dal finanziamento di Oaktree*. Il Sole 24 Ore (blog). Disponibile su: https://marcobellinazzo.blog.ilsole24ore.com/2021/05/29/inter-gia-incassati-50-milioni-dal-finanziamento-oaktree/ (consultato il 17 settembre 2026).

Deloitte (2021). *Deloitte Football Money League 2021*. Disponibile su: https://www.deloitte.com/it/it/Industries/tmt/analysis/deloitte-football-money-league-2021.html (consultato il 17 settembre 2026).

Deloitte (2022). *Annual Review of Football Finance 2022*. Disponibile su: https://www.deloitte.com/et/en/Industries/tmt/research/gx-annual-review-of-football-finance.html (consultato il 17 settembre 2026).

Eurosport (2021). *Ufficiale: Oaktree Capital ha acquisito una quota di minoranza dell'Inter, 275 milioni di euro [...]*. Disponibile su: https://www.eurosport.it/calcio/serie-a/2020-2021/ufficiale-oaktree-capital-ha-acquisito-una-quota-di-minoranza-dell-inter-275-milioni-di-euro-per-il_sto8328315/story.shtml (consultato il 17 settembre 2026).

FC Internazionale Milano S.p.A. (2020a). *Bilancio consolidato al 30 giugno 2020*. Milano. Disponibile su: https://www.inter.it/media/downloads/2021/2021_03_8_15_51_31FC%20Group%20IV%20CEE%2030.06.2020%20ITA.pdf (consultato il 17 settembre 2026).

FC Internazionale Milano S.p.A. (2020b). *Nota integrativa al bilancio consolidato al 30 giugno 2020*. Milano. Disponibile su: https://www.inter.it/media/downloads/2021/2021_03_8_15_51_42FC%20Group%20Nota%20Integrativa%2030.06.2020%20ITA.pdf (consultato il 17 settembre 2026).

FC Internazionale Milano S.p.A. (2021a). *Bilancio consolidato al 30 giugno 2021*. Milano. Disponibile su: https://www.inter.it/media/downloads/2022/2022_04_11_16_37_04Consolidato%20Inter%20IV%20CEE%2030.06.2021.pdf (consultato il 17 settembre 2026).

FC Internazionale Milano S.p.A. (2021b). *Rendiconto finanziario consolidato al 30 giugno 2021*. Milano. Disponibile su: https://www.inter.it/media/downloads/2022/2022_04_11_16_39_34Consolidato%20Inter%20Rendiconto%20Finanziario%2030.06.2021.pdf (consultato il 17 settembre 2026).

FC Internazionale Milano S.p.A. (2024). *Bilancio consolidato al 30 giugno 2024*. Milano. Disponibile su: https://www.inter.it/media/downloads/2024/2024_11_6_13_16_276.%20FC%20inter%20Consolidato%20IV%20CEE.pdf (consultato il 17 settembre 2026).

FIGC (2021). *Report Calcio 2021*. Roma: Federazione Italiana Giuoco Calcio. Disponibile su: https://www.figc.it/media/uploads/federazione/trasparenza/REPORT_CALCIO_2021_Alta.pdf (consultato il 17 settembre 2026).

La Gazzetta dello Sport (2021). *Nodo stipendi Inter: Zhang incontra squadra e staff, avviati i colloqui per la rinuncia a due mensilità*. Disponibile su: https://www.gazzetta.it/Calcio/Serie-A/Inter/10-05-2021/nodo-stipendi-inter-allenamento-11-poi-iniziano-colloqui-410887783298.shtml (consultato il 17 settembre 2026).

Legge 26 febbraio 2021, n. 21. *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 dicembre 2020, n. 183 (c.d. decreto Milleproroghe)*. Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale n. 51, 1° marzo 2021. Disponibile su: https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2021/03/01/21G00025/SG (consultato il 17 settembre 2026).

Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A. e Yiangou, J. (2019). *A tale of two decades: The ECB's monetary policy at 20* (ECB Working Paper Series, n. 2346). Francoforte sul Meno: Banca centrale europea. Disponibile su: https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20192346.html (consultato il 17 settembre 2026).

Schnabel, I. (2020). *Unire le forze: politiche fiscali e monetarie in un contesto di bassi tassi di interesse* [Discorso]. Banca centrale europea. Disponibile su: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201012~167b6b14de.en.html (consultato il 17 settembre 2026).

UEFA (2022). *The European Club Footballing Landscape*. Nyon: UEFA. Disponibile su: https://editorial.uefa.com/resources/027e-174740f39cc6-d205dd2e86bf-1000/ecfl_bm_report_2022_high_resolution_.pdf (consultato il 17 settembre 2026).

SITOGRAFIA

https://www.bancaditalia.it/

https://www.deloitte.com/it/it.html

https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.it.html

https://www.eurosport.it/

https://www.figc.it/it

https://www.gazzetta.it/

https://www.gazzettaufficiale.it/

https://www.ilsole24ore.com/

https://www.imf.org/en/home

https://www.inter.it/it

https://it.uefa.com/