UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management

Confronto economico-finanziario tra le più importanti società calcistiche di tre paesi europei

Economic-financial comparison between the most important football clubs of three European countires

Relatore: Chiar.mo
Prof. Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:
Alessandro Curina

Anno Accademico 2020 – 2021

Indice

Introduzione…….....02

Capitolo 1 – Lo sviluppo del calcio come industria economica in Europa

1.1. L'evoluzione del calcio in Europa: da gioco a importante business economico……...06

1.2. Il valore economico di Serie A, Premier League e Liga spagnola per i rispettivi tre paesi.....33

1.3. La gestione strategica e la governance delle squadre in Europa.....42

1.3.1. Il caso Juventus in Italia: La proprietà famigliare.....45

1.3.2. I proprietari stranieri in Premier League: il caso Manchester United.....49

1.3.3. La governance dei club spagnoli: la pratica diffusa dell'azionariato popolare.....57

1.3.3.1. Il Barcellona Fc e la filosofia "Mes que un Club".....63

Capitolo 2 – Il confronto dei bilanci tra le principali realtà di Italia, Spagna e Inghilterra

2.1. La composizione del bilancio di esercizio delle società calcistiche: le poste tipiche.....69

2.1.1. Il confronto dei valori nelle realtà di Juventus, Manchester United e Barcellona.....85

2.2. La valutazione degli indici di bilancio reddituali, patrimoniali e finanziari.....94

2.2.1. Analisi comparativa degli indici di Juventus, Manchester e Barcellona.....101

2.3. L'impatto della pandemia Covid-19 sui conti delle società analizzate: confronto con gli anni precedenti.....121

Capitolo 3 – Analisi e confronto dei principali indicatori di Borsa

3.1. Analisi storiografia sulla quotazione dei club nei principali paesi europei.....129

3.1.1. L'evoluzione della normativa italiana sulle società sportive e la quotazione di Juventus Fc.....139

3.1.2. Il caso inglese del Manchester United: la seconda quotazione a New York nel 2012.....147

3.2. Andamento dei titoli azionari di Juventus e Manchester United dall' IPO ad oggi: il legame con gli eventi sportivi.....153

3.3. Il confronto degli indicatori di rendimento e rischio di Juventus Fc e Manchester United....168

Conclusioni.....183

Introduzione

Da sempre il gioco del calcio è considerato lo sport più praticato e seguito al mondo con milioni e milioni di ragazzi che lo praticano a livello amatoriale per divertirsi e si incontrano ogni fine settimana per vedere insieme le partite in televisione.

Grazie a diverse norme che sono state introdotte negli ultimi anni il fenomeno si è esteso velocemente e oggi, se si tratta di calcio, si fa riferimento ad un vero e proprio settore economico che risulta fondamentale anche per il paese stesso poiché funge da traino per l'economia nazionale, così come lo sono anche tanti altri settori differenti. Per comprendere tutto ciò si può vedere come nel 2020, l'anno della pandemia, il campionato di Serie A e tutto il meccanismo di allenamenti e preparazione per i giocatori, sia una delle attività che è ripartita per prima poiché il contributo economico e il capitale che ne ruota attorno sono delle componenti indispensabili per il paese. Anche la recente vittoria degli Europei 2021 degli azzurri di Mancini ha pienamente mostrato come in Europa, ma in generale in tutto il panorama internazionale, ci sia una grande rilevanza per il mondo del pallone e per tutti gli interessi che riesce a generare.

L'elaborato propone un'analisi delle tre squadre più importanti di Italia, Inghilterra e Spagna e le studia andando a trattare come vengono organizzate dal

punto di vista della proprietà, della gestione aziendale interna e dal punto di vista della sostenibilità finanziaria, che è il tema più importante. Le società di calcio, infatti, sono diventate delle imprese a tutti gli effetti e quindi risulta fondamentale valutare i loro bilanci di anno in anno per verificare la loro capacità di essere sostenibili nel tempo e capire se sono in grado di creare o meno degli utili. È un errore valutare tali imprese andando a considerare solo i risultati sportivi nel campo da gioco. Un ulteriore tema trattato è il legame di questi club con il mercato di Borsa per comprendere se può essere o meno una soluzione valida per finanziarsi in maniera alternativa.

L'obiettivo di tale elaborato consiste non solo nell'andare a conoscere la situazione economica e finanziaria dei club che sono stati scelti tramite l'analisi del loro bilancio, ma quello di effettuare un confronto tra queste realtà per conoscere quale si è mossa meglio delle altre e come è arrivata a ottenere tale vantaggio competitivo. Si tratta di un confronto sia spaziale, poiché coinvolge club e realtà differenti che sono tra loro in competizione, ma anche temporale, perché considerando i dati della stessa impresa in anni diversi si possono valutare i cambiamenti tra più stagioni consecutive.

Se si vuole andare più nel dettaglio, la tesi che viene proposta è suddivisa in tre macro-capitoli. Nel primo, che è quello che introduce l'argomento, si cerca di

inquadrare il tema generale mostrando come è cresciuto il fenomeno del pallone in Europa e si prova a comprendere in che misura i vari campionati nazionali riescano ad incidere sull'economia e il prodotto interno del paese di riferimento. L'osservazione prosegue con lo studio dell'assetto proprietario dei tre club Juventus, Manchester United e Barcellona poiché anche questo è un ambito che può influenzare il loro successo sportivo e soprattutto economico.

Nel secondo capitolo si entra molto di più nel dettaglio dell'analisi poiché vengono presi in considerazione i bilanci delle società, si tratta ad esempio di mostrare quali sono i ricavi tipici, come quelli derivanti dai diritti televisivi e dalle contrattazioni con gli sponsor, fino ai costi più rilevanti come quello degli stipendi per il proprio parco giocatori. Viene poi effettuato un confronto di quelli che sono i principali indicatori di redditività, patrimoniali e finanziari per i club, in modo tale da verificare qual è la società che ha mostrato uno sviluppo più sostenibile alla luce anche di una stagione tanto travagliata come quella colpita dalla pandemia che ha coinvolto tutto il mondo.

Il terzo e ultimo capitolo sposta l'attenzione sul rapporto che sussiste tra il calcio e il mercato di Borsa, che è visto come un possibile canale per finanziare la società e un modo per coinvolgere i tifosi. In primo luogo, viene trattata la storia della quotazione dei club scelti e di come tale fenomeno viene regolamentato da specifiche norme nei due paesi, che sono rispettivamente Italia e Inghilterra. Anche in questo capitolo viene proposto successivamente un confronto che parte

dalla considerazione dei prezzi dei titoli azionari dal giorno del loro debutto in Borsa, e viene analizzato il legame di tali prezzi con gli eventi sportivi che interessano i club nei campionati e nelle coppe dove concorrono durante l'intera stagione. L'elaborato si conclude con il calcolo dei principali indicatori di rendimento e rischio azionario per Juventus e Manchester United che mostrano come non sempre sia facile il connubio tra le società sportive e il mercato di Borsa.

Capitolo 1

LO SVILUPPO DEL CALCIO COME INDUSTRIA ECONOMICA IN EUROPA

1.1. L'evoluzione del calcio in Europa: da gioco a importante business economico[1]

Il gioco del calcio, così come è conosciuto oggi, nasce in Inghilterra il 26 Ottobre de1863 quando alla Freemason's Tavern di Londra viene fondata la "FA", meglio nota come *Football Association*, la più antica federazione calcistica europea che regolamenta e gestisce l'attività calcistica e il campionato inglese. In questa giornata autunnale si riunirono in taverna tredici uomini, in rappresentanza di undici club inglesi, e si posero le prime basi per delineare la fisionomia del gioco del calcio e, in particolare, per distinguerlo da quella dell'altro sport molto popolare e importante del Regno Unito, il rugby. L'8 Dicembre dello stesso anno si decide di differenziare in modo radicale i due sport e si stabilisce che nessun

[1] Si rimanda alle fonti consultate:

Belinazzo, M., "L'evoluzione del calcio tra entertainment-business e Jorge Luis Borges", in *Il Sole 24 ore* (2016)

Bortolotti, A., "Calcio-La storia del calcio", in *Treccani enciclopedia dello sport* (2002)

Parganos, P., Liasko, R., Anagnostopoulos, C., "Scoring goals in multiple fields: Social media presence, on-field performance and commercial success in European professional football", in *Sport, Business and Management,* pp. 08 (2017)

Baroncelli, A., Lago, U., "Italian Football", in *Journal of Sports Economics*, pp. 4-8 (2006)

"I ricavi del calcio europeo salgono a 28,9 mld nel 2018/19", in *Calcio e Finanza* (2020)

giocatore possa correre con la palla tra le mani e caricare l'avversario. Il 1863 viene riconosciuto quindi come l'anno di fondazione dello sport e l'Inghilterra viene rinominata per sempre come la "madre patria del calcio".

Un altro passaggio importante per la diffusione e la regolamentazione del nuovo sport si ha successivamente nel 1885 quando la Football Association riconosce la possibilità per i club di corrispondere ai calciatori un compenso per le proprie prestazioni sportive da integrare con la paga del loro lavoro abituale, lasciando così intravedere le prime forme di "professionismo" e i primi rapporti economici tra i calciatori e le loro società che diventeranno in seguito un driver rilevante del calcio moderno e su cui si fonderanno tutti i futuri trasferimenti.

Per quanto concerne l'uniformità e la chiarezza del regolamento c'è stato un altro momento cardine nel 1886 quando fu istituita l'IFAB, ovvero *l'International Football Association Board*, l'organismo composto dalle quattro federazioni britanniche che nasce con lo scopo di promuovere un regolamento comune ed eliminare le specificità dei vari movimenti nazionali; tale organo è ancora in vigore e mantiene una rilevanza importante a livello mondiale perché è l'unico ancora oggi a decidere in tema di regolamento del gioco ed infatti viene definito come "giudice supremo e inappellabile" delle regole di questo sport. L'IFAB era costituita dalle quattro federazioni britanniche, infatti alla Football Association si aggiunge in ordine, la federazione Scozzese nel 1873, la federazione Gallese nel 1876 e quella Irlandese nel 1880.

La semplicità e la bellezza di questo sport fanno sì che diviene in breve tempo un fenomeno di massa con una grande risonanza sia sportiva che sociale per l'intero paese tanto che alla finale della *FA Cup* (la coppa nazionale inglese) del 1887 furono presenti 27.000 spettatori, un numero importante per il periodo e destinato ad aumentare dal momento che la passione cresceva sempre di più e colpiva classi anche molto diverse tra loro. Solo quattro anni più tardi infatti nel 1991 gli spettatori per la finale della *FA Cup* salirono fino a 110.000 confermando in pieno la crescita e l'importanza del fenomeno nel Regno Unito.

Il gioco plasmato in Gran Bretagna raggiunge ben presto una grande popolarità anche oltre i confini nazionali e la sua diffusione è da attribuire principalmente alle reti commerciali incentrate sui traffici d'oltremanica, i marinai infatti erano soliti portare con loro i palloni di cuoio e la loro grande passione per il pallone che presto si tramandò nei paesi ospitanti che avevano dei legami commerciali con l'Inghilterra. Ci sono diversi racconti che narrano delle prime partite leggendarie che si disputarono tra i marinai inglesi e brasiliani già a partire dal 1874. L'approdo del Football in Brasile viene legato alla figura di Charles Miller, uno studente di San Paolo che viene riconosciuto come "*El Senhor Fuetbol*", l'uomo che ha portato il calcio in Brasile. Charles, nato in Brasile ma figlio di un residente scozzese viene mandato all'età di dieci anni a Southampton per completare gli studi e imparare l'inglese, dal momento che in Brasile non vi erano ancora delle scuole anglofone, qui il ragazzo brasiliano viene a contatto sia con il

cricket che con il calcio e se ne innamora immediatamente al punto che al suo ritorno in patria nel 1890, non ancora ventenne, porta con se due palloni e un manuale con la spiegazione delle regole del nuovo gioco da tramandare al paese.

Una volta sbarcato in Brasile, il ragazzo fonda una squadra di espatriati inglesi che sin da subito trova popolarità grazie alle sfide che la squadra di Charles organizza con le altre rappresentative e comunità di emigrati del posto, come quella degli Stati uniti e della Germania. Il calcio piace sin da subito ed in poco tempo diventa una vera e propria passione per tutto il paese, quel gioco arrivato dalla lontana Europa diventerà parte integrante della cultura e ancora oggi la nazionale brasiliana vive di Football e lo dimostra il fatto che rimane la più titolata al mondo con cinque campionati mondiali vinti.

Il percorso attraverso il cui il calcio si diffonde anche agli altri paesi sud-americani è piuttosto simile a quello già visto, ad esempio in Argentina fu determinante la costruzione di una linea ferroviaria a Buenos Aires che toccava diversi centri sulla sponda del Rio ad opera di una compagnia inglese, e nello stesso periodo vi erano inoltre intensi traffici commerciali con Montevideo, capitale dell'Uruguay, per l'esportazione di frigoriferi inglesi.

Anche in Europa la diffusione del gioco è da attribuire alle navi inglesi e non c'è da meravigliarsi se le prime città che hanno conosciuto e poi accolto il calcio siano sedi di porti commerciali importanti dove i marinai britannici erano soliti sfidarsi in improvvisate sfide che incuriosivano gli spettatori locali.

In Italia la città che viene riconosciuta come la prima ad essersi interessata all'arrivo del nuovo fenomeno inglese fu Genova, grande porto del Mediterraneo, dove nasce nel 1893 la più antica formazione italiana tra quelle che conservano ancora oggi il proprio atto fondativo. La *Federazione Italiana del Football* (FIF) viene creata a Torino qualche anno più tardi nel 1898 per volontà di un comitato che elegge al vertice dell'unione l'ingegnere Mario Vicary. La costituzione della federazione permette così nello stesso anno, in particolare nella giornata dell'8 Maggio, di organizzare la prima edizione del Campionato italiano di calcio, questa viene disputata proprio a Torino in una sola giornata e viene vinta dal Genoa che si assicura di fatto quello che viene definito come il primo scudetto. Nel 1909 l'organismo prende la denominazione di *Federazione Italiana Giuoco Calcio* (FIGC), nome che viene ancora oggi utilizzato e il 15 Maggio dell'anno successivo la nazionale italiana fa il suo esordio ufficiale in maglia bianca all'arena di Milano, battendo la Francia per 6 a 2. L'iconica maglia azzurra della nazionale si vedrà per la prima volta solo nel 1911 per la partita contro l'Ungheria dove viene scelto l'azzurro in omaggio al colore di casa Savoia.

In Francia il primo club ad essere fondato nasce a Le Havre nel 1872 mentre in Spagna l'istituzione dell'Huelva Ricreation club avrà luogo qualche anno più tardi nel 1889.

In Germania la diffusione viene attribuita al professore Kondrach Koch che aveva studiato diversi anni nel Regno Unito ed era stato affascinato dalla disciplina

emergente, mentre un ruolo fondamentale è stato quello della Svizzera che grazie ai diversi scambi culturali intrecciati con l'Inghilterra costituisce un centro importante per diffondere il fenomeno del Football verso l'Europa centrale e orientale. In pochi anni lo sport diventa molto conosciuto in tutta Europa e ha una crescita esponenziale, i motivi sono legati principalmente alle sue specifiche peculiarità: è uno sport con regole semplici e chiare, molto facile da organizzare in qualsiasi momento e che dà a tutti la possibilità di mettersi in gioco e divertirsi.
Il 1904 rappresenta un altro step fondamentale per la regolamentazione del calcio, infatti a Parigi viene fondata al n 229 di Rue Saint Honorè la *Federation Internationale de Football Association*, meglio nota con l'acronimo FIFA che vede firmatari sette dei principali paesi europei. L'organismo nasce con lo scopo di disciplinare l'organizzazione del calcio e dei relativi tornei, ne facevano inizialmente parte oltre alla Francia anche il Belgio, l'Olanda, Germania, Svizzera, Spagna e Danimarca. La Fifa riesce a coinvolgere le federazioni britanniche solo l'anno successivo, infatti entrarono a far parte del nuovo organismo nel 1905 quando il presidente della Football Association, Daniel Burley Wolfall, divenne anche il presidente della FIFA. I britannici entrarono a far parte dell'organizzazione con tutte e quattro le loro federazioni (Scozia, Galles, Inghilterra, Irlanda) nonostante la presenza di una norma che prevedeva la partecipazione di una sola federazione per ciascuna nazione, prevalse infatti l'idea

che avere le quattro federazioni fondatrici era sempre meglio che non averne nessuna.

La FIFA si occupa ancora oggi di organizzare tutte le principali manifestazioni intercontinentali, tra le quali la più importante è sicuramente la *FIFA World Cup*, ovvero la coppa del mondo che si disputa ogni quattro anni in paesi differenti e che coinvolge tutte le più competitive nazioni del mondo. Alla FIFA fanno riferimento le sei diverse confederazioni a cui si lascia la libera organizzazione dell'attività calcistica nei diversi continenti, ad esempio la UEFA è la federazione che gestisce le competizioni in Europa.

Dopo i primi anni di assestamento, l'attività calcistica si radica nella cultura di molti paesi e inizia a mutare la sua fisionomia, da semplice divertimento e svago del primo periodo inizia quel processo che la porterà ad avere diverse implicazioni a livello economico, finanziario e gestionale già a partire dagli anni 90. La risonanza che assume tale sport fa si che non possa più essere considerato solamente come un fenomeno sociale ma si tratta di un vero e proprio settore economico, un business, una macchina da soldi che ogni anno cresce e dove vi sono numerosi stakeholders esterni che sono interessati alla risonanza mediatica che può garantire una competizione o un evento calcistico.

La gestione delle società diventa sempre più complessa dal momento che non si tratta più solo di piccole realtà sportive ma diventano vere e proprie aziende dove

risulta fondamentale far quadrare il bilancio alla fine di ogni anno e garantire una crescita economica che sia sostenibile nel tempo.

Il bilancio di esercizio, che diviene obbligo per le società calcistiche come lo è per tutte le altre aziende, si compone di tre documenti ufficiali che sono: lo stato patrimoniale, il conto economico e la nota integrativa e diventa lo strumento principale di misurazione dello stato di salute economica e finanziaria dei club.

Il risultato sportivo del campo non è più l'unico aspetto rilevante da monitorare, ma anche i conti del club devono mantenere un equilibrio duraturo e di conseguenza il risultato economico diventa importante tanto quanto quello sportivo se non di più, poiché la società deve essere sostenuta con una struttura finanziaria forte che riesca a differenziare i ricavi e a contenere i costi che non sono necessari. I club calcistici diventano degli attori rilevanti del circuito mediatico, e oltre all'interesse per il successo sportivo diventa critico per loro anche la conquista dell'attenzione e della disponibilità di spesa di un pubblico sempre più ampio e vasto.

Con l'evoluzione del gioco i costi sono aumentati in maniera esponenziale per ogni singolo club e si tratta di spese che possono essere simili a quelle di una qualsiasi altra azienda, come le spese legate alle infrastrutture o alle operazioni commerciali, tuttavia ciò che caratterizza le società calcistiche dalle altre sono i costi legati al personale che rappresentano una grossa percentuale sul totale delle spese. Il costo cartellini dei calciatori ha avuto un'impennata importante verso

l'alto e anche gli stipendi si attestano su cifre impensabili fino a qualche anno fa. Per fornire un esempio di questo incremento del valore dei cartellini dei giocatori e anche del loro relativo costo, si può far riferimento al trasferimento del calciatore Paul Pogba dalla società Juventus a quella inglese del Manchester United nel 2016. L'operazione che viene effettuata per una cifra complessiva di 105 milioni di euro, era al tempo la più alta mai registrata per il trasferimento di un calciatore da un club ad un altro, ma questo primato era destinato ad avere vita breve. L'anno seguente nel 2017 il Paris Saint Germain soffia la stella brasiliana Neymar Jr pagando la clausola rescissoria record di 222 milioni al Barcellona, soldi che verranno in parte riutilizzati dalla società catalana per il calciatore Ousmane Dembélé acquistato a sua volta per 105 milioni di euro dal Borussia Dortmund, club della Ruhr a nord della Germania. Nel 2018 le protagoniste sono nuovamente loro: Barcellona e Paris Saint Germain che acquistano rispettivamente Griezmann per un importo di 120 milioni e Mbappé per 135 milioni, trasferimento che ebbe tantissima risonanza mediatica data dalle grandissime doti tecniche del calciatore e considerata la sua giovanissima età. L'ultimo acquisto folle in ordine cronologico è quello della squadra spagnola Atletico di Madrid che si aggiudica le prestazioni sportive del fantasista Jao Felix dal Benfica per 126 milioni posizionando il trasferimento come terzo nella classifica dei più costosi di tutti i tempi[2].

[2] Lange, D., "Record soccer transfers: player transfers by value 2020", in *Statista-Statistics portal*

Tutti questi trasferimenti evidenziano come nei soli ultimi 5 anni, dal 2016 al 2021, si sono verificati nove dei dieci trasferimenti più costosi di sempre, e questo da un lato mostra la crescente disponibilità di risorse delle società che sono disposte ad investire sempre di più per far crescere il valore della squadra, mentre dall'altra come i valori e i relativi costi dei cartellini siano aumentatati tantissimo rispetto a pochi decenni fa, anzi addirittura siano quasi raddoppiati.

I costi crescenti così come i sempre maggiori oneri finanziari della gestione hanno indotto diverse squadre a intercettare l'interesse di nuovi imprenditori che potessero portare nuova liquidità all'azienda senza essere strettamente interessati ad un ritorno economico positivo. La ricerca di partner esteri e conseguentemente di nuovi capitali da paesi più lontani come Stati Uniti e Cina è un tema molto attuale nel mondo del calcio europeo, questo perché i grandi imprenditori esteri hanno fiutato la possibilità di inserirsi in un business fortemente redditizio e la possibilità di creare partnership che possano in qualche modo anche promuovere e far conoscere in parte il loro paese. La pandemia covid-19 che ha colpito inaspettatamente il mondo all'inizio del 2020, ha influito in modo significativo sui conti e i costi delle società dal momento che ha limitato tantissime loro fonti di guadagno, e la conseguente riduzione del fatturato, ha fatto crollare gli investimenti in tutte le leghe europee. Come rivela il report elaborato dalla FIFA

---

of Market data (2020)

sul calciomercato invernale del 2021, gli investimenti per l'acquisto dei calciatori sono scesi sotto il miliardo di dollari, evento che non si verificava dal 2017. Le squadre hanno speso 590 milioni di dollari per i propri trasferimenti internazionali nella finestra di gennaio contro un corrispettivo di 1,16 miliardi del 2020 facendo così registrare un calo significativo del 49,1% in una sola stagione sportiva. È inoltre calato il numero delle operazioni che sono state effettuate nel periodo di riferimento, si è passati da 3.647 dell'anno precedente a 2.295 della stagione in corso, un calo dato dalla necessità dei presidenti di mantenere il capitale in azienda per coprire le future perdite previste nei bilanci di esercizio.

All'aumento dei costi deve corrispondere anche un importante incremento dei ricavi per le società calcistiche al fine di mantenere una struttura economica che sia sana ed equilibrata, e questo è reso possibile soprattutto grazie allo sviluppo delle ICT (tecnologie dell'informazione e della comunicazione) poiché permettono di rendere fruibile il prodotto in ogni angolo del mondo e contribuire ad accrescere la visibilità del fenomeno. Per i club di fascia alta è vitale disporre di sufficienti flussi di risorse in entrata per poter formare e gestire un team che sia di elevata qualità.

Tra le voci di ricavo che compongono il fatturato aziendale del club le sponsorizzazioni commerciali, la vendita dei diritti televisivi e i servizi legati all'affitto degli spazi pubblicitari sono quelle che negli ultimi anni hanno garantito delle entrate importanti e fisse, e senza le quali le società non potrebbero

sopravvivere. Se si guarda alle sponsorizzazioni si nota come tante multinazionali che operano anche in settori molto lontani da quello sportivo, investono nel calcio per le loro promozioni pubblicitarie, come accade ad esempio con le case automobilistiche (Jeep per Juventus, Audi per il Bayern Monaco e Hyundai per la Roma) o anche con la compagnia aerea Fly Emirates che sponsorizza diverse società blasonate tra cui Real Madrid e Milan. Sono numerosi anche gli accordi che ricadono sotto la denominazione di "name rights" e consistono nel fatto che una società acquista il diritto di poter nominare a proprio piacimento una competizione o un'arena sportiva oggetto del contratto, diventando così lo sponsor principale e più visibile al grande pubblico. È ciò che accade ad esempio con la società di telefonia mobile TIM che è lo sponsor principale della Serie A e della Coppa Italia o con Allianz, azienda europea di servizi assicurativi e finanziari, che è sponsor ufficiale e dà il nome all'impianto sportivo di Bayern Monaco e Juventus. Gli accordi sui diritti di denominazione degli stadi sono un fenomeno in grande crescita a livello globale, e seppur abbiano avuto origine negli Stati Uniti, anche in Europa molti club si sono interessati a questi contratti dal momento che permettono di portare entrate extra ai club. Lo studio del Football Benchmark di KPMG[3], società di consulenza aziendale strategica, che prende in analisi il mercato dei naming rights degli impianti sportivi, ha

[3] KPMG Sports Advisory Practice, "Stadium Sponsorship – an unexploited field of play", in *footballbenchmark.com* (2020)

evidenziato che il campionato tedesco è quello che più di tutti in Europa è riuscito a monetizzare tali diritti, i suoi stadi infatti sono sponsorizzati per il 78% facendo così piazzare la Bundesliga anche davanti alla MLS americana dove la percentuale è del 77%. Ad eccezione della Germania il mercato europeo sotto questo aspetto è ancora piuttosto sottosviluppato, infatti solo un quinto degli stadi è sponsorizzato in Premier League, in Serie A e in Ligue 1.[4]

I diritti televisivi costituiscono l'altra grande fonte di guadagno per il settore calcistico, si tratta di soldi che le società ricevono per essere trasmesse in diretta dalle tv e che variano per ogni competizione a cui prendono parte, dal momento che le regole di ripartizione di tali ricavi variano da paese a paese. I diritti sono di proprietà delle rispettive leghe di riferimento ma vengono successivamente venduti alle emittenti televisive per la trasmissione sulla base delle offerte che la lega riceve in un periodo di tempo prestabilito. In Italia, ad esempio, le offerte di Sky e Mediaset sono aumentate in maniera considerevole negli ultimi anni per diversi motivi: sia per l'aumento della concorrenza, dal momento che dal 2018 si è aggiunta una terza contenders ovvero la piattaforma di streaming Dazn, sia per l'aumento della visibilità del campionato italiano dato principalmente dall'arrivo di grandi campioni come Cristiano Ronaldo e Zlatan Ibrahimovic.

[4] Vivaldi, S..“Il mercato inesplorato dei naming rights: la Bundesliga domina in Europa”, in *Calcio e Finanza* (2020)

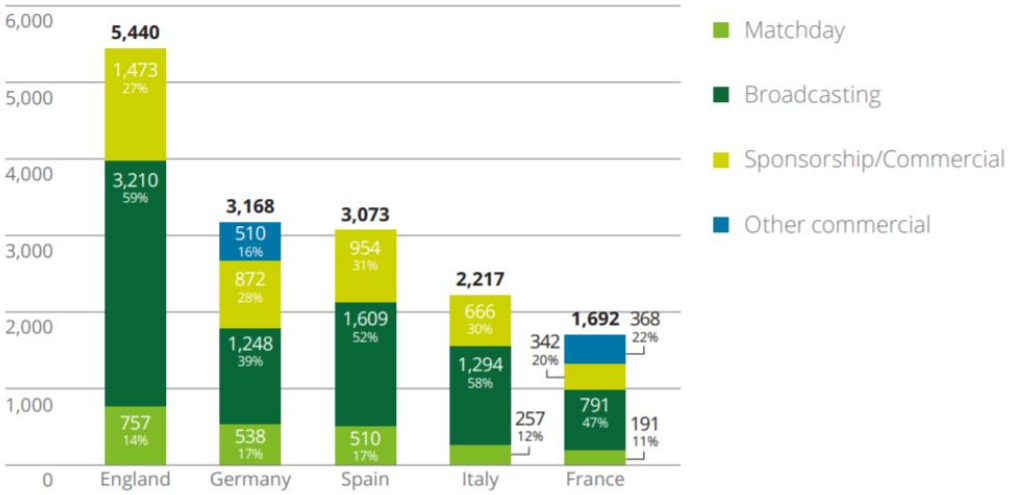
Le grandi squadre stanno evolvendo, quelle di Premier League ad esempio, sono alla ricerca di nuovi mercati per cercare di aumentare il numero e il valore dei propri tifosi, in termini di ricavi, merchandising e introiti da stadio; stanno inoltre introducendo nuovi canali distributivi come internet e i Social Media per creare interazione, appartenenza e sviluppare una buona brand identity.

Da tutte queste considerazioni si può affermare che il calcio è diventato la più grossa industria di intrattenimento in Europa, ci si riferisce ad un settore che ha generato un valore di 28,4 miliardi di euro solo nella stagione 2017/2018 e che crea un'audience che supera di tanto qualsiasi altro sport e svago, dalla musica al cinema al teatro.

L'Europa può vantare i campionati più competitivi e le squadre più blasonate di tutto il panorama mondiale, questo fa si che la maggior parte degli introiti e dell'interesse è localizzato proprio nel vecchio continente che anno dopo anno fa registrare numeri record di crescita. Per analizzare meglio il fenomeno si può far riferimento all'*Annual Review of Football Finance* che si riferisce all'anno 2017/2018 elaborata da Deloitte, agenzia di consulenza economica che stila ogni anno la classifica dei club che ottengono più ricavi e registra gli introiti aggregati generati dalle principali leghe presenti in Europa. Dal reportage del 2019 si evince come le cinque *top five* league (Serie A, Premier League, Bundesliga, Liga e Ligue 1 che sono rispettivamente i campionati di Italia, Inghilterra; Germania, Spagna e Francia) siano ancora quelle che fanno da traino per tutto il movimento

calcistico europeo, infatti da sole registrano la cifra aggregata di 15,6 miliardi di euro per un incremento del 6% rispetto all'anno precedente.

1.1: I ricavi aggregati dei cinque principali campionati in Europa (miliardi)



Fonte: Deloitte Sports Business Group, 2019, "Annual Review of Football Finance 2019", pp. 09

Il grafico elaborato da Deloitte mostra i ricavi generati a fine anno per le prime cinque leghe di riferimento e analizza la composizione di tali introiti utilizzando dei colori diversi per le differenti voci, si nota subito come la *Premier League* sia quella più ricca e interessante dal punto di vista economico dal momento che ha generato un totale di 5,4 miliardi di ricavi contro i 5,3 dell'anno precedente. Il campionato inglese è ormai da tempo ritenuto come l'olimpo del pallone, un

campionato combattuto dove nulla è scontato e ogni anno ci sono almeno quattro squadre che si candidano a potenziali vincitrici del titolo e soprattutto dove non solo sono i grandi club a muovere i capitali e fare investimenti ma anche le piccole società non badano a spese e fanno di tutto per rinforzarsi sia nel parco giocatori che nelle proprie infrastrutture (Si guardi al Fulham neo-promosso della stagione 2018/19 che spese nel calciomercato più del Milan e tanto quanto l'Inter).

Si tratta di uno degli imperi d'intrattenimento dell'era moderna, che ha superato di gran lunga il basket americano della Nba e l'automobilismo della Formula 1, e che viene venduto e seguito in tutto il mondo in oltre 200 paesi. È il campionato più ricco di fascino, simbolo per il proprio paese e per i tifosi che lo rendono uno spettacolo unico grazie a incitamento e cori per tutti i novanta minuti, e dove il tutto viene amplificato da impianti sportivi che permettono al pubblico di essere a ridosso del campo, quasi a respirare addosso ai giocatori. L'esempio molto simbolico e conosciuto che mostra come i tifosi inglesi siano legati alla propria squadra quasi da un legame di sangue è dato da una delle tifoserie ritenuta tra le più calde e romantiche al mondo, ovvero quella del Liverpool Fc. Prima di ogni match che viene giocato ad Anfield, lo stadio di casa, dagli altoparlanti parte l'inno della squadra che viene accompagnato dalla voce di tutti i presenti creando uno spettacolo e un coinvolgimento incredibile e chiunque abbia mai assistito a questa performance può confermare che è da brividi, da pelle d'oca. Il titolo

dell'inno, che riprende le strofe di una vecchia canzone, è "You'll Never Walk Alone" e la sua traduzione letterale è "non camminerete mai soli" e spiega come nei momenti belli e soprattutto in quelli difficili, non importa contro chi e in che situazione, nessuno si troverà mai da solo ad affrontare le difficoltà.

Al campionato inglese segue la *Bundesliga* tedesca con dei ricavi per 3,168 miliardi di euro dati prevalentemente dagli spettatori che seguono il match dal vivo e dalla vendita dei biglietti, in Germania infatti si ha una media altissima di 44.646 spettatori a partita contro, ad esempio, i 24.772 di media della Serie A che si posiziona quarta in questa particolare classifica europea dietro anche a Inghilterra (38.297) e Spagna (26.977)[5]. Quasi tutte le partite della massima competizione tedesca sono sold out a prescindere da quali siano le due squadre che si affrontano e dal loro valore, questo è reso possibile dalla grande qualità degli impianti che sono presenti e dai molti servizi che le società riservano ai propri tifosi all'interno dello stadio.

Dietro si trova la *Liga spagnola* che ha superato i 3 miliardi di euro di ricavi e che viene trainata prevalentemente dai due club simbolo per il paese, il Real Madrid, che ha vinto tre edizioni di fila della Champions League tra il 2015 e il 2018, e il Barcellona che ha registrato un exploit commerciale importante anche in mercati paese più distanti da quello europeo.

[5] "Spettatori in Europa: Inter nona, Milan 15 e Juventus fuori dalla top 30", in *Calcio e Finanza* (2018)

La *Serie A* si posiziona per introiti subito dietro il campionato spagnolo e tiene la scia delle concorrenti senza rappresentare però una particolare minaccia, i ricavi si confermano in aumento dell'8% rispetto al periodo precedente e si attestano intorno ai 2,2 miliardi con una piccola crescita in tutte le componenti che non è servita però a colmare il gap con gli altri campionati.

Al quinto posto si trova la Ligue 1 francese con 1,7 miliardi di ricavi complessivi, ci si aspetta una crescita economia da questo campionato anche grazie ai brillanti risultati che sta ottenendo il Paris Saint Germain in Champions League (finale nel 2020) e alla forza economia del suo presidente Al-Khelaifi che continua a rinforzare la squadra di anno in anno con lo scopo di farla diventare una delle potenze mondiali al pari di Real Madrid e Barcellona. Si prevede inoltre per la Ligue 1 un aumento dei ricavi televisivi fino a 1,2 miliardi di euro a stagione simili a quelli attuali garantita alla Serie A.

Ogni qual volta viene fatta una analisi sulle leghe europee si prendono in considerazione le top five come principale riferimento proprio perché sono le uniche che superano il miliardo di ricavi e la differenza con tutte le altre restanti anche in termini di seguito e di appeal è abbastanza marcata, la soglia del miliardo separa idealmente i primi cinque tornei continentali dal resto d'Europa, subito dopo si trovano in ordine la Premier League russa con 813 milioni di ricavi e la Super Lig turca con 731 milioni.

Un altro aspetto che conferma come l'industria calcio cresca sempre di più e che sia diventata un vero e proprio business capace di attrarre su di se gli occhi di imprenditori da tutte le parti del mondo è dato dal recente interessamento nel settore dei fondi di investimento di private equity, da sempre alla ricerca di nuove opportunità e soprattutto di guadagni.

L'industria del pallone anche se continua a presentare dei numeri importanti dal punto di vista economico, come ogni altro settore, sta vivendo un periodo abbastanza complicato dovuto principalmente alla pandemia covid-19 che sta fortemente influenzando diverse fonti di guadagno per i club: basti vedere le entrate che sono in calo (gli stadi sono da un anno chiusi al pubblico), nuovi scenari all'interno del mondo dei diritti Tv, il deprezzamento del valore dei cartellini dei giocatori e i debiti che sono in grande aumento e che creano un importante problema di liquidità alle società calcistiche. Questa situazione difficile, e in particolare la scarsa liquidità nel sistema calcio, è uno dei principali motivi che ha indotto i fondi di private equity a interessarsi alle vicende del mondo del pallone[6] e ad investire in tale settore molto redditizio. È bene specificare a cosa si fa riferimento quando si esamina il private equity, si tratta di una particolare forma di investimento di medio-lungo termine in società obiettivo che non devono essere quotate in borsa, dal momento che la borsa è il mercato

[6] Carrà, M.,"Perché i fondi di investimento puntano il calcio e la Serie A", in *Forbes* (2020)

pubblico ed è regolamentato per eccellenza, e che hanno un elevato potenziale di crescita e sviluppo negli anni futuri all'investimento. L'obiettivo chiaro e non celato dei fondi è infatti quello di trasformare le società di calcio rilevate in media company che siano in grado di autofinanziarsi e non assorbire il capitale così da riuscire a rivenderle in seguito nei 3-5 anni successivi creando una ricca plusvalenza per il fondo. Il nesso che lega il mondo del calcio a quello del private equity si trova proprio qui: investire in un asset svalutato che abbia un grande potenziale di crescita nel valore per farlo sviluppare e rivenderlo poi ad un prezzo superiore. Da un lato si trovano quindi realtà sportive e campionati con grande potenziale di sviluppo, mentre dall'altro i fondi di investimento che sono disposti a mettere a disposizione il loro capitale per far crescere le realtà acquisite nell'ottica di ottenere dei guadagni futuri dalla loro rivendita.

In Italia il caso più noto è dato dalla società AC Milan che è stata rilevata nel Luglio del 2018 dal fondo statunitense Elliot, con sede a New York, che ha comunicato di aver assunto il controllo del club rossonero in seguito all'inadempimento delle obbligazioni verso lo stesso fondo da parte di Li Yonghong, vecchio proprietario del club che non trovava più soldi da restituire. L'operazione si è dichiarata conclusa quando la società lussemburghese Project RedBlack creata per finanziare il Milan, ha ottenuto il controllo dell'altra società che fino al momento deteneva la maggioranza, ovvero la Rossoneri Sport Investment dell'imprenditore cinese Li Yonghong. Anche nel caso del Milan

l'obiettivo del fondo è quello di rivalutare un brand storico nel calcio come quello della società rossonera, che da sempre per la grande nomea del club viene apprezzato in tutto il mondo, ma che negli ultimi anni aveva perso parte del suo appeal in seguito alle prestazioni sportive non così positive in campionato e nelle coppe europee. Il Milan, così come le altre società italiane, sono molto appetibili e ricercate dai fondi esteri dal momento che hanno un grande potenziale di crescita del fatturato anche rispetto alle altre squadre in Europa: le milanesi (Milan ed Inter), ad esempio, non hanno ancora un loro stadio di proprietà e questo esclude una serie di introiti importanti come quelli dati dalla vendita diretta dei biglietti o dai negozi, ristoranti e cinema presenti ormai in tantissimi stadi di ultima generazione. Lo stadio risulta quindi un fattore che viene attentamente valutato dai fondi prima dell'acquisto, perché implica certamente una futura crescita finanziaria continuativa per il club e inoltre la proprietà dell'impianto garantisce per il fondo gestore dell'asset un valore maggiore al momento della vendita.

L'interesse dei fondi non si limita però solo alla proprietà dei club calcistici, ultimamente sono diverse e frequenti le offerte che sono volte direttamente ai campionati europei come è accaduto anche con la Serie A per la trasmissione all'estero delle partite. L'idea di base dei fondi è quella di puntare ad una lega che sia meno costosa di quella Inglese o di quella Spagnola, ma che comunque possa rappresentare un ottimo investimento dal momento che negli ultimi anni la Serie A sta tonando in auge in termini di appeal e seguito. Si tratta di un campionato

storico che non presenta ancora i numeri monstre della Premier League, non c'è stata ancora quella impennata di ricavi che ci si poteva aspettare, e questo rende l'investimento ancora più interessante e appetibile per i fondi dal momento che il valore potrebbe aumentare di tanto in termini molto brevi.

Per ciò che riguarda l'Italia si deve evidenziare l'offerta che è pervenuta dall'unione dei fondi Cvc-Advent-Fsi alla Serie A, si tratta di un'offerta di 1,7 miliardi di euro presentata alla lega per ottenere il 10% della nuova media company che verrà a crearsi e per assicurarsi così la gestione dei diritti tv e dei ricavi commerciali. La company si occuperà di gestire i diritti sportivi e i ricavi commerciali del più importante campionato italiano di calcio, cercando di valorizzare al meglio il valore del brand e il suo prodotto. Si tratterebbe di una rivoluzione importante per il sistema italiano dal momento che si andrebbe a stravolgere il sistema dei ricavi commerciali e quello delle tv, infatti sarà proprio la media company con una grossa influenza decisionale dei fondi a trattare il rapporto con i broadcaster e vendere i diritti di trasmissione ai paesi per i prossimi dieci anni, togliendo di conseguenza il canale della lega. Se in un primo momento i club avevano nella assemblea del 19 Novembre 2019 accettato all'unanimità l'offerta presentata dai fondi per la creazione della media company (20 club su 20) e i presidenti erano tutti fiduciosi sulla buona riuscita della trattativa rinviando la questione della governance ad una futura riunione; oggi le cose sono cambiate e sembra che la trattativa abbia poche possibilità di concludersi positivamente.

Alcune società hanno rivisto la loro posizione e per diversi motivi il gruppo di coloro che sono scettici sta diventando sempre più grande. Molti di questi pensano che l'offerta sia infatti troppo bassa e che deve essere necessario riaprire l'operazione con i fondi di investimento su altre basi differenti dalla gestione dei diritti televisivi. Tra coloro che hanno fatto dietrofront c'è anche il presidente della Juventus, Andrea Agnelli, che è diventato pian piano sempre più contrariato e ostile alla realizzazione, si pensa che il motivo del passo indietro sia da attribuire al fatto che l'apertura ai fondi di investimento avrebbe ostacolato il suo progetto futuro sulla SuperLega europea, su cui da tempo il torinese sta lavorando come fondatore con altri club europei e che sta sponsorizzando sia apertamente che dietro le quinte.

Un ulteriore aspetto che mostra come il mondo del pallone si sia evoluto in favore di una visione di business, più incentrata sulla massimizzazione dei ricavi e nella ricerca di opportunità di guadagni, è data proprio dal progetto SuperLega europea che nei giorni scorsi ha fatto tremare tanti appassionati di questo sport. Una notizia clamorosa ha infatti sconvolto completamente il mondo del calcio la notte del 19 Aprile 2021 quando dodici club europei, i più ricchi e influenti al mondo, hanno annunciato la nascita della SuperLega: una nuova competizione in sostituzione della attuale Champions League che punta a rivoluzionare il calcio europeo e a garantire dei ricavi molto superiori alla precedente competizione per i club che parteciperanno. La nuova lega prevede la partecipazione di 15 squadre

fondatrici (6 inglesi, 3 spagnole, 3 italiane e altre da decidere) che sono già certe di partecipare alla competizione ogni anno, più altre cinque che verranno selezionate in base ai risultati conseguiti nei campionati nazionali nella stagione precedente, per un totale di venti squadre che si affronteranno nelle date disponibili in mezzo alla settimana. I maggiori sostenitori del progetto che hanno plasmato la competizione in tutte le sue componenti e sfaccettature sono stati Andrea Agnelli, presidente di Juventus, e Florentino Perez, presidente del Real Madrid che hanno ritenuto questo passaggio come un cambiamento necessario che potesse rendere il calcio più appetibile e sostenibile. I due imprenditori diventeranno infatti rispettivamente il vice-presidente e il presidente della competizione nascente. Una delle maggiori critiche che sono state mosse al torneo è proprio il fatto che si è passati da un sistema aperto di partecipazione, che è basato sui piazzamenti dei club nei campionati nazionali e quindi sul merito sportivo, ad un sistema chiuso dove le squadre hanno la certezza di essere invitate poiché godono del diritto di partecipazione.

Le ragioni di tale lega sono sicuramente di natura economia: i club al vertice vogliono gestire direttamente (senza filtri della UEFA) i ricavi della nuova competizione che si assicura diventerà più bella e avvincente dell'attuale Champions League, dal momento che coinvolge solo i club più importanti e vincenti dei vari paesi poiché la partecipazione è a invito e non segue le dinamiche del merito sportivo. Fondamentalmente le società hanno pensato di

poter risollevare la loro situazione finanziaria critica grazie ai maggiori introiti che si possono garantire dal nuovo progetto, basti vedere le cifre disastrose dei tre club italiani coinvolti per poter rendere più chiara la situazione: la Juventus al primo posto con oltre 500 milioni di debiti, 350 per l'Inter e oltre 250 per il Milan; per non parlare delle condizioni economiche ancora più critiche dei tre club spagnoli.

Se si vuole fare un paragone tra la SuperLega e la Champions League[7] attuale si nota subito come la nuova competizione possa offrire delle cifre nettamente più alte e convenienti, dai primi documenti che sono trapelati sono emerse entrate di circa 4 miliardi di euro solo dai diritti tv più altri 3,5 miliardi da dividere tra i soci fondatori come bonus iniziale di partecipazione, questi garantiti dal colosso finanziario americano JP Morgan che in fase di start up finanzierà il progetto.

Se dunque si vuole fare un'analisi più approfondita prendendo in considerazione una squadra che potrebbe arrivare a vincere la nuova SL, i ricavi si potrebbero stimare in questo modo: 180 milioni fissi che sono garantiti dal suo status di fondatore, 50 per un buon piazzamento nel girone iniziale e altri 70 dai ricavi commerciali più l'eventuale vittoria della competizione per un totale di circa 300 milioni di incasso per il club preso in considerazione. Ad ogni club partecipante, quindi verrà sicuramente garantito un introito medio che può variare dai 150 ai

[7] Eboli, V., "Superlega, quanti soldi vale in confronto alla Champions League", in *Finanza E Mercati tg.sky.it* (2021)

250 milioni di euro l'anno. Si tratta dunque di cifre che sono completamente diverse rispetto all'attuale competizione europea che garantisce al massimo una centinaia di milioni di euro alla squadra vincitrice, un terzo rispetto alla cifra che andrebbe al potenziale club vittorioso in SuperLega e la metà rispetto ai ricavi di una normale squadra che ne parteciperebbe.

Da subito il progetto non è riuscito a mettere d'accordo tutti e ci sono state tante critiche più o meno aspre che sono partite sia dai tifosi dei vari club partecipanti, che dai diversi organismi mondiali ed europei che hanno minacciato di escludere i club da tutte le competizioni nazionali nel caso in cui non avessero rinunciato alla realizzazione del progetto. Il presidente della UEFA Ceferin ha promesso di intraprendere azioni legali minacciando una causa da oltre 50 miliardi contro le squadre che parteciperanno alla lega, e tra le sanzioni rivolte ai calciatori ha previsto che potrebbe essere negata la possibilità di rappresentare le loro rispettive nazionali nel rettangolo di gioco. Tutto improvvisamente ha iniziato a virare fortemente in direzione contraria alla lega: le pressioni nette del governo inglese di Boris Johnson, la perplessità crescente degli sponsor e il malumore dei tifosi ha fatto sì che, due giorni dopo l'annuncio, i sei club inglesi si sono ritirati dalla competizione appena creata spiazzando così i sostenitori rimasti fedeli al progetto. L'abbandono delle squadre inglesi ha creato un effetto domino che ha portato anche tutte le altre a lasciare la competizione e ad oggi le uniche che sono rimaste fedeli al progetto sono Real Madrid, Juventus e Barcellona. Il progetto SuperLega

è naufragato clamorosamente due giorni dopo la data del suo annuncio ma questo non preclude la possibilità che i tre club ancora convinti non riescano in futuro a realizzare questo ambizioso progetto poiché non tutte le squadre hanno chiuso definitivamente la porta alla nuova competizione.

1.2. Il valore economico di Serie A, Premier League e Liga spagnola per i rispettivi tre paesi[8]

Una volta che si è visto come l'industria del pallone sia un settore cardine e fortemente redditizio in Europa, è fondamentale che si vada ad analizzare più nel dettaglio come questo riesca ad impattare nell'economia singola dei paesi e di come possa costituire un driver rilevante per la crescita economica interna. Seppur più volte bistrattato e soggetto a critiche per la sua troppa esposizione mediatica, il calcio garantisce tantissimi benefici ai paesi in Europa, tra cui quello di portare un'occupazione lavorativa a più persone, concorrere ad aumentare il reddito di famiglie ed imprese e di garantire un importante flusso fiscale a beneficio dell'erario nazionale. Si propone in seguito un'attenta analisi su come e quanto le leghe dei tre principali campionati europei, la Serie A, la Premier League e la Liga

[8] Si rimanda alle fonti consultate:

Carrà, M., "Calcio, Liga: il giro d'affari vola a quasi 5 miliardi", in *money.it* (2019)

"L'impatto della Premier League sull'economia inglese vale 7,6 miliardi di euro", in *Calcio e Finanza* (2019)

Avichai, S., "Brand equity for football club organizations", in *International Journal of Organizational Analysis*, pp. 713-715 (2016)

Chavanat, N., Guillame, B., "Internationalisation and sport branding strategy: a French perception of Big Four brands", in *Qualitative Market Research*, pp. 461-465 (2009)

in Spagna abbiano negli ultimi anni incrementato e condizionato l'economia interna.

Se si parte dalla *Serie A* italiana, per cogliere sin da subito la rilevanza del fenomeno si può far riferimento al report realizzato nel 2016 dalla FIGC con la collaborazione di Deloitte[9], una delle più importanti aziende di consulenza, intitolato "Il conto economico del Calcio Italiano", che mostra sin dalle prime righe come l'incidenza del mondo del pallone sull'andamento economico del paese e in particolare sul PIL sia molto rilevante. Lo studio fa riferimento alla stagione 2014-15 e mostra che il calcio italiano ha prodotto a livello aggregato un fatturato pari a 3,6 miliardi di euro e un complessivo di costi pari a 4,3 miliardi. Un altro aspetto importante di impatto del campionato sul sistema paese riguarda la contribuzione fiscale, nel report si evidenzia come nella stagione 2013-14 si è registrata la cifra di 895 milioni per il solo settore professionistico che si alza a 919 milioni se si considera il calcio dilettantistico e giovanile. Tutti questi dati presi dal report portano alla sorprendente conclusione che il settore contribuisce per il 7% alla crescita del PIL nazionale, un impatto piuttosto notevole. Altre informazioni da analizzare che sono più recenti sono quelle che riguardano la crescita del football in Italia negli ultimi cinque anni sotto il profilo economico e finanziario, è possibile effettuare un approfondimento elaborando i dati che si

[9] FIGC, Deloitte-Sports Business Group, "Il conto economico del Calcio Italiano", in *Conto economico Calcio Italiano figc.it*, pp. 10-16 41-45 (2016)

possono ottenere dal "Report calcio 2020"[10] sviluppato proprio dal centro studi FIGC in collaborazione con altre aziende quali AREL (Agenzia di ricerca e legislazione) e PwC (PricewaterhouseCoopers). Il report fotografa la situazione attuale italiana, facendo un censimento statistico di tutta la struttura del football. Si nota come il valore del "sistema calcio" per le casse dello stato sia dato da questi numeri nel 2020: i ricavi arrivano a toccare i 3,8 miliardi, l'impatto totale sul paese è di 3,1 miliardi di euro, il 3% in più rispetto all'anno precedente, e una dimensione commerciale in grande espansione data da un valore di 170 milioni per le partnership dal 2019-2022 per un incremento registrato del 27% rispetto al quadriennale precedente. Anche il calcio femminile mostra un'impennata senza precedenti nel numero delle tesserate che sono salite a 27.644 nel 2019, il 59,5% in più rispetto a 10-15 anni fa. In merito a questo, è notizia molto recente che il consiglio della Federcalcio ha condiviso all'unanimità la proposta di avviare il calcio femminile al professionismo, percorso che si porterà a compimento nella stagione 2022-23.

In secondo luogo si può analizzare il campionato principe d'Europa, ovvero la *Premier League*, e di come questo riesca a impattare nelle casse nazionali in modo assolutamente non trascurabile. Il documento preso come riferimento è "Premier League – Economic and social impact", sviluppato dalla collaborazione della lega

[10] FIGC, PricewaterhouseCoopers, Arel, "Report calcio 2020", in *ReportCalcio figc.it*, pp. 15-16 72-76 (2020)

inglese con Ernst & Young, che prende in considerazione i dati della stagione 2016-17 e si focalizza su come l'impatto del massimo campionato inglese sia cambiato nel tempo. Una prima riflessione è da effettuare sul contributo della lega al PIL nazionale, contributo che viene stimato tramite il GVA (Gross Value Added) che la competizione ha generato in quell'anno, ovvero il valore aggiunto lordo creato dalle merci e servizi che sono stati prodotti. Nella stagione 2016-17 la Premier League ha toccato la cifra di 7,6 miliardi di sterline di impatto totale sul GVA, di cui 4,3 miliardi da considerare come impatto diretto mentre i restanti 3,2 da considerare come impatto indiretto e introiti. La percentuale di crescita è altissima poiché si tratta del 50% in più rispetto alla stagione 2014, e se lo si confronta partendo dagli 0,7 miliardi della stagione 1999 si evidenzia una crescita media annua del 13%. Anche il contributo fiscale della lega è rilevante, l'impatto si è attestato sui 3,3 miliardi di sterline nel 2017 per un incremento del 50% dalla stagione 2013-14. Per ciò che concerne l'occupazione che viene garantita dall'industria calcio inglese, si è passati da un totale di 11.300 lavoratori a tempo pieno del 1999 ad una quota di 90.300 nel 2017, un aumento incredibile del 700%.[11]

In terza analisi si prende in considerazione la *Liga spagnola*, un campionato cresciuto tantissimo a livello di entrate, ricavi e appeal spinto in particolare dagli

[11] Premier League, Ernst & Young, "Premier League-Economic and social Impact", in *premierleague.com*, pp. 4-11 (2019)

eccellenti risultati sportivi delle squadre spagnole che hanno mantenuto sul campo un vero e proprio dominio europeo senza precedenti. Se si fa riferimento alla Champions League, ad esempio, dal 2014 cinque edizioni consecutive sono state vinte dalla Spagna: quattro volte la vincente è stata il Real Madrid e una sola il Barcellona; se si guarda invece all' Europa League, seconda competizione europea per importanza, il trofeo è stato vinto e alzato al cielo dal Siviglia per tre edizioni di fila, anche in questo caso a partire dalla stagione 2014.

La competizione spagnola ha segnato dei ricavi record nel 2018 che si sono attestati a 4,49 miliardi di euro, con la percentuale di aumento più grande degli ultimi anni, e avvicinando così la lega agli introiti della Premier League e distaccando di fatto la Serie A. Così come visto per il campionato inglese, anche quello spagnolo ha realizzato un report in collaborazione con la società di consulenza PwC, in riferimento all'impatto socio-economico dell'industria del calcio professionistico in Spagna. Il report intitolato "Economic, fiscal and social impact of professional football in Spain"[12], è elaborato considerando la stagione 2016-17 ed evidenzia come l'impatto totale generato dal calcio professionistico alla produzione nazionale sia di 15,688 miliardi di euro, che corrispondono al 1,37% del GDP spagnolo ovvero il Gross Domestic Product. La Liga e PwC avevano pubblicato una prima volta un rapporto anche nel 2014 dove l'impatto

[12] La Liga, PricewaterhouseCoopers, "Financial, fiscal and social impact of Professional Football in Spain", in *laliga.com*, pp. 10-24 (2018)

segnalato era di 7,6 miliardi di euro, meno della metà della cifra raggiunta solo quattro anni più tardi. Molto rilevante è anche l'effetto economico che il cacio riesce e generare per tanti altri settori che gli ruotano attorno, il settore della ristorazione, quello dei bar e del turismo e quello alberghiero ne hanno giovato per 4 miliardi nella stagione presa in considerazione.

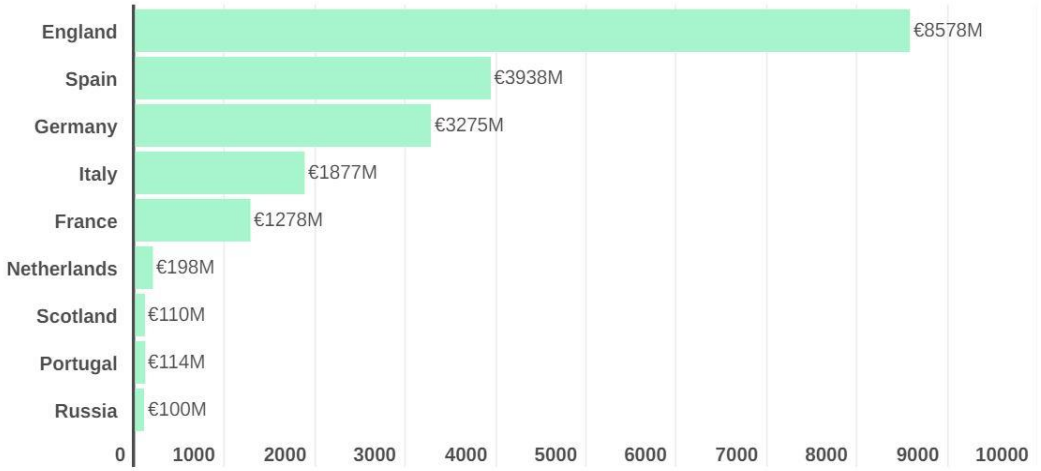
Per ciò che riguarda l'occupazione e i posti di lavoro generati, il campionato contribuisce per 185.000 posti nel 2017 che rappresentano un numero particolarmente significativo se confrontato con gli altri settori dell'economia spagnola, infatti si tratta dello 0.98% di personale *employed* nel 2017 in Spagna.

Lo studio presenta inoltre il dato riferito alla contribuzione fiscale per un ammontare di 4,089 miliardi di euro, importo in costante incremento poiché è cresciuto del 41% rispetto ai dati dello stesso studio effettuato quattro anni prima.

Un ulteriore confronto che si può realizzare tra i tre massimi campionati europei per valutare al meglio ciò che li differenzia e quali sono i punti su cui uno primeggia sull'altro e capire quindi dove è più rilevante investire per assottigliare i gap, può sicuramente essere ricavato dalla analisi dei brand delle società di calcio e, in particolare, in questo caso dei campionati europei. Il brand per una società sportiva rappresenta una risorsa fondamentale e deriva dai rapporti che si riescono a creare con i propri fan, la società deve fare in modo che il tifoso possa ritrovare dei valori aggiunti specifici e un'immagine che siano difficilmente emulabili dagli altri club per mantenerlo fidelizzato a lungo. Lo sviluppo del

brand non è un'attività semplice, servono pazienza e programmazione dal momento che consta di diverse procedure dettagliate che partono dallo studio dell'ambiente e del luogo circostante fino ad arrivare a concentrarsi sui valori e l'identità che si vuole comunicare con la propria strategia. Nel calcio le squadre si sono oramai classificate come veri e propri brand importanti al pari di una famosa marca di abbigliamento o di un'azienda di telefoni e tv, questo fa sì che in base al valore economico del brand si possano effettuare delle classifiche che da un certo punto di vista rispecchiano il valore e l'appetibilità dal punto di vista finanziario di tali realtà. Vi sono infatti diversi studi che ultimamente si sono concentrati nel valutare e confrontare i valori del brand e dell'immagine legata alle competizioni nazionali e ai relativi club, in particolare si distinguono quello elaborato da Brand Finance e il lavoro di FutureBrand, che evidenziano entrambi come la Premier League, anche in questa classifica, sia la regina incontrastata in Europa.

1.2: Valore del marchio dei principali campionati europei (milioni)



Fonte: BrandFinance-Brandirectory, 2020, "Brand Finance Football annual 2020"

Il grafico è una rielaborazione del portale Statista sui dati ricavati dal report di Brand Finance del 2020 e la sua lettura è di facile interpretazione: con 8,5 miliardi di euro il marchio con più valore è quello del massimo campionato inglese, il 19% in più rispetto a la Liga e la Bundesliga messe insieme. Lo studio ha inoltre evidenziato come all'interno della lega inglese il Manchester United è in testa alla classifica, con i suoi 1,314 miliardi di valore del marchio, infatti, sta davanti alle altre potenze come il Liverpool fermo a 1,262 miliardi o l'altra squadra di Manchester che si attesta sui 1,124 miliardi. Manchester United, Liverpool e

Manchester city si trovano rispettivamente al terzo, quarto e quinto posto nella graduatoria dei 50 club con più valore, e vengono precedute solo dalle due spagnole: Real Madrid e Barcellona. Si trovano in Inghilterra sei dei dieci club più preziosi al mondo e questo testimonia il perché ci sia ancora un gap così elevato con tutti gli altri restanti campionati del vecchio continente.

Come già anticipato giocano in Spagna i due club più preziosi al mondo seppur la Liga si trovi solamente in seconda posizione tra le leader europee, questo perché Real e Barcellona, che nel 2020 hanno entrambe superato la quota di 1,4 miliardi, rappresentano da sole il 70% del valore del campionato spagnolo di più alto livello.

La Bundesliga tedesca si posizione come terza lega europea per valore con i suoi 3,275 miliardi, è principalmente trainata dal Bayern Monaco che costituisce circa un terzo di tale cifra e si posiziona come sesta squadra a livello mondiale (1,056 miliardi). Il valore del campionato tedesco è 2,6 volte inferiore rispetto a quello inglese.

Segue la Serie A che raggiunge i 1,9 miliardi di valore, mentre il primo club italiano nella particolare classifica è la Juventus che si trova all'11º posto seguito dall'Inter al 14º e dal Milan al 22 º.

All'ultimo posto delle *top five league* si posiziona la Ligue 1 francese con i suoi 1,2 miliardi di valore, si evidenzia però come la squadra della capitale, il Paris Saint Germain che vale 967 milioni sia più preziosa di tutte le squadre italiane.

1.3. La gestione strategica e la governance delle squadre in Europa[13]

Ogni squadra di calcio è definibile come un'azienda ai giorni d'oggi e tutte sono formate da un sistema ben collaudato di attori che hanno ruoli differenti ma che sono legati da un obiettivo comune: riuscire a creare valore all'interno di essa così da soddisfare le aspettative dei diversi portatori di interesse interni ed esterni alla società. È fondamentale per i club avere in primo luogo una società coesa dal punto di vista della proprietà dove si può contare su figure competenti che abbiano ruoli ben definiti e, in secondo luogo, è indispensabile che ci siano programmazione e studio affinché le strategie e politiche aziendali possano portare ai risultati economici e sportivi stabiliti. La confusione dei ruoli non porta nessun tipo di vantaggio alla società dal momento che va ad eliminare tutti i punti di riferimento, risulta quindi importante che ci sia trasparenza e che tutti i ruoli aziendali siano ben definiti e certificati. Quando si analizza la "governance

[13] Si rimanda alle fonti consultate:

Ruta, D., Lorenzon, L., Sironi, E., "The relationship between governance structure and football club performance in Italy and England", in *Sport, Business and Management*, pp. 30-31 (2019)

"Pandemic not discouraging football club investors", in *KPMG-Football Benchmark* (2020)

Oliva, A., "Yonghong Li come i Glazer? Ecco come lo United ha ripagato il suo debito", in *Calcio e Finanza* (2015)

Franck, E., "Private firm, public corporation or member's associaton – Governanance structures in European football", in *International Journal of Sport Finance*, pp. 111-115 (2010)

Football Association, Muckle LLP, "Club structures – a guide to Club structures for National League System and other Football Clubs", in *thefa.com*, pp. 6-16 (2015)

aziendale" si fa riferimento naturalmente ad un termine legato al governo d'impresa, che indica come e con quale modalità le società vengono controllate e gestite. Una buona governance è un requisito essenziale per creare un valore aggiunto all'azienda e garantire una performance economica-finanziaria e sportiva sostenibile anche per un lungo periodo, tutto questo è valido sia se si considera un'impresa in generale ma anche quando si tratta di gestione di una società sportiva.

Se si vuole andare più nello specifico, il modo di pensare e organizzare una società sportiva non è uguale in tutti i paesi in Europa, l'approccio risulta differente da paese a paese in base alla diversa concezione che le società possono avere in riferimento alla natura e alla finalità di un club calcistico, e in questo vengono influenzate anche dalla cultura del loro rispettivo paese. Si possono distinguere due modelli opposti di governance e di struttura proprietaria che si trovano nei maggiori club del vecchio continente, il *modello aperto* dove le società sono aperte ai tifosi, e il *modello chiuso* di governance dove il capitale è in mano al presidente nella più frequente e conosciuta figura di business-man che investe nel calcio.

Nel primo caso descritto gli organi di direzione del club non sono solo scelti dall'azionariato di maggioranza, ma sono rappresentati anche da altre categorie di portatori di interesse esterni come i tifosi e i finanziatori. Quando il club è in mano ai tifosi la gestione prende il nome di azionariato popolare ed è una pratica

molto utilizzata sia in Germania che in Spagna. In Germania dal 1998 esiste una norma che garantisce l'influenza dei tifosi nei club tedeschi, infatti la federazione ha stabilito che gli investitori privati potessero si iniziare a investire nei club ma non permette loro di ottenere la maggioranza assoluta del controllo poiché è stato approvato il famoso "50%+1" in favore dei soci dell'associazione tifosi. Tale regola garantisce alle associazioni dei tifosi di mantenere la maggioranza a meno che gli investitori privati non abbiano un coinvolgimento di almeno 20 anni nel club, in tal caso con il consenso dei soci l'imprenditore può ottenere la maggioranza (solo due i casi registrati fino al 2014, Bayer Leverkusen e Wolfsburg).

Il secondo caso è il modello chiuso, tipico delle società in Italia e in Inghilterra, dove i club sono da sempre proprietà di investitori privati, la gran parte delle quote è in mano quindi a uno o pochi soggetti che investono il capitale e questo fa sì che la gestione e il controllo siano una loro competenza. Negli ultimi anni è sempre più frequente che i presidenti mecenate che investono nei club siano grandi imprenditori esteri che sono attratti dalla crescita che può garantire la società, ultimo caso italiano da evidenziare è quello della Fiorentina che è passata nel 2019 dalla proprietà di Della Valle alle mani dell'italo-americano Rocco Commisso.

1.3.1. Il caso di Juventus in Italia: la proprietà famigliare

Quando si esamina la Juventus viene subito alla mente il collegamento con la famiglia Agnelli dal momento che si tratta di un legame unico, quasi viscerale che va oltre il tempo in particolare quando si parla di sport e di calcio. Si tratta di un matrimonio speciale quello della Juve e gli Agnelli che dura da quasi un secolo e non c'è nessun altro club al mondo altrettanto importante che abbia una identificazione così antica e salda con la sua proprietà. Sono tre le generazioni che si sono susseguite al comando della società sin dal lontano 24 Luglio del 1923 quando il club si legava alla famiglia grazie a Edoardo Agnelli che sarebbe diventato il presidente del glorioso team piemontese.[14]

Uno dei punti di forza della gestione e del successo di Juventus è da sempre dato dal forte legame che la proprietà è riuscita a creare con l'azienda di famiglia, la FIAT, e non è un caso che il primo grande stabilimento Fiat chiamato il "lingotto", struttura che in termini di organizzazione del lavoro era molto sviluppata dal momento che seguiva il modello americano di Ford, viene inaugurato proprio pochi mesi prima dell'acquisizione di Juventus nel 1923.

La Fiat è sempre stata una fonte di ispirazione per il club e lo spirito imprenditoriale e l'organizzazione che si vedeva in fabbrica era lo stesso che

[14] Forgione, A., "La storia degli Agnelli: i veri sovrani del Novecento italiano", in *forgione.com* (2016)

veniva poi applicato al modello calcistico. In un certo senso la gestione era la stessa: la struttura degli sfiancanti allenamenti del club dove ogni attività era stabilita meccanicamente come se fosse una catena di montaggio ricordavano in pieno i ritmi e i tempi che si seguivano nella fabbrica torinese.

Questa minuziosa attenzione per i dettagli non era comune nel mondo sportivo ed è anche per questo che la Juventus ottiene da subito risultati importanti accumulando cinque scudetti consecutivi dal 1930 al 1935.

Alla morte di Edoardo nel 1935, la famiglia interrompe per brevissimo tempo il rapporto con la società dal momento che ritornerà dal 1947 nelle mani del figlio Giovanni Agnelli, da tutti chiamato Gianni e soprannominato l'*Avvocato* per la sua laurea in Giurisprudenza. L'Avvocato porta nuovamente la squadra al vertice con la vittoria dei due campionati nazionali tra il 1950 e il 1952, che sono i primi successi del nuovo presidente. Gianni Agnelli viene sempre ricordato come uno dei più apprezzati tra i presidenti del club e questo perché era evidente e traspariva in modo chiaro il suo amore per la maglia e per la società, non mancava mai l'occasione per essere vicino e mostrare la sua grande passione ai colori bianconeri. A dimostrazione di questo anche quando aveva lasciato la proprietà del club nelle mani del fratello minore Umberto nel 1956, l'Avvocato continuava a frequentare lo stadio e a far sentire il suo appoggio al club nelle vesti di tifoso fortemente influente e partecipe. Umberto viene nominato presidente a soli 22 anni, diventando così il più giovane ad assumere tale incarico nella storia

bianconera. Sono anni di successo e gloria per la Juventus che fa partire un nuovo ciclo di vittorie, grazie soprattutto al *trio magico* di calciatori composto dall'argentino Omar Sivori, John Charles e Giampiero Boniperti con i quali il club vince tre scudetti tra il 1950 e il 1960, e grazie all'ultimo che era il decimo titolo acquisisce il diritto di posizionare la prima stella sulla maglia da gara.

Giampiero Boniperti rappresenta una figura molto iconica per la storia del club poiché nella sua carriera sportiva è rimasto sempre fedele ai colori bianconeri, prima da giocatore dove con le sue presenze e goal ha contribuito a tantissime vittorie e poi quando viene chiamato dalla famiglia Agnelli nell'ambito dirigenziale, dal momento che diventa prima dirigente e poi presidente del club nel 1971 portando la Juventus a diventare la prima società a vincere tutte le competizioni Uefa.

Nel 2010 Andrea Agnelli diventa il quarto esponente della famiglia a essere nominato presidente e ancora oggi mantiene la più alta carica dirigenziale in società. Andrea, figlio di Umberto Agnelli, nei suoi pochi anni di presidenza riesce raggiungere risultati storici per il calcio italiano come la conquista di nove scudetti consecutivi tra il 2012 e il 2020 e di quattro *Double* dove allo scudetto si accompagna anche la vittoria della Coppa Italia. Grazie ai 19 trofei conquistati in undici anni Andrea Agnelli è diventato il presidente del club più vincente di sempre staccando Boniperti fermo a sedici.

Non si tratta solo di trofeo o di vittorie, senza Agnelli difficilmente si parlerebbe di Juventus gloriosa, e questo lo si vede anche nell'organizzazione e nella capacità gestionale che la famiglia ha saputo improntare alla società. Spesso nel calcio prevale il detto "non si vince se non si ha una società solida alle spalle" e mai come in questo caso le parole trovano conferma nei fatti. Per la Juventus parla la storia: senza gli Agnelli la Juventus dal 1898 al 1923 prima, e dal 1936 al 1947 poi ha collezionato solo quattro titoli; escluso uno Scudetto e tre Coppe Italia, tutti i trofei vinti sono sotto l'ombra di casa Agnelli, tantissimo, troppo per non pensare che sia la famiglia l'elemento in più della Juventus.

1.3.2. I proprietari stranieri in Premier League: il caso Manchester United

Come si è già anticipato anche in Premier League, come per il modello italiano, le società sono solitamente sotto la proprietà di un investitore privato seguendo il modello chiuso di governance, e in particolare nel sistema calcio inglese è diventato sempre più frequente trovare degli imprenditori stranieri a capo dei club nazionali proprio perché hanno intravisto un'opportunità importante di business da cogliere e dove è possibile investire i propri capitali per farli fruttare.

Grazie al fascino, al seguito e alla passione che trasmette; il massimo campionato inglese viene visto come un trampolino di lancio anche per gli investitori che sono alle prime armi nel settore del calcio perché anche acquisendo una squadra di media classifica si garantiscono un fatturato e una esposizione mediatica pari a quella delle squadre più blasonate degli altri campionati. Se si analizza il percorso della Premier League si vede come c'è stata una grandissima apertura alle altre nazioni nell'ultimo ventennio, infatti, nel 1992 poco meno di trenta anni fa, i calciatori non britannici nella massima divisione erano solo 11, un numero molto basso se lo si confronta con quello del 2007 dove i calciatori stranieri erano 250. Nello stesso modo c'è stata una importante apertura anche verso le proprietà estere dei club che dagli inizi del 2000 sono diventate sempre più presenti nelle due massime competizioni nazionali. Tutto nasce nel 2003 quando la proprietà del Chelsea FC passa nelle mani del magnete russo Roman Abramovich per la cifra di

140 milioni di sterline, e questa viene considerata l'operazione iniziale che ha spianato la strada e da cui tanti altri club hanno poi seguito le orme, si fiutava aria di un grande cambiamento che portò successivamente l'Inghilterra ad essere invasa dagli imprenditori stranieri. [15]

Ad oggi i numeri raccontano bene come questo fenomeno sia ormai radicato nelle governance dei club inglesi: 15 proprietà su 20 di Premier League sono sotto il controllo di imprenditori stranieri comprese le squadre più importanti e vincenti, e questo è anche uno dei principali motivi per cui sono società che hanno resistito piuttosto bene alla riduzione drastica dei fatturati e ricavi dovuti alla pandemia Covid-19 per tutto il 2020. Le squadre più forti e di maggior valore (*Big Six* inglesi) hanno quasi tutte una proprietà non britannica come è un esempio il caso dell'Arsenal e del Liverpool che sono entrambe controllate da azionisti americani. L'Arsenal è stata rilevata completamente nel 2018 dall'imprenditore statunitense Stan Kroenke che fino a quel momento possedeva solo il 67% delle quote. La squadra della contea del Merseyside, il Liverpool, è guidata invece dal gruppo Fenway Sports Group con sede a Boston, a cui fa capo anche la famosa squadra di Baseball dei Boston Red Sox che milita nella Major League Baseball americana. Il fondo proprietario del Liverpool, che è capeggiato dall'azionista di maggioranza John W. Henry, avrebbe rifiutato una offerta da 3 miliardi di sterline proveniente

[15] Wilson, R., Plumley, D., Ramchandani, D., "The relationship between ownership structure and club performance in English Premier League", in *Sport, Business and Management*, pp. 24 (2013)

dal Medio Oriente per il club pochi giorni fa, e questo conferma ancora una volta come certe società siano diventate davvero di rilevanza planetaria con un valore che viene riconosciuto in tutto il mondo e che cresce di stagione in stagione.

Le due squadre di Manchester rappresentano un ulteriore dimostrazione di come il calcio inglese sia globalizzato anche dal punto di vista del controllo societario: il Manchester City è sotto la proprietà dello sceicco arabo Mansour Bin Zayd che ha acquistato il club nel 2008 e lo ha reso, grazie ai tantissimi investimenti, uno dei principali top club a livello mondiale. Con il suo patrimonio personale che ammonta a 23,3 miliardi nel 2020 è considerato il presidente più ricco a possedere una squadra di calcio (ne possiede nove) e quindi anche il più ricco e potente della Premier League.

Per quanto riguarda l'altra sponda di Manchester, quella dei Red Devils dello United, bisogna fare un'analisi più approfondita e dettagliata della compagine societaria del club: sia perché si tratta della squadra inglese più iconica e seguita nel mondo e sia perché si tratta di un rapporto, quello tra il presidente e tifosi del club, piuttosto particolare che ha portato nel corso degli anni diverso malcontento ed episodi di grande contestazione e protesta. La famiglia che è alla guida del Manchester United da ormai più di quindici anni è quella statunitense dei Glazer che acquisisce il controllo della squadra per un'operazione complessiva di 790

milioni di sterline nel 2005[16]. Si tratta di una ricca famiglia, guidata dal padre Malcolm Glazer, già inserita in diversi settori strategici come quello della ristorazione, delle banche e del petrolio che decide di inserirsi nel business dello sport inizialmente con i Tampa Bay Bucccaners di Football americano e poi successivamente nel calcio con l'acquisizione delle quote della squadra di Manchester nel 2005, che viene lasciata in gestione ai sei figli dell'imprenditore.

Da dove nasce dunque il rapporto difficile dei tifosi con la proprietà? Le grandi problematiche e proteste nascono proprio qui nel momento dell'acquisizione del club, infatti per concludere l'operazione i Glazer utilizzano la cosiddetta *leva finanziaria o leverage*, ovvero acquistano la società tramite prestiti e finanziamenti di cui, molti dei quali, avevano come garanzia il patrimonio del club. Questa operazione fa sì che ogni debito viene scaricato nel bilancio della società, fondando così l'acquisto del club in una pura operazione di arricchimento e business, e questo rende da subito complicato il rapporto con i tifosi che avrebbero invece desiderato un presidente legato alla cultura e alla storia inglese e che si trascinasse dietro a se una squadra con quella tradizione calcistica così importante.

Il malcontento dei tifosi risulta immediatamente evidente ed era motivato dal fatto che la nuova proprietà aveva sin da subito creato un debito che non si registrava

[16] France, S., "Who owns Manchester United and who are the Glazer familiy?", in *goal.com* (2021)

da tanto tempo (dal 1953), dal momento che la squadra aveva sempre mostrato buone condizioni finanziarie. In breve tempo il malcontento si trasforma in manifestazioni di protesta che si concretizzano con tantissimi tifosi che si riuniscono fuori dall'Old Trafford, lo stadio di casa, a criticare la proprietà sotto il grido "Love United, hate Glazer" e spinti dal desiderio di riportare il club alla comunità e al popolo. Proprio su queste basi si verifica che durante il corso dell'anno dei veri e propri gruppi organizzati di tifosi si dissociano dalla proprietà del club e danno vita ad altre realtà distaccate come quella della società chiamata FC United of Manchester, gestita dai supporters stessi grazie al modello aperto di governance, che ancora oggi milita nelle divisioni del calcio inglese. Nata grazie a circa 2.500 tifosi ostili alla proprietà americana nel 2005, l'FC United si ispirava ai valori dei propri fan contro un calcio che stava prendendo le orme di un vero e proprio business, e anche se molti pensavano fosse solo una mera esposizione mediatica che avrebbe avuto vita breve, in realtà così non è stato e la squadra riesce a iscriversi subito alla *North West Counties Football League*, una sorta di decima divisione inglese, e inizia a essere amata e seguita da un pubblico sempre più vasto di Manchester che si rispecchia negli ideali che vengono promossi. La gestione del club è quella tipica dell'azionariato popolare dove i proprietari sono i tifosi che pagano annualmente una quota, in questo caso di dodici sterline, diventando così soci del club e potendo incidere su tutte le principali decisioni della società dal momento che si acquisisce il diritto di voto in assemblea.

Con i suoi ottimi risultati sportivi e grazie a quattro promozioni complessive la squadra è salita nel 2015 nella *Conference North*, ovvero la sesta lega inglese, e in ogni partita giocata in casa non manca mai il grande appoggio dei tifosi alla squadra tanto che, l'attaccamento ai colori e l'aumento del consenso tra la gente, ha fatto sorgere l'esigenza di un nuovo stadio più capiente e moderno per accogliere più persone durante le partite casalinghe. Nell'Agosto del 2015 in seguito ad un progetto iniziato qualche anno prima, viene inaugurato il nuovo stadio di proprietà della società situato nel quartiere di Moston e chiamato Broadhurst Park che, con una capienza massima di 4.500 spettatori, rappresenta un impianto all'avanguardia e molto moderno per la categoria a cui appartiene la squadra.

Anche se il rapporto tra Malcolm Glazer e i fan del Manchester United non viene mai ricucito definitivamente, tanto che saranno pochissime le volte che l'imprenditore seguirà la squadra dalle tribune dell'Old Trafford come dirigente, per fortuna del club e dei tifosi la miniera da soldi che era il Manchester United era già partita e questo fa sì che ancora oggi risulta tra i club con il valore finanziario e di brand più alto di tutti. Da uno studio del 2020 di KPMG-Football Benchmark che ha analizzato le squadre europee sulla base di alcuni parametri come la profittabilità, il valore della rosa e la popolarità, il Manchester United si trova al secondo posto in Europa con un valore di impresa di 3.342 milioni di euro con un incremento del 4% sul 2019 e si trova dietro solo al Real Madrid. Anche

per quanto riguarda i ricavi commerciali i Red Devils si attestano su cifre molto importanti spinti in particolar modo dal merchandising e dalla vendita delle magliette nei mercati più lontani come quello americano, negli Stati uniti ad esempio, la squadra deteneva il primato di magliette vendute nel maggior numero di stati, erano ben undici nel 2018 ovvero due stati in più rispetto al Barcellona fermo a nove e al Liverpool fermo a otto stati.

Un ultimo capitolo relativo al difficile rapporto dei fan con la famiglia americana proprietaria del club è di recente data, infatti il 2 maggio 2021, giorno designato per la partita di Premier League tra Manchester e Liverpool, un gruppo di circa duecento tifosi è riuscito ad eludere la sorveglianza nei pressi della curva ed è entrato nel terreno di gioco con lo scopo di protestare nuovamente contro i Glazer. Motivo della protesta è da attribuire al progetto Superlega di cui la società faceva parte come membro fondatore della competizione, anche in questo caso la proprietà viene accusata di essere attenta solo al ritorno economico e al business dal momento che si iscriveva ad una lega che garantiva si molti più ricavi ed entrate, ma che allo stesso tempo andava contro la tradizione e la cultura di un paese intero. Le proteste in parte violente dei supporter muniti di fumogeni e bandiere non accennavano a placarsi dentro e fuori lo stadio e così la Premier League si vede costretta a rinviare la partita del 2 maggio ad un data successiva; si tratta di una contestazione che comunque sarà ricordata a lungo poiché non è così

frequente nel mondo del pallone che i tifosi riescano a bloccare un evento sportivo nazionale che aveva anche una certa rilevanza per il campionato.

Dopo gli ultimi scossoni relativi al caso Superlega e in seguito ad un legame mai sbocciato con il proprio tifo sembra che i fratelli Joel e Avram Glazer, a cui spetta oggi la gestione della società, siano intenzionati a tenere in seria considerazione le proposte per la vendita del club. Si tratta infatti di un periodo difficile in generale per il settore del Football che ancora deve risollevarsi dalle conseguenze disastrose della pandemia, non si sa bene quando si potrà tornare alla normalità e questa incertezza generale fa sì che molti proprietari dei club vogliano tutelarsi vendendo le proprie quote ed evitare l'insolvenza. La stampa inglese parla di una richiesta per cedere il club di almeno 4,6 miliardi, una cifra assolutamente troppo alta e fuori mercato che difficilmente potrà essere accontentata.

1.3.3. La governance dei club spagnoli: la pratica diffusa dell'azionariato popolare

Se nel settore-calcio di Inghilterra ed Italia, come si è visto, è più frequente che la proprietà e la gestione della squadra venga lasciata in mano ad un soggetto privato, nel modello tedesco e in particolare quello spagnolo è molto più diffuso, per le grandi società, il caso dell'azionariato popolare anche se non mancano i club sotto il controllo di gruppi privati. Ma a cosa si fa riferimento quando si osserva il modello aperto di gestione e l'azionariato popolare nel calcio, e perché è così spesso chiacchierato negli ultimi anni? Si tratta di un modello di gestione della società che si fonda sulla diffusione della proprietà ad alcune categorie di stakeholders, in questo caso dei tifosi, che possono comprare delle partecipazioni azionarie e così avere una rappresentanza nella società calcistica e poter influenzare in parte le scelte di gestione e direzione. In questo modo i tifosi entrano a far parte della direzione aziendale, poiché diventando i soci del club hanno la possibilità di godere di alcuni importanti diritti, primo tra tutti quello di poter partecipare e votare alle elezioni degli organi alle assemblee e di avere tante altre agevolazioni.[17]

In Germania c'è una legge che facilita questo modello, la famosa regola del 50+1 che impedisce agli investitori di mantenere più del 50% del controllo per uno

[17] Morrone, V., "Come funzionano le proprietà dei club in Spagna", in *ultimouomo.com* (2019)
"Come funziona la governance dei club spagnoli", in *Calcio e Finanza* (2020)

stesso azionista, ma è la Spagna il caso più interessante da analizzare dal momento che sono gestite con questa struttura le squadre più importanti del paese come Real Madrid e Barcellona, che sono anche quelle più seguite e con più valore al mondo.

Sin dalle origini del calcio spagnolo, i club erano obbligatoriamente delle società sportive senza scopo di lucro dove il fine era principalmente legato a un interesse o una utilità sociale e non si perseguiva l'idea di generare entrate commerciali o utili, anche perché nel termine stesso di associazione si fa riferimento ad una gestione "no profit" dove non è possibile quindi arricchirsi. La situazione con il passare degli anni diventa però sempre più critica per le società spagnole e infatti molte squadre iniziano a registrare dei debiti importanti e diverse realtà rischiano di fallire creando una situazione critica e di insolvenza per tutto il settore calcistico. Per cercare di risolvere i problemi finanziari delle società e ripianare i debiti viene promossa una riforma del calcio spagnolo incentrata sulla cosiddetta Ley del Deporte, che viene pensata già dall'Ottobre del 1990 ma entra in vigore nel 1992. La legge prevedeva che tutti i club che partecipassero a competizioni ufficiali professionistiche si trasformassero in S.A.D., ovvero *Sociedad autonoma deportiva*, una sorta di società per azioni dove nell'oggetto sociale dell'impresa, che indica l'attività economica svolta, veniva indicato il limite di essere una società sportiva il che le sottoponeva a controlli più rigidi da parte di consigli sportivi nazionali e federazioni. Venivano, tramite la nuova legge, imposte anche

altre regolamentazioni come il fatto che un socio che voglia avere più del 25% del controllo azionario debba prima avere ottenuto il via libera del Consejo Nacional de Deportes e che uno stesso azionista non potesse mantenere più del 5% di controllo in due squadre contemporaneamente. L'obiettivo della riforma era dunque quello di privatizzare le società per poter porre fine alla situazione di insolvenza che si era verificata e risanare in parte il calcio spagnolo. La riforma che viene validata nel 1992 aveva un'eccezione per i club che si erano distinti per essere particolarmente virtuosi nel recente passato: tutte le squadre che nelle cinque stagioni precedenti avessero concluso con un bilancio non in rosso, e quindi un saldo patrimoniale positivo, potevano mantenere il loro status di associazione sportiva senza scopo di lucro ed eludere l'obbligo del passaggio a Sociedad autonoma deportiva. I club che rientravano nei parametri stabiliti dalla norma erano solo quattro: Barcellona, Real Madrid, Osasuna e Athletic Bilbao.

Questa clausola ha permesso alle società di poter godere di alcuni vantaggi importanti come la maggior sicurezza per i tifosi-soci di mantenere un controllo e una partecipazione in società pagando una quota annuale di iscrizione, e il beneficio non trascurabile di riduzione fiscale: avevano infatti un'aliquota fiscale sul reddito commerciale al 25% piuttosto che al 30% per la loro natura associativa. Gli sgravi fiscali che sono stati garantiti ai club sono ancora oggi motivo di discussione e sono tornati più che mai nel dibattito attuale quando nel maggio del 2021 la commissione europea ha stabilito che si trattava di aiuti fiscali

non giustificati per le quattro squadre che ora si vedono costrette a restituire una quota fino ai 5 milioni di euro per club perché, pur essendo delle associazioni senza scopo di lucro riconosciuto, svolgono comunque delle attività professionistiche in concorrenza con gli altri grandi club in Europa.

La struttura aperta di gestione dei club in Europa, ad eccezione dei casi in Spagna e Germania dove vi è una lunga tradizione che viene ben regolamentata, è stata ultimamente un'opzione valida per tutte quelle realtà che rischiavano il fallimento, infatti rappresenta una modalità piuttosto rapida e poco dispendiosa di capitale per cercare di mantenere la continuità economica e sportiva della società. Anche in Italia molti club hanno pensato di risollevarsi tramite un'apertura ai tifosi e il primo caso nel calcio professionistico si è verificato alla società Ancona nel 2015 quando il presidente ha ceduto l'88% delle quote al trust "sosteniamolancona" lasciando così le redini di gestione ai propri supporters, anche se ha garantito l'iscrizione al campionato e ulteriori sostegni economici come le sponsorizzazioni per i primi tre anni dalla conclusione dell'accordo. Il progetto coraggioso della società marchigiana non ha però portato i risultati che ci si sarebbero auspicati, dal momento che due anni più tardi la squadra fallisce definitivamente con un bilancio troppo negativo da sostenere; così dopo 112 anni di vita e con un glorioso passato anche in Serie A il club si vede costretto ad abbandonare le divisioni nazionali.

Se si esamina l'azionariato diffuso è importante fare una distinzione e vedere le differenze rispetto al caso in cui una società calcistica sia invece quotata in borsa, poiché si tratta di due tipologie differenti di reperire il capitale in azienda. Una inziale differenza è data proprio dal fatto che nella proprietà diffusa il club è nelle mani dei tifosi e questo permette sia di avere maggiore stabilità socio-politica interna e di avere una più vasta partecipazione alla vita della società ma anche una distribuzione molto più omogenea del reddito di impresa. Ulteriori differenze si possono trovare dal punto di vista dei requisiti che una società deve avere e quindi dall'iter formale da eseguire nel caso in cui ci si voglia quotare in borsa; le regole e i controlli da parte delle autorità competenti come la FIGC e la Consob, che ha proprio il compito di vigilare sulle società quotate in borsa e sui fondi mobiliari, sono piuttosto rigide e frequenti per le società che intendono seguire la strada della quotazione. La quotazione garantisce anche delle tutele maggiori all'investitore poiché egli è in grado di monitorare il titolo azionario in suo possesso e può tutelarsi tramite il mercato in qualsiasi momento, il fatto che il valore del titolo sia pubblico è un elemento che garantisce, in primo luogo, trasparenza e consapevolezza all'azionista che è in grado di capire e analizzare tutte le correlazioni che ci sono tra il valore della capitalizzazione di borsa e gli eventi sportivi e di gestione che ruotano attorno alla società. Il valore delle azioni è sempre valido e monitorabile a meno che non si verifichi il fallimento, è possibile quindi che l'azionista possa aumentare il numero delle proprie azioni

così come diminuirlo; andando a comprarne di nuove o rivendendo quelle in suo possesso. Il titolo azionario infatti, può crescere ma anche diminuire di valore sia in seguito ai risultati in campo della società, positivi o negativi che siano, ma anche in base a scelte aziendali più generali come l'ufficializzazione di un nuovo allenatore, e in questo caso, il possessore è in grado di monitorare queste fluttuazioni di valore che si verificano e fare le sue adeguate valutazioni.

Nel caso dell'azionariato popolare il soggetto che paga annualmente la sua quota di iscrizione all'associazione non diventa proprietario di una parte "economica" del club come nel caso in cui acquista le azioni, ma diviene socio dell'associazione e questo gli permette sì di godere di tantissimi servizi legati alla polisportiva ma allo stesso tempo perde la sua qualifica e suoi privilegi dopo un anno dal pagamento poiché deve obbligatoriamente rinnovare il suo tesseramento.

Per ciò che riguarda il grado di coinvolgimento, nell'azionariato diffuso il soggetto non può variare la sua quota di partecipazione secondo il suo volere dal momento che la quota è uguale per tutti e quindi non è possibile incrementare il valore o diminuirlo andando ad effettuare operazioni nel mercato.

1.3.3.1. Il Barcellona FC e la filosofia “Mes que un Club”

Il Barcellona FC rappresenta l’esempio più riuscito di azionariato popolare nel mondo del pallone e questo lo dimostrano i risultati sportivi eccellenti che ha ottenuto negli ultimi anni, le sue peculiarità uniche come il legame stretto con il territorio e una precisa cultura della vita e dello sport, non solo attenzione al calcio come si vedrà, fanno sì che risulta fondamentale analizzare questa realtà come esempio virtuoso di organizzazione e gestione di una società sportiva.[18]

La polisportiva ha dei numeri importanti e i ricavi non sono dovuti solo all’attività calcistica, l’associazione infatti si focalizza su diverse altre discipline sia in ambito professionistico che nell’ambito dilettantistico: Basket, Hockey su pattini, Calcio a 5 e Pallamano sono alcune delle attività sui cui c’è particolare attenzione oltre alla squadra professionistica di calcio che milita nella Liga spagnola. Naturalmente l’attività che funge da perno trainante dei ricavi per la polisportiva è rappresentata dal Football, da alcuni dati del 2020 è emerso che circa 670 milioni di entrate sulle 900 totali siano dati dalla pubblicità, il marketing e gli abbonamenti che ruotano attorno alla prima squadra calcistica: si tratta di circa il 75% del totale. Anche le altre discipline però hanno un peso rilevante perché

[18] Hamil, S., Walters, G., Watson, L., “The model of governance at FC Barcelona: balancing member democracy, commercial strategy, corporate social responsability and sporting performance”, in S*occer and Society*, pp. 475-478 486-494 (2010)

contribuiscono a diffondere il marchio "Barcellona" anche in contesti che sono differenti e incrementano la popolarità andando a diversificare le attività sui cui investire e ottenere ricavi dalle sponsorizzazioni. La squadra di Basket dell'associazione è anch'essa una realtà molto affermata e ricca di storia nel contesto europeo, si tratta infatti sia della società più antica della massima divisione spagnola e sia della squadra più vincente nel panorama nazionale dopo il Real Madrid. Molti dei giocatori che rappresentano la nazionale spagnola di Basket, campione del mondo in carica, militano proprio nella compagine catalana ed alcuni dei più grandi giocatori della NBA americana, la più importante competizione e con il livello più alto al mondo, scelgono proprio la squadra di Barcellona per terminare la loro gloriosa carriera sportiva. L'ultimo esempio è quello di Pau Gasol, forse il più grande giocatore spagnolo di sempre, che dopo venti anni di carriera negli Stati uniti è tornato a giocare nella sua città di origine a Marzo del 2021.

La Fc Barcelona Basquet ha generato nel 2020 circa 10 milioni di ricavi sul totale, mentre le altre discipline come il calcio a 5 o l'Hockey seppur vengono praticate a livello professionistico hanno sicuramente un impatto minore che è rispettivamente dello 0,7% e dello 0,3%.

L'azionariato popolare della società *blaugrana* è stato per diversi anni il caso con il numero maggiore di soci e, anche se ora ha perso questo primato rimane uno dei

più conosciuti al mondo, a giugno del 2017 i soci erano circa 143.855 con 60.000 di questi che erano residenti nella città di Barcellona.

Come si è già anticipato i soci godono di alcuni diritti rilevanti, tra cui quello di votare il presidente e infatti vale il principio secondo cui il voto di un socio vale quanto quello di tutti gli altri, questo dimostra come la struttura del club rispecchi in pieno i criteri di democraticità che sono da sempre un vanto per la società. Il presidente viene eletto tramite suffragio universale, e il suo mandato che non può essere prolungato per più di due volte ha durata di quattro anni. Le elezioni rappresentano uno snodo importante per la vita manageriale del gruppo ed infatti spesso se ne sente parlare anche nei telegiornali sportivi proprio perché la nomina di un socio piuttosto che di un altro, può determinare una strategia molto differente dal punto dell'organizzazione e della finalità futura. Nel Marzo del 2021 ci sono state le ultime elezioni che hanno avuto una certa rilevanza mediatica: il club infatti si trovava in una situazione abbastanza caotica dopo che l'ex presidente Josep Bartomeu era stato arrestato per vicende legate al riciclaggio e appropriazione indebita gettando così la società sotto la lente della polizia locale che più volte ha dovuto esaminare le fatture del club. Josep Maria Bartomeu aveva infatti pagato una società esterna per gettare fango su alcune figure chiave del club come l'attaccante Lionel Messi, simbolo indiscusso della squadra, con il fine di tutelare ad ogni costo il suo operato e la sua reputazione. In seguito a questa situazione surreale il club aveva quindi l'obbligo di ripartire da una figura

che potesse garantire stabilità e una certa sicurezza che mancavano ormai da tempo e che potesse portare un rinnovamento importante nella società. Un altro dei motivi che hanno reso le votazioni un fenomeno tanto discusso è legato alla campagna promozionale che i tre candidati hanno legato attorno alla figura dell'attaccante argentino Messi, infatti dal momento che era in scadenza di contratto sembrava di fatto che fosse molto vicino a lasciare la squadra blaugrana e, le dichiarazioni dei candidati che si schieravano a suo favore o meno, hanno condizionato tantissimo i voti dei tifosi perché l'argentino in catalogna è considerato come l'essenza pura del club che lo rappresenta in campo sin da quando era solo un ragazzino. Alla fine a spuntarla è stato Joan Laporta che viene nuovamente eletto presidente del club il 7 Marzo 2021, dopo che aveva già ricoperto la carica dal 2003 al 2010, con il 54,28% del totale dei voti.

La peculiarità principale della polisportiva che è da sottolineare è data dal rapporto che la stessa ha con il suo territorio e in particolar modo con la Catalogna, la comunità autonoma situata a nord della penisola iberica dove naturalmente ha sede Barcellona che ne è anche il capoluogo. Da sempre, sin dal giorno della nascita, la squadra di calcio, è diventato uno strumento per dare voce alla gente e rappresentare sul campo di gioco i valori e gli ideali degli abitanti dal momento che il club rappresenta sicuramente l'esempio e l'istituzione catalana più riconosciuta nel mondo. La struttura organizzativa del club che, come si è visto, permette ai tifosi di partecipare attivamente alla gestione tramite il diritto di

voto per le decisioni del consiglio, o anche il diritto a ricevere una risposta nel caso in cui il socio abbia espresso delle proprie perplessità sulla gestione, dimostra come la società concretamente si sia impegnata nel voler dare rappresentanza e maggior partecipazione ai propri supporters.

L'identificazione tra la società, il luogo e la gente è assoluta; anche se ultimamente la strategia di comunicazione della squadra è leggermente diventata più ambigua da quando la Catalogna sta combattendo per ottenere una piena autonomia dalla nazione; questo infatti non permetterebbe più al club di partecipare alla competizione nazionale e di perdere così gran parte del suo fatturato e dei ricavi con tutti i relativi problemi di partecipazione alle coppe europee annessi.

Ad oggi tra gli obiettivi prevalentemente perseguiti dal club c'è quello di portare degli aiuti e dei benefici per gli stakeholders locali, come il governo e le altre comunità e organizzazioni che si sono instaurate nel posto, ma anche quello di seguire e di promuovere al mondo particolari valori giusti ed etici da imitare. Storica è infatti la collaborazione che è nata nel 2006 tra la squadra e l'Unicef che diventa main sponsor del club e compare per la prima volta nelle magliette da gioco, fino a quell'anno la società aveva rifiutato più volte degli accordi con altre aziende e gruppi privati. La volontà è ancora oggi quella di trasmettere dei messaggi sfruttando la grande risonanza mediatica che il club riesce a garantire in tutti i paesi: dei valori come la difesa dei diritti umani e la solidarietà ai paesi più

arretrati e bisognosi, che vengono promossi grazie anche alla beneficenza ottenuta da spot pubblicitari dove i testimonial sono proprio i giocatori blaugrana. Il Barca è quindi portavoce di una realtà con proprie ideologie, propria lingua e propria identità: la Catalogna.

La famosa Cantera del Barcellona che è chiamata *Masia*, ovvero il vivaio giovanile dove vengono fatti crescere tutti i talenti più giovani prima che possano maturare ed esordire con la prima squadra, mostra anch'essa il rapporto stretto con la comunità dal momento che tantissimi dei talenti che frequentano la scuola sono proprio di origine catalana. Si tratta di una delle scuole di formazione più importanti nell'ambito calcistico famosa per improntare una vera filosofia ai calciatori, e il Barcellona, è l'unica squadra che può vantare anche dei tabellini dove gli undici giocatori titolari sono tutti dei prodotti della cantera di casa, come ad esempio è accaduto nel Novembre del 2012.

Per tutti questi motivi che si sono trattati, se si valuta il Barcellona FC non si fa riferimento solo ad una semplice squadra di calcio, si tratta di un qualcosa di diverso, di un qualcosa in più che si fonde in primo luogo con altre discipline e sport, e poi si identifica in un connubio con il territorio e le persone della comunità catalana. Il noto motto della società "Mes que un Club" sintetizza l'ideale di fondo: è tanto più che un normale team, è uno spirito in cui sono fortemente radicati tutti i catalani, sono quei due colori che amano più di qualsiasi altra cosa.

Capitolo 2

IL CONFRONTO DEI BILANCI TRA LE PRINCIPALI REALTÀ DI ITALIA, SPAGNA E INGHILTERRA

2.1. La composizione del bilancio di esercizio delle società calcistiche: le poste tipiche[19]

Il bilancio di esercizio è uno strumento fondamentale per tutte le aziende poiché è l'unico documento che permette di ricavare le informazioni che riguardano lo stato economico e finanziario attuale della società oggetto di analisi e permettono quindi a tutti gli stakeholders interni ed esterni di fare delle valutazioni sulla condizione attuale e sul futuro aziendale. Ma quali sono le imprese che hanno l'obbligo di redigere e pubblicare il bilancio, e da cosa è composto tale documento?

---

[19] Si rimanda alle fonti consultate:

Shraishth, J., "Are top level football players employees or economic assets for their clubs?", in *Sportskeeda* (2016)

Piacquadio, A., "Revenues, television rights and competitiveness in European and Italian Football: a lack of competitive balance?", in *Researchgate*, pp. 3-11 (2017)

"Il licensing nel calcio: dallo sfruttamento del brand alla ricerca di nuovi mercati", in *Calcio e Finanza* (2015)

Ingle, S., "Average annual salary of Premier League players tops £3m for first time", in *Business theguardian.com* (2019)

Marcarini, E., "Che cos'è una plusvalenza nel mondo del calcio?", in *gianlucadimarzio.com* (2019)

Secondo la legge, sono obbligate a redigere il bilancio di esercizio tutte le imprese e le società, mentre sono esenti da tale obbligo i liberi professionisti. Alcune imprese di piccole dimensioni hanno la possibilità di ricorrere al bilancio abbreviato che presenta degli schemi semplificati, naturalmente in questo caso le società devono sottostare a particolari requisiti che sono identificati dalla legge e sono particolarmente stringenti. Come si è già sottolineato, lo scopo di tale strumento contabile è quello di poter monitorare costantemente di anno in anno la situazione contabile, il capitale corrente e il risultato di gestione annuale e queste informazioni sono molto rilevanti non solo per i soggetti esterni all'azienda, che possono così farsi un idea su come l'azienda si sta muovendo e qual è il suo grado di salute, ma risulta ancora più cruciale per i soggetti interni all'impresa come gli azionisti e gli investitori che sono interessati ad un ritorno economico o anche ai manager e amministratori, che in base alle informazioni del bilancio, possono pianificare prospettive e strategie future. Il documento in totale è formato da tre schemi principali, dove ognuno si caratterizza per una sua specifica composizione e un fine ben stabilito. Si tratta dello stato patrimoniale, del conto economico e della nota integrativa. Partendo dallo stato patrimoniale, si fa riferimento a quel documento che indica, in un certo lasso temporale che corrisponde di solito alla fine dell'esercizio, il patrimonio della società come se fosse stato fotografato in quel preciso momento. La struttura del documento è divisa in due sezioni differenti che sono le Attività e le Passività aziendali, nella prima si trovano tutti

gli investimenti che l'impresa ha effettuato per svolgere la sua attività durante l'esercizio, mentre nella seconda si trovano tutte le fonti di finanziamento, ovvero dove è stato ricavato tale capitale. Per ciò che riguarda l'analisi dei ricavi e dei costi aziendali, si fa riferimento al conto economico che è uno schema che permette proprio di sottrare i costi sostenuti dal totale dei ricavi e trovare così il risultato economico di gestione per il periodo di competenza.

La nota integrativa viene invece definita come uno strumento complementare dei primi due schemi trattati, infatti presenta delle informazioni che hanno sia una funzione esplicativa, ovvero chiariscono i dati che sono stati precedentemente forniti, che una funzione integrativa, la quale permette di aggiungere dati qualitativi ulteriori che non potevano essere mostrati in altre sezioni.

Naturalmente se si prevede di analizzare e fare delle valutazioni su un'impresa, il bilancio rappresenta senza alcun dubbio la base su cui partire ma non può nemmeno essere considerato come uno strumento perfetto dal momento che evidenzia alcuni limiti chiari che, chi ha intenzione di utilizzarlo, deve assolutamente considerare. In primo luogo, il primo limite è di carattere temporale poiché il bilancio viene sempre pubblicato qualche mese dopo la sua chiusura e questo fa sì che chi lo andrà successivamente a consultare si troverà di fronte dei dati che sono obbligatoriamente già in parte vecchi e che potrebbero quindi essere in parte anche superati. L'altra problematica si concretizza nel fatto che il bilancio risulta difficile da analizzare per una generica persona e così come lo si trova non

permette di ottenere tutte quelle informazioni di cui normalmente si ha bisogno, spesso infatti è opportuno fare una riclassificazione degli schemi per ottenere tutta la sua utilità informativa. Seppure gli amministratori quando redigono la documentazione hanno l'obbligo di seguire determinati requisiti di chiarezza e trasparenza, alcune poste specifiche sono caratterizzate da un grado di certezza non sempre così elevata e questo fa sì che devono essere valutate soggettivamente da chi redige il documento stesso. Queste valutazioni rendono così il bilancio non solo un documento con valori esclusivamente di carattere oggettivo, bensì si trovano poste che sono frutto di valutazioni di carattere personale.

Le società calcistiche, che principalmente sono delle società per azioni, hanno anch'esse l'obbligo di redigere e di pubblicare il loro bilancio relativo alla stagione di riferimento che permette quindi di valutare la loro salute finanziaria, la quale la maggior parte delle volte è strettamente legata ai risultati sportivi che ottengono nel rettangolo di gioco e alle scelte societarie che sono intraprese dai loro dirigenti e amministratori.

Dal momento che si tratta di società sportive e che quindi hanno un oggetto sociale diverso da gran parte di tutte le altre, si trovano delle voci nei rispettivi schemi di bilancio che sono tipiche dell'attività calcistica e che quindi è bene andare ad analizzare nel dettaglio e scoprire di quali caratteristiche particolari godono.

La prima voce, la più importante, che si andrà ad analizzare è quella relativa al diritto della squadra di disporre dei calciatori che ha sotto contratto, i giocatori rappresentano infatti uno dei valori da inserire obbligatoriamente in bilancio dal momento che sono il motore sui cui poggia e può fare affidamento il club e, senza una buona pianificazione dei loro costi e della loro compravendita, non si potrà mai ottenere dei buoni risultati in ambito economico e finanziario[20]. Per ciò che concerne lo stato patrimoniale li possiamo trovare nella voce *Diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori* che si trova nella sezione dell'attivo nella lettera B), in particolare quella delle immobilizzazioni immateriali. Il giocatore rappresenta infatti un valore su cui l'azienda ha investito e che naturalmente ha generato anche un costo per la stessa, in quanto tale è un patrimonio che viene utilizzato e porta valore per gli anni stabiliti dal contratto che è stato firmato. Rientra nella categoria delle immobilizzazioni immateriali che si differenzia da quella delle immobilizzazioni materiali, dove troviamo ad esempio gli impianti sportivi e i centri di allenamento delle società, ed è caratterizzata proprio dal fatto che si tratta di un valore *intangibles*, ovvero dove manca il requisito della tangibilità del bene. In questo caso, il parco giocatori rispecchia anche gli altri requisiti per essere considerato un bene immateriale come il fatto che l'azienda ha sostenuto dei costi effettivi per il loro tesseramento e il fatto che hanno un valore che è di utilità

[20] Pino, M., "Esposizione in bilancio del parco calciatori: differenza tra club italiani e esteri", in *Calcio e Finanza* (2018)

pluriennale. Si tratta di un valore da considerare come capitale umano dell'azienda, che è uno dei fattori che risultano più importanti per il successo e il vantaggio competitivo rispetto alle altre competitors ed è formato dall'insieme delle conoscenze, abilità e caratteristiche individuali dei dipendenti e comporta un accrescimento del benessere aziendale che può essere molto rilevante. La grande peculiarità di tale capitale è data dal fatto che è difficilmente emulabile e questo fa sì che si crea una spietata concorrenza per assicurarsi quei dipendenti, in questo caso dei calciatori, che possono mettere a disposizione del know-how in grado di far fare un grande salto di qualità alla società. Ora che si è delineata l'importanza che assume in termini di valore il calciatore, bisogna andare a vedere come viene contabilizzato nel bilancio di esercizio poiché si tratta di un'operazione piuttosto complessa anche perché si lega a quella dell'ammortamento che consiste nel dividere e ripartire il costo del cartellino, dall'anno dell'acquisizione, sugli anni stabiliti dalla durata del contratto tra la società e il calciatore. Per ciò che riguarda l'iscrizione in bilancio nelle immobilizzazioni immateriali, l'ammontare da registrare è quello che viene indicato nel contratto stabilito e firmato dalle due società coinvolte nella transazione ed è considerativo anche degli eventuali oneri accessori che sono imputabili direttamente all'operazione. Tra gli oneri sono sempre più comuni quelli che vengono pagati dalla società acquirente agli agenti dei calciatori che richiedono una somma sempre più ingente per spostare il loro beniamino da una squadra ad un'altra. L'intermediazione degli agenti FIFA, che

agiscono nell'ombra per trovare sempre migliori condizioni contrattuali per i giocatori da cui vengono pagati, esiste da sempre nel mondo del pallone, ma ultimamente si sente sempre più spesso parlare del loro operato e molte operazioni sono anche saltate quando non venivano accontentate le commissioni esagerate o le clausole che venivano da loro richieste.[21] Il primo trasferimento che in un certo senso vede per la prima volta un procuratore incassare una cifra molto considerevole è quello di Paul Pogba quando passò dalla Juventus al Manchester United nell'estate del 2016, il suo agente italo-olandese Mino Raiola, infatti incassò una maxi-cifra di 25 milioni di euro per la conclusione positiva della trattativa. Da quel momento in poi il mercato degli agenti è cambiato notevolmente rispetto al passato e tanti altri professionisti del settore hanno cercato di seguire le orme del procuratore di Pogba provando ad arricchirsi chiedendo maggiori commissioni alle società che si interessavano ai calciatori da loro seguiti.

Un ulteriore voce che è da analizzare per quanto riguarda il bilancio di una società sportiva la si trova nel conto economico dal momento che alcuni ricavi e proventi sono tipici del settore calcistico. Tra i ricavi, come si è già più volte anticipato, la seconda fetta più considerevole è quella costituita dai guadagni per i diritti televisivi; le squadre e le leghe sono consapevoli che in loro c'è un potenziale di

[21] "Football agents: Salary, what they do and hot to become a player intermediary", in *goal.com* (2019)

seguito molto elevato e in crescita e questo fa sì che di anno in anno i soldi che vengono richiesti alle emittenti di trasmissione per il broadcasting siano sempre maggiori, il tutto viene amplificato da una concorrenza sempre più accesa per assicurarsi le partite. Ci sono grandissime disparità sia tra i campionati del panorama europeo ma anche all'interno degli stessi e questo è dato principalmente dal fatto che le regole di ripartizione dei ricavi per squadra sono diverse per tutte le leghe del continente e seguono quindi delle loro peculiarità. L'Italia è ancora piuttosto indietro rispetto alle altre più richieste e seguite competizioni come la Premier League, il paragone è piuttosto impietoso e lo si evince anche da un veloce confronto che si può effettuare dai dati del 2019: la squadra inglese meno blasonata dell'Inghilterra, ovvero l'Huddersfield, retrocessa alla fine del campionato, ha incassato circa 110 milioni di euro contro gli 85 della Juventus vincitrice del campionato italiano; questo dimostra come l'ultimo club della Premier incassa di più di quello più importante della Serie A e questo è un confronto che deve fare riflettere su come ancora ci sia una disparità importante da colmare per il sistema calcio italiano.

Sempre tra le componenti più tipiche che costituiscono i ricavi e le entrate si distinguono, tra quelli di carattere commerciale, le sponsorizzazioni e alcune strategie in crescita come il merchandising e il licensing. I ricavi commerciali hanno avuto un'impennata importante nell'ultimo ventennio e ora occupano il primo posto tra i tre pilastri dei guadagni delle società calcistiche davanti agli

incassi per i diritti televisivi e quelli derivanti dallo stadio. Per quanto concerne uno studio effettuato da Deloitte sui principali top club europei infatti, la percentuale è così suddivisa: 43% la quota commerciale, 39% la quota broadcast e 18% la parte relativa agli incassi sulle partite. Le sponsorizzazioni sono in forte aumento perché le società oltre a orientarsi sui contratti di carattere globale, che sono quelli che permettono di incassare le cifre più alte dalle aziende più importanti come le multinazionali, sono sempre più attente alle opportunità rappresentate dai contratti regionali: si tratta di accordi con aziende più piccole che solitamente si distinguono per un target orientato solo alla regione o nazione di appartenenza. Oltre alle sponsorizzazioni bisogna fare particolare attenzione alle strategie di merchandising che si sono molto diversificate grazie soprattutto alle nuove tecnologie che permettono alle società di essere più visibili ai clienti e di raggiungere qualsiasi classe di età attraverso la presenza sui social network. Per merchandising si fa riferimento alla vendita di beni e prodotti che sono caratterizzati dal marchio o dal segno distintivo della squadra, e come si può immaginare è un'operazione che viene fortemente influenzata dalla forza che ha assunto il brand stesso della società.

Ultimamente però la forza commerciale delle società sportive si è orientata verso altre tipologie di accordi leggermente diversi, si è passati come detto a politiche di uso massiccio di social network, attività di profilazione degli utenti e licensing. L'attività di licensing è vista come una pratica particolare di merchandising,

infatti il club può autonomamente scegliere se gestire direttamente il proprio marchio e quindi la vendita dei beni e dei prodotti, ma può anche decidere di lasciare tale gestione a una azienda esterna, in questo caso si tratta di licensing. Se si utilizza questa opzione viene stipulato un contratto tra le due società dove la squadra sportiva lascia la possibilità di utilizzare il proprio marchio all'azienda licenziataria che dovrà però provvedere al pagamento periodico di royalties, ovvero delle percentuali sui ricavi che sono ottenuti dalla vendita di tali beni che presentano il suddetto marchio del club. Naturalmente per il club licenziante i vantaggi sono molteplici e non sono legati solo ai pagamenti ricevuti sin da subito, in primo luogo è un'operazione di marketing più accurata che permette di sviluppare il proprio marchio e di aumentare la notorietà in maniera importante in poco tempo. Si tratta di un'operazione dove spesse volte l'azienda esterna è già di per se un brand con un valore affermato e già questo costituisce un motivo di crescita, ma ciò che realmente è ricercato tramite questo contratto è la possibilità di penetrare nuovi mercati ed esporsi ad altri target di riferimento attualmente poco coperti. L'obiettivo è quello di coinvolgere più soggetti possibile e di avvicinare maggiormente la squadra al grande pubblico internazionale sfruttando anche tutte le leve che la tecnologia ha messo a disposizione.

L'ultimo grande pilastro sulle entrate aziendali da analizzare è quello relativo ai guadagni da stadio che rappresentano sempre un driver da non sottovalutare, in particolare si è vista l'importanza di questa leva durante l'ultima stagione dove la

pandemia Covid-19 ha chiuso di fatto gli stadi per l'intero anno e ha impedito alle società di poter godere degli incassi derivanti dagli abbonamenti. La situazione in Italia per ciò che concerne la profittabilità data dal botteghino non è delle migliori, infatti si tratta di un tema che è naturalmente collegato alla situazione degli stadi nel campionato italiano, al loro grado di modernità e di sviluppo rispetto alle altre realtà europee. Ad eccezione del caso Juventus, Udinese e Sassuolo che sono realtà che presentano strutture all'avanguardia e di proprietà del club, tutti gli altri impianti sono di proprietà pubblica e se si vuole fare un confronto con gli altri paesi in Europa solo la Ligue 1 francese è in una situazione più critica di quella italiana. Ciò che rende però la situazione ancora più difficile e spinosa è il grado di ammodernamento dell'impiantistica nel territorio nazionale, infatti, si trovano solo stadi che sono molto vecchi e che non presentano quei comfort e quella disponibilità di servizi che potrebbero aumentare in maniera considerevole le entrate per le società calcistiche che li dispongono. A conferma di ciò si evidenzia come nella stagione 2019-20 tra le squadre che partecipavano alla massima competizione italiana erano solo tre gli stadi da considerare moderni costruiti dagli anni 2000 in poi, mentre erano ben dieci quelli costruiti prima del 1940. Tutte queste considerazioni evidenziano come per la serie A sia difficile quindi proporre quella esperienza di tifo e sensazione di benessere personale che si possono trovare negli altri paesi con impianti nuovi e moderni, questo si traduce

quindi in una significativa distanza per quanto concerne le presenze medie degli spettatori e per gli incassi dei club.

Tra la voce dei ricavi per le società, o meglio nella sezione relativa alle entrate straordinarie, rientrano inoltre quelle che sono comunemente definite come "plusvalenze da cessione": sono delle operazioni che si sono di fatto moltiplicate nelle ultime stagioni perché permettono ai club di risanare in parte il loro bilancio e far respirare i conti, in particolare quando non si sta vivendo un periodo particolarmente virtuoso dal punto di vista economico e finanziario. Le plusvalenze naturalmente le si possono trovare anche nei bilanci di aziende che fanno tutta altra specie di servizio, ma in questo caso la peculiarità è data dal fatto che non si tratta di un guadagno effettuato dalla vendita di un immobile o di un titolo, bensì dalla cessione di un calciatore che come sì è detto rientra tra il capitale umano in azienda. Ma come funziona la plusvalenza da cessione per i club e perché è diventato uno strumento così indispensabile? Si tratta di un'entrata che si lega al concetto di valore residuo del giocatore per l'azienda e quindi all'operazione già accennata dell'ammortamento. Per plusvalenza si fa riferimento ad un guadagno dovuto ad una vendita da parte della società cedente e quindi è fondamentale capire quanto il dipendente stia ancora pesando per il club che ne detiene il cartellino; per prima cosa si deve quindi calcolare l'ammortamento annuale del giocatore e sottrarlo dal valore di acquisto iniziale in base agli anni che sono in parte già trascorsi. Se quindi il giocatore è stato acquisito, ad esempio,

per una cifra di 30 milioni di euro con un contratto di 5 anni, la società andrà ad ammortizzare il suo costo per 6 milioni ogni anno e, nel caso in cui volesse in seguito rivenderlo dopo 2 anni ad un altro club, il suo peso in bilancio non sarà più quello iniziale di 30 milioni ma sarà solo di 18 poiché si devono sottrare due quote di ammortamento annuale imputabili a stagioni già trascorse. A questo punto, dopo che si è visto quanto ancora il calciatore pesa per la sua società, si può calcolare il valore finale della plusvalenza che si ottiene sottraendo dal costo finale di vendita tale valore residuo che si trova in bilancio. Solo se il giocatore è stato completamente ammortizzato dal club si avrà una plusvalenza da cessione piena che coincide con l'importo di cessione.

Il problema principale legato a questa operazione è che ultimamente molte società la utilizzano solo per ottenere delle entrate maggiori che le possano permettere di rientrare all'interno dei parametri del Fair Play Finanziario, che è stato introdotto dalla UEFA nel 2009, al fine di controllare le spese e i conti dei club europei e far sì che possano diventare delle realtà che siano pronte ad ambire all'auto sostenimento finanziario. Per eludere questi controlli e superare i parametri imposti, i club hanno creato questa bolla dei ricavi generati dalle plusvalenze, che formalmente permettono di aggirare i limiti del fair play finanziario ma che nella realtà dei fatti non portano a reali benefici poiché è un'operazione che poi va ad incidere anche sui costi andando a gonfiarli in maniera esagerata. Un'altra modalità con cui i club si accordano per cercare di ottenere maggiori introiti da

cessione e per gonfiare quindi le loro plusvalenze, è quello di effettuare degli scambi tra i cartellini dei giocatori dove viene alzato esageratamente il valore di iscrizione a bilancio di vendita rispetto al reale valore del calciatore che è ben inferiore rispetto a quello appena concordato. Queste operazioni prendono il nome di plusvalenze fittizie e di fatto possono portare un immediato vantaggio per il club che deve redigere il bilancio urgentemente perché va a ridurre la perdita di esercizio, ma il problema si pone poi nella stagione successiva perché il costo del cartellino più elevato andrà a pesare sugli ammortamenti futuri, si tratta quindi di procrastinare un problema che rischia di amplificarsi più avanti.

Sempre nel conto economico per quanto concerne però la sezione dei costi di una società calcistica tra le poste tipiche si trovano le minusvalenze, ovvero perdite derivanti dai trasferimenti, e hanno un peso molto rilevante anche gli stipendi del proprio parco giocatori. La minusvalenza, come si può immagine è l'operazione di segno opposta alla plusvalenza, in questo caso infatti si parla di una riduzione del valore del bene e quindi se viene effettuata una cessione per un importo inferiore rispetto a quello contabile si verifica una riduzione di redditività per l'impresa.

Il pilastro fondamentale su cui poggiano i costi delle squadre europee è però costituito dagli stipendi dei calciatori[22], si tratta di cifre sempre più importanti anche perché si è perso tanto del romanticismo che si trovava nel calcio degli anni

[22] Furgiuele, M., "Taxation impact on players transfers and salaries", in C*alcio e Finanza* (2017)

Novanta caratterizzato dai giocatori bandiera che militavano per tutta la carriera in una sola squadra, oggi tantissimi dei professionisti si spostano da un club ad un altro proprio spinti dalla volontà di arricchirsi con contratti migliori. Nei primi cinque campionati europei naturalmente i club hanno una capacità di spesa maggiore e possono godere delle prestazioni dei migliori calciatori al mondo che poi di fatto corrispondono anche a quelli più pagati in circolazione; uno studio effettuato dal giornale online Money – Economia, Finanza e Mercati, ha evidenziato che il peso degli stipendi in queste *top five* al 2019 è di circa il 60% del fatturato delle società, una percentuale davvero alta se si pensa che i club hanno la necessità di investire anche in altre importanti attività che sono indispensabili per la loro crescita.

Per ciò che concerne il campionato italiano, dal momento che i fatturati delle squadre sono più bassi se confrontati con quelle delle altre leghe, la percentuale del peso degli stipendi è aumentata fino al 67% e sembra che questi numeri siano destinati ad aumentare se si guardano gli ultimi acquisti che sono stati effettuati da squadre come Juventus e Inter. Ciò che si è verificato nell'estate del 2018 è stato un evento piuttosto rilevante per quanto riguarda la Serie A e i suoi relativi stipendi, infatti la Juventus acquistando Cristiano Ronaldo si è aggiudicata il suo stipendio di 31 milioni di euro netti all'anno: ad oggi uno dei più alti al mondo. Questa operazione ha naturalmente creato un effetto imitazione sugli altri calciatori che stanno continuamente spingendo per rinnovare il contratto a cifre

più elevate facendo leva sulla possibilità di cambiare squadra in caso in cui non venissero accontentati. In questo ambito il caso più chiaro e recente è quello del giovanissimo portiere della nazionale Gianluigi Donnarumma che ha lasciato il Milan per accasarsi sotto l'ombra della Tour Eiffel al Paris Saint Germain per un contratto di 12 milioni netti di euro all'anno, rifiutando di fatto la proposta dignitosa del Milan, proprietaria del cartellino fino a giugno 2021, che si fermava a 8 milioni.

Sempre per quanto concerne i salari da pagare ai propri calciatori, in quest'anno molto complicato per le casse delle squadre, tantissime sono state le società che hanno richiesto ai propri dipendenti di tagliarsi parte dello stipendio proprio per venire incontro alla situazione finanziaria critica in cui versano tutti i club calcistici nel mondo, dal momento che la pandemia ha gravato veramente su tutti. Ad esempio in Serie A, i presidenti dei venti club si sono riuniti per discutere di tali tematiche in assemblea ed è emersa la richiesta di tagliare di due mensilità gli importi per i calciatori e di spostare di qualche mese le scadenze che erano state inizialmente prefissate.

2.1.1. Il confronto dei valori nelle realtà di Juventus, Manchester United e Barcellona

Dopo aver visto quali sono le voci tipiche che si possono trovare nei bilanci delle società sportive, si può andare ad analizzare più nel dettaglio come si differenziano queste poste nelle squadre dei diversi campionati europei, e in particolare, provare ad effettuare un confronto per ciò che concerne tali valori nelle squadre già precedentemente analizzate dei tre paesi presi a riferimento: Juventus, Manchester United e Barcellona.

Partendo dai ricavi derivanti dai diritti tv, come si è già anticipato, si fa riferimento a una voce di guadagno che varia principalmente in base alle regole di ripartizione che non dipendono però solo dalle caratteristiche delle squadre iscritte alla competizione; sono infatti norme che variano da paese a paese e l'importo dipende anche dal valore che viene attribuito al campionato. Si può quindi dire che le differenze importanti che si possono trovare per quanto riguarda tali ricavi sono più imputabili a fattori come le prestazioni sportive e il pubblico, piuttosto che al blasone delle squadre stesse come molti potrebbero pensare. Per la Serie A italiana, le norme portano a una divisione che viene così regolamentata: il 50% del totale viene suddiviso in parti uguali a tutte le squadre della lega per garantire una certa equità, il 20% viene distribuito in base al peso dei tifosi, ovvero valutando il bacino di utenza e la popolazione del comune di residenza, mentre il restante 30%

sulla base delle prestazioni sportive della società nella stagione in corso e nell'ultimo quinquennio preso a riferimento.

Queste regole sono state di recente oggetto di valutazione per il governo che ha scelto di cambiare leggermente alcune percentuali con lo scopo di rendere più omogena possibile la suddivisione di tali introiti per i club. Con la prima legge di bilancio del governo Conte, dalla stagione 2021-2022 cambiano leggermente i parametri di ripartizione sotto questi aspetti: la percentuale di parte fissa per le società rimane invariata al 50% ma diminuiscono al 28% le quote relative alle prestazioni sportive e salgono al 22% le percentuali relative ai tifosi e al bacino di utenza, la novità principale riguarda proprio questa sezione poiché una piccola parte è data da una nuova regola mai utilizzata prima che tiene in considerazione il minutaggio dei calciatori che sono cresciuti nel vivaio della società calcistica.

Per quanto riguarda la lega inglese le regole di distribuzione sono in parte simili a quelle viste nel campionato italiano, infatti anche qui c'è una suddivisione del 50% del totale che di fatto è uguale per tutte le squadre della competizione, la restante quota è divisa per il 25% in base alle presenze televisive in diretta della squadra e l'ultimo 25% in base al merito sportivo e alla posizione di classifica alla fine del campionato.

Si può quindi notare come non vi siano grandi differenze per quanto concerne le regole che vengono utilizzate nei due paesi, anche perché le modifiche che sono state fatte alle norme italiane avevano proprio il fine di andare a emulare la lega

inglese che è riconosciuta come quella che riesce ad essere più equilibrata potendo sfruttare un meccanismo di ripartizione efficace e preciso. La differenza di ricchezza è dovuta al fatto che la lega inglese riesce a commercializzare a cifre molto più elevate la quota relativa agli introiti che provengono da tali diritti all'estero e che vengono poi suddivisi in parti uguali tra le società[23]. Questa parte considerevole dei diritti esteri, che infatti costituisce il 39% del totale, risulta cruciale e permette a tutti i club di godere di entrate maggiori che sono di vitale importanza in particolare modo per le piccole realtà. Si va così a ridurre quello che viene definito come indice *first to last* ovvero il rapporto che mostra quanto viene assegnato alla prima e quanto all'ultima squadra del campionato che dovrebbe essere composto da importi più simili possibile se si vuole garantire un certo equilibrio e competitività nella lega. Il fatto che la Premier League possa contare su numeri molto più alti per quanto concerne la vendita all'estero è dovuto principalmente alla sua imprevedibilità e al suo fascino che la rendono di gran lunga molto più ambita delle altre competizioni del continente.

Il modello spagnolo viene riconosciuto come quello che gestisce i diritti televisivi in modo più differente rispetto agli altri ed inoltre è sicuramente quello più impari dal momento che porta ad arricchirsi solo le più importanti squadre del paese a discapito di tutte le altre. La grande anomalia è data dal fatto che fino alla stagione

[23] Traisci, F., "La Premier League e l'oro dei diritti tv: perché i Wolves incassano più della Juventus?", in *gazzetta.it* (2020)

2015 i club spagnoli erano liberi di trattare privatamente i diritti televisivi con le emittenti e le televisioni, e questo ha generato delle disparità evidenti giustificate dal fatto che la forza contrattuale dei club era naturalmente molto differente. A conferma di ciò si può vedere come nella stagione 2014 i due club più importanti, che erano Barcellona e Real Madrid, avevano incassato 140 milioni a testa mentre la terza squadra era ferma a 48 milioni, quasi un terzo delle prime due di questa particolare classifica. Questa situazione ha spinto il governo spagnolo ad apportare degli immediati cambiamenti per quanto concerne la distribuzione dei ricavi, che si sono attuati grazie ad una legge del 2015 che ha introdotto un sistema di distribuzione collettivo molto più simile a quello che si è già visto con la Serie A e la Premier League, basato anch'esso su delle quote fisse, sui risultati sportivi e sulla capacità di attrarre tifosi. Tale riforma è stata fondamentale per il campionato spagnolo perché ha permesso alle grandi squadre di incassare all'incirca le stesse cifre precedenti ma ha permesso a tutte le restanti quasi di triplicare i loro incassi, il livello di democraticità e competitività maggiore ha infatti permesso al campionato di triplicare il valore di tali diritti in soli quattro anni e questo ha allargato la fetta totale da suddividere a tutti i club.

Ad oggi, dopo la riforma, la squadra che arriva al sedicesimo posto si intasca una cifra media di 40 milioni di euro mentre prima della riforma erano solo 13 milioni di incasso, tutto questo ha reso la competizione più competitiva e avvincente.

Per quanto riguarda i tre club analizzati, si possono effettuare dei confronti sulla base della stagione 2019, che è l'ultima in ordine cronologico che non è stata intaccata dagli effetti nefasti della pandemia, per capire su che cifre questi ricavi si attestano e vedere quali sono le distanze per i tre paesi presi in considerazione e conoscere la situazione dei loro top club. Come ci si poteva aspettare, il leader nel confronto effettuato è il Manchester United che sfrutta a pieno la grande domanda del suo campionato di riferimento e in particolar modo tutto il volume del capitale che proviene dall'estero: come si è avuto modo di accennare precedentemente sono circa 863 i milioni sul totale che provengono dalla cessione nei paesi esteri, una cifra davvero tanto importante. I ricavi per tali vendite per quanto riguarda la squadra di Manchester sono stati di 161,1 milioni di euro per la stagione 2019, meno soldi rispetto a quelli che hanno ricevuto altre squadre inglesi perché nella ripartizione ha una buona considerazione il posizionamento finale in classifica e il numero di volte che la squadra viene trasmessa in diretta. Al secondo posto di questa ristretta rassegna si posiziona il Barcellona FC con 154,8 milioni di entrate; la squadra catalana insieme al club della capitale sono gli unici due teams che riescono in qualche modo a tenere il passo delle grandi big inglesi.

La Juventus, nella stessa stagione di riferimento, ha fatto registrare la cifra di 100,2 milioni di euro di ricavi dalle tv che sono numeri sicuramente inferiori rispetto a quelli degli altri top campionati ma che, se li si vanno ad analizzare nel solo contesto italiano, rappresentano cifre piuttosto importanti per la società. La

Juventus è tra le squadre che guadagnano di più in relazione al totale da distribuire nel campionato, infatti il 9,4% del totale della Serie A è stato incassato dalla società bianconera che viene superata in questa analisi solo dalle rivali spagnole.

Un secondo step di analisi riguarda il confronto delle tre società per quanto concerne le entrate dovute alle sponsorizzazioni che i club hanno registrato nella stagione 2019. Una veloce comparazione per vedere le distanze che si sono verificate tra i club può essere effettuata andando a studiare il valore che hanno registrato le maglie delle principali squadre d'Europa, andando quindi a considerare quanto le società hanno incassato dallo sponsor tecnico e dallo sponsor di maglia alla fine della stagione. Lo sponsor di maglia, infatti, può essere considerato come la principale fonte di guadagno per quanto riguarda le sponsorizzazioni nel calcio, poiché le grandi imprese cercano il più possibile di farsi pubblicità e di essere mostrate a ripetizione nelle tv e non c'è uno spazio migliore se non quello che si trova al centro delle magliette da gioco dei più grandi giocatori di tutto il mondo. Per aggiudicarsi quello spazio le grandi imprese che vogliono pubblicizzarsi propongono continuamente dei contratti più ricchi e lunghi alle varie società, e tanto più la squadra ha blasone tanto più tale spazio avrà un valore pubblicitario e di marketing e il club potrà chiedere cifre più elevate per garantire la sponsorizzazione.

Per la stagione 2019 il Manchester United si posiziona anche qui davanti alle altre due squadre analizzate nel confronto, si registrano entrate per 161 milioni di euro

che sono così composte: 86,9 milioni che sono garantiti dallo sponsor tecnico Adidas e il restante 74,1 che è versato dalla società Chevrolet che si è garantita così la possibilità di mostrare il suo logo al centro della divisa da gioco di uno dei club con più seguito nel mondo.[24]

La squadra catalana segue a distanza ravvicinata il club inglese, ha fatto registrare un importo di 160 milioni di entrate dove 105 milioni provengono da Nike mentre i restanti 55 vengono versati dall'azienda giapponese di commercio elettronico Rakuten. Anche in questa analisi la Juventus si posiziona dietro alle due contendenti facendo registrare una cifra di incasso più bassa che è di 93 milioni di euro, 51 che sono stati versati dal colosso tedesco Adidas e 42 milioni da Jeep, l'azienda di casa Agnelli. A conclusione di questa rassegna si può notare come la differenza con gli altri campionati e club è ancora piuttosto radicata per Juventus, anche se l'arrivo di Cristiano Ronaldo ha garantito quella visibilità in più che ha spinto, sia lo sponsor tecnico che quello di maglia, a proporre dei contratti più ricchi alla società piemontese per gli anni a seguire, si tratta di una lenta rincorsa che sta pian piano provando a ridurre le distanze.

Per quanto riguarda il discorso delle "plusvalenze da cessione", tutte e tre le squadre sono molto attive sotto questo aspetto per cercare di ottenere delle entrate straordinarie che possano far respirare le società in un momento così delicato e

[24] Belardinelli, R., "I ricavi dei club dagli sponsor sulle maglie, il Real guida la classifica", in *nsssportsmag* (2021)

difficile dal punto di vista della sostenibilità aziendale e del debito da monitorare. È doveroso ricordare un'operazione che si è verificata nell'estate del 2020 proprio tra due dei club analizzati, ovvero Barcellona e Juventus, che riguarda lo scambio dei cartellini dei due centrocampisti di valore internazionale Arthur e Pjanic. Si è trattata di un'operazione piuttosto particolare perché ha generato delle plusvalenze importanti per entrambi i club coinvolti ed è sembrata proprio un trasferimento effettuato con lo scopo principale di effettuare un trucco economico che potesse far quadrare i bilanci dopo l'emergenza che si è verifica con la pandemia da Covid-19. Il trucco stava proprio nel gonfiare il valore dei cartellini, il che ha permesso di registrare delle vendite che sono più alte del valore reale che pesava a bilancio. Confrontando i valori effettivi di vendita dell'operazione del 2020 con quelli reali che si possono trovare sul portale tedesco Transfermarkt.de, che effettua statistiche sul mondo del pallone, la Juventus avrebbe alzato la cifra per un importo di 18 milioni mentre la società spagnola la avrebbe aumentata per 24 milioni. Si tratta di un episodio che è stato molto chiacchierato principalmente perché si tratta di cifre piuttosto elevate, ma operazioni di questo genere che vengono definite plusvalenze-fittizie ci sono da tempo nel calcio europeo e vengono effettuate anche con una certa regolarità dalle squadre che hanno esigenze impellenti di bilancio.

Se si vuole avere un quadro più chiaro per paragonare al meglio i bilanci dei tre club considerati, bisogna scorgere anche la sezione dei costi aziendali e in particolare di quelli più tipici che sono dati dagli stipendi per i propri calciatori.
Da un'analisi che si riferisce alla stagione appena conclusa e che tiene in considerazione solo gli ingaggi netti che sono costrette a pagare le sole squadre europee, è emerso che al primo posto di tale graduatoria si trova la società di Barcellona che presenta un monte ingaggi da 320 milioni di euro che viene appesantito dai 50 milioni che la società garantisce alla stella Lionel Messi, cifra sicuramente alta ma che è giustificata dal fatto che si parla del miglior giocatore al mondo. Anche le altre due società si trovano in posizioni piuttosto alte con cifre anche spropositate, a sorpresa al quarto posto si trova la Juventus che ogni stagione ha una spesa minima di ingaggio di 236 milioni di euro netti, anche in questo caso lo stipendio di 31 milioni di Ronaldo contribuisce non poco ad alzare questi numeri. Il Manchester United si trova al quinto posto subito dietro la società italiana, la sua spesa per gli stipendi si attesta a 235 milioni di euro e l'esborso più alto è quello rivolto al portiere spagnolo David De Gea che viene pagato 22 milioni di euro a stagione. Seppur Manchester United e Barcellona abbiano dei ricavi abbastanza maggiori di Juventus per quanto riguarda i diritti audiovisivi e le sponsorizzazioni, la società piemontese ha dei costi molto elevati per gestire il proprio parco giocatori che addirittura superano di poco quelli della società inglese.

2.2. La valutazione degli indici di bilancio reddituali, patrimoniali e finanziari[25]

Da come si è già avuto modo di capire, la valutazione del bilancio di esercizio è un'operazione informativa fondamentale per qualsiasi soggetto sia interessato a conoscere lo stato di salute generico e il modus operandi dell'azienda, in particolare è importante capire quanto la società sia affidabile nei rapporti che ha instaurato con i propri stakeholders.

Per una società calcistica l'analisi che si è appena conclusa, dove si è analizzata la composizione dei ricavi generati e dei costi sostenuti durante la stagione, rappresenta già di per se una valutazione significativa e valida che permette di avere una prima impronta di visione dell'impresa; ma è possibile andare ancora più in profondità e provare ad effettuare una valutazione che sia più improntata

[25] Si rimanda alle fonti consultate:

Juventus Football Club, "Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2020", in *Bilanci e relazioni juventus.com* (2020)

Manchester United Football Club, "Manchester United Plc 2020 Annual Report on Form 20F", in *Annual reports manutd.com* (2020)

Futbol Club Barcelona, "Annual report 2019-20 English", in *Annual reports fcbarcelona.com* (2020)

Boyukaslan, A., Ecer, F., "Measuring performances of Football Clubs using financial ratios: the gray relational analysis approach", in *American Journal of Economics*, pp. 64 (2014)

Paolucci, G., "Analisi di bilancio: logica, finalità e modalità applicative", *FrancoAngeli*, pp. 121-189 (2016)

all'analisi reddituale e patrimoniale che è molto utile per quei soggetti che vogliono avere una visione più completa e definita per quanto concerne quella società.

L'analisi di bilancio, in concreto, può essere effettuata tramite diverse tecniche differenti e una delle più utilizzate è senza dubbio quella che viene definita come "analisi per indici", ovvero quella tecnica che permette di evidenziare in maniera chiara i punti di forza e di vulnerabilità dell'azienda utilizzando come strumento di studio degli indicatori, che vengono calcolati a partire dai valori in bilancio che si trovano sia nello stato patrimoniale che nel conto economico. Si tratta in primo luogo di un metodo di valutazione molto utilizzato soprattutto perché ha una grande utilità dal punto di vista comparativo, permette infatti di effettuare delle immediate valutazioni tra le imprese dal momento che gli indici possono essere facilmente confrontati tra di loro visto che vengono calcolati sulla base degli stessi parametri. La grande peculiarità di questa tecnica si nasconde proprio qui, la valutazione degli indicatori ha una sua piena validità e ricchezza informativa solo quando questi vengono poi successivamente confrontati su due o più bilanci, che possono far riferimento alla stessa azienda in due periodi differenti, ma anche e in particolar modo a due imprese distinte. La capacità segnaletica dell'indice non si limita quindi alla sua costruzione per uno specifico periodo di riferimento, ma risulta fondamentale l'informazione che se ne ottiene quando questo permette di ottenere delle valutazioni che nascono dal confronto su più bilanci differenti per

poter ottenere così dei confronti sia nel tempo che nello spazio. Nel primo caso si tratta di valutazioni che vengono svolte sulla medesima azienda in esercizi differenti e che permettono di capire come l'impresa si sia evoluta e modificata con il passare degli anni per ciò che riguarda gli innumerevoli ambiti di gestione, e per questo si chiama confronto temporale. In questo caso, tali valori prendono il nome di *indici di andamento* perché mettono in relazione e comparano dei dati che sono provenienti dai bilanci successici della stessa azienda. Nell'altra situazione si fa invece riferimento a delle valutazioni che vengono fatte su imprese che operano in campi simili, e questo viene fatto per monitorare e valutare le eventuali differenze e punti in comune che si sono verificati tra di loro; in questo caso si chiama confronto spaziale perché l'azienda riesce a farsi un'idea sul suo andamento rispetto ai competitors e le aziende che operano intorno a lei.

La *ratio analysis*, così viene anche definita questa tecnica di studio, è improntata come si può ben intuire dal nome, sulla costruzione di una serie di indicatori che vengono generati partendo dalle grandezze che si hanno già a disposizione nel bilancio aziendale e sono caratterizzati dal fatto che semplificano tanto la valutazione aziendale perché sono molto immediati nella loro lettura e permettono di avere un'informazione che sia, allo stesso tempo, sintetica ma anche piuttosto esaustiva. Ma quali sono le categorie di tali indicatori che vengono maggiormente utilizzate per effettuare queste valutazioni?

Di solito si utilizzano due differenti configurazioni per la costruzione degli indicatori di bilancio e si osservano, in particolar modo, gli indicatori basati sui rapporti di grandezze, chiamati anche quozienti, e quelli che si formano invece dalle differenze e che prendono il nome di margini. Nel primo caso si tratta di una operazione che si basa sulla costruzione di un rapporto tra due valori da comparare, mentre nel secondo caso si fa riferimento a una grandezza che nasce sulla differenza di due diverse quantità; in tutti e due i casi si tratta di informazioni rilevanti che possono essere considerate sia singolarmente ma anche in modo complementare quando non vanno a insistere sulla stessa informazione.

Questa tipologia di valutazione e studio applicata all'impresa presenta degli importanti vantaggi che si sono ben evidenziati, bisogna però specificare che si tratta di un operazione che può presentare anche delle criticità e dei limiti da attribuire sia alla costruzione degli indici stessi, ma anche al fatto che l'informazione di tale analisi viene ricavata dalle sezioni del bilancio d'esercizio della società e questo fa sì che, se ci dovessero essere delle inesattezze o incongruenze di trasparenza nei dati iniziali, si trasmetterebbero di conseguenza anche nei successivi indicatori ricavati.

Ad esempio, un limite da mostrare è dato dal fatto che alcune voci che si trovano nelle sezioni del bilancio, ovvero nello stato patrimoniale e nel conto economico, sono costituite da dati che possono presentare delle rilevanti oscillazioni in alcuni periodi particolari dell'esercizio come alla fine o all'inizio dell'anno solare, che

sono rispettivamente anche i periodi a cui il bilancio convenzionalmente fa riferimento. Questo fa sì che, gli indici che verranno successivamente calcolati sulla base di questi valori, non terranno in considerazione delle variazioni più elevate o minori che si verificherebbero negli altri periodi diversi da quelli di inizio e fine anno.

Un'altra problematica da considerare è data dal fatto che si tratta di un'analisi legata in modo totale alle informazioni che si trovano negli schemi di bilancio e questo comporta che, tutti i limiti che si sono già visti nei paragrafi precedenti sulla validità e il lavoro che deve essere fatto sui dati, devono essere considerati anche per questa tipologia di tecnica più approfondita. Il tema della scarsa tempestività dei dati deve essere valutato poiché come è noto spesso le informazioni messe a disposizione dal documento sono disponibili con un ritardo temporale rispetto alla reale situazione verificatasi in azienda. Sono da considerare anche tutte le necessarie operazioni preliminari che devono essere fatte prima di poter calcolare gli indici di bilancio, operazioni non sempre semplici che rendono questa tecnica anche piuttosto lunga e dispendiosa. La fase preliminare è indispensabile e senza di essa non sarebbe possibile arrivare a quelle informazioni che sono ricercate dagli analisti, è formata prevalentemente da due step che sono quello di raccogliere e interpretare i valori contenuti negli schemi civilistici e quella di riclassificare i prospetti di stato patrimoniale e conto economico. La prima operazione consente di raccogliere e considerare solo quella parte di dati

che l'analista ritiene abbia un contenuto rilevante e che quindi deve essere presa in considerazione, è una fase che permette di partire da un base informatica che sia completa e comprensibile così da ottimizzare il tempo a propria disposizione.

Il secondo step consiste invece in una operazione più impegnativa rispetto a quella precedente, si tratta di dover riclassificare lo stato patrimoniale e il conto economico per poter ottenere degli schemi che abbiano una presentazione dei dati e una forma grafica che sia più idonea e che renda più facile e lineare il calcolo dei successivi indicatori. Riclassificare significa rielaborare il bilancio per renderlo più adatto alla sua successiva scomposizione.

Ora che si è ben vista l'importanza che assume lo studio per indici in azienda, si farà una veloce rassegna di quelli che saranno presi in considerazione per effettuare un confronto tra le tre società calcistiche prese come oggetto di studio, si effettueranno poi delle comparazioni per vedere le distanze e le differenti condizioni di salute economica in cui versano le tre società ovvero Juventus, Manchester United e Barcellona.

L'analisi parte dalla considerazione di quelli che sono definiti come *indici di redditività* che, come dice anche il termine, fanno riferimento alla capacità dell'impresa di generare reddito e sono quelli comunemente più utilizzati e conosciuti. Si tratta di quozienti che mettono in relazione due grandezze di cui una è data da uno specifico valore di reddito aziendale mentre l'altra dal capitale che ha concorso alla composizione di tale valore. Gli indici di tale categoria che si

analizzeranno sono il ROE, dall'inglese *return of equity*, il ROI ovvero il *return of investment* e il ROS che sta per *return of sales*.

Dalla riclassificazione del conto economico a valore aggiunto, si ottengono invece dei margini importanti per la valutazione della performance di impresa, tra cui l'EBITDA anche definito MOL (Margine Operativo lordo) che indica in sostanza il risultato globale lordo dell'impresa, e l'EBIT che è il risultato ordinario prima di considerare gli oneri finanziari.

Successivamente si andrà a valutare più nel dettaglio l'aspetto patrimoniale delle tre società considerate tramite alcuni indici, definiti *indici patrimoniali*, che si concentrano sul monitorare la capacità dell'impresa di mantenere nel tempo una situazione di equilibrio strutturale. Si tratta di informazioni che riguardano la struttura degli investimenti (attivo) e delle fonti (passivo) e rientrano in tale categoria di indicatori patrimoniali sia l'indice di autonomia finanziaria che l'indice di dipendenza finanziaria che sono tra di loro complementari.

Lo studio si conclude con un confronto che riguarda l'analisi finanziaria dei club, e in particolare ci si sofferma su quegli indicatori che sono definiti di *copertura* che indicano la correttezza nell'utilizzo delle fonti di finanziamento nella gestione aziendale; si andranno perciò ad analizzare il quoziente primario e secondario di struttura e anche il quoziente di liquidità.

2.2.1. Analisi comparativa degli indici di Juventus, Manchester United e Barcellona

Lo studio qui seguente ha lo scopo di calcolare gli indicatori principali di redditività, patrimoniali e finanziari per le società Juventus, Manchester United e Barcellona con lo scopo di confrontarli sia a livello temporale per la stessa azienda che a livello spaziale tra più società e avere così una visione più chiara di quella che è la loro situazione economica nelle ultime stagioni prese come riferimento.

Si parte da quella che è definita come analisi di redditività e in particolare si andranno a calcolare i tre indicatori principali di tale categoria che sono chiamati ROE, ROI e ROS e verranno analizzati per le ultime stagioni sportive che si sono concluse, ovvero la stagione 2018-19 e 2019-20.

2.1: Indici di redditività di Juventus, Manchester e Barcellona (dati in euro, sterline per il Manchester)

2019/20	Juventus	Manchester	Barcellona
Risultato Netto	89.682.106	23.200.000	97.389.000
Patrimonio netto	239.204.587	351.230.000	35.190.000
ROE	-37,49%	-6,60%	-276,60%
Reddito operativo	67.060.716	5.221.000	99.795.000
ROI	-5,70%	0,37%	-6,70%
Fatturato	573.424.092	509.041.000	728.783.000
ROS	-11,69%	1,02%	-13,70%

2018/19	Juventus	Manchester	Barcellona
Risultato Netto	39.895.794	18.900.000	4.527.000
Patrimonio netto	31.242.712	415.200.000	132.600.000
ROE	-1,27%	4,55%	3,41%
Reddito operativo	15.329.297	49.985.000	17.542.000
ROI	-1,62%	3,34%	1,30%
Fatturato	621.456.394	627.122.000	852.171.000
ROS	-2,46%	7,97%	2,05%

Fonte: Nostre elaborazioni dai dati di bilancio di Juventus, Manchester United e Barcellona

Quando si studia l'analisi della redditività si fa riferimento alla capacità dell'impresa di creare un reddito che sia idoneo a coprire i costi e che permetta di

generare profitti, ed è un aspetto che bisogna assolutamente valutare anche quando si esaminano le società sportive. Il primo indicatore che si vedrà, che è considerato il capostipite di tale categoria, è il *ROE* che è dato dal rapporto tra il Reddito Netto dell'esercizio (Rn) e il Capitale Proprio dell'impresa (CP) e in sostanza indica la redditività del capitale proprio, ovvero esprime in modo approssimativo il rendimento delle risorse direttamente investite dai soci in seguito all'attività di gestione dell'intero esercizio. Al numeratore si va a considerare l'utile di esercizio o l'eventuale perdita che l'impresa ha conseguito, mentre al denominatore si considera il patrimonio netto ovvero le risorse che i soci hanno apportato e lasciato nel tempo nell'impresa. Partendo da un confronto solo temporale si può ben notare che per la società Juventus il ROE nelle ultime due stagioni ha assunto un valore negativo e questo è dato dal fatto che il club ha conseguito in entrambe le gestioni una perdita di esercizio rispettivamente di 39 milioni prima e 89 milioni nella stagione successiva. L'importante differenza tra i valori del ROE di Juventus è data dalla grande variazione che si è registrata nel valore del patrimonio netto che è passato in una sola stagione dai 31 milioni del 2019 a 239 milioni del 2020, un cambiamento dovuto principalmente all'aumento del capitale (298 milioni) concluso a gennaio 2020. La capacità segnaletica di questo indice è sicuramente molto importante, ma come deve essere interpretato questo indicatore? Se il valore calcolato è maggiore di zero la situazione è positiva per l'azienda poiché segnala che l'investimento ha creato valore e altra ricchezza,

nel caso in cui invece si ottenesse un valore negativo si tratterebbe di una situazione più critica perché sta a significare che l'impresa sta distruggendo la ricchezza e che si sta verificando una situazione di perdita. Per quanto concerne la società Manchester United, così come accade anche nel club di Barcellona, la situazione è risultata abbastanza altalenante per quanto riguarda la redditività del capitale proprio, infatti, si registra un valore positivo nel 2019 e un valore percentuale negativo nel 2020. Uno dei motivi che ha generato tali perdite per le due aziende è dato sicuramente dal perdurare della pandemia Covid-19 che ha influenzato negativamente i conti delle società per tutta la stagione; in particolare per la società Barcellona si è registrata una riduzione dei ricavi per circa 200 milioni e il tutto ha fatto generare una perdita record di 97 milioni di euro mai registrata prima per il club catalano, questa perdita ha comportato un evidente tracollo dei conti visibile anche dal ROE della stagione 2020. Se si vuole fare una analisi più generale, tutti e tre i club stanno vivendo una situazione piuttosto critica, la squadra che è riuscita a generare un rendimento migliore per il capitale proprio è quella di Manchester che ha anche una perdita di esercizio inferiore rispetto a quella delle due competitors.

Il secondo indice per importanza, che fa riferimento alla sezione della redditività aziendale, è il *ROI* che viene calcolato dal rapporto tra il Reddito Operativo e il Capitale Investito nell'azienda al netto di ammortamenti e accantonamenti (CI) e sta a indicare, in sintesi, quanto rende il capitale investito in quella società,

segnalando l'efficienza della gestione. Dal momento che tale indicatore mette in relazione il risultato economico della sola gestione caratteristica con i mezzi finanziari che sono stati impiegati, a prescindere che siano di credito o di rischio, va a mostrare il rendimento per gli investitori, ovvero soci ma anche soggetti terzi, generato dall'attività aziendale tipica. Come per ogni analisi di tipo statico si trovano naturalmente dei limiti per quanto riguarda la costruzione teorica degli indicatori e la loro valutazione, a volte risulta anche complicato trovare quelle voci per effettuare concretamente il calcolo. In questo caso, ad esempio, nel ROI vi è un problema dal punto di vista del mero calcolo dal momento che al numeratore si trova un flusso mentre al denominatore si ha uno stock, in questa situazione per garantire l'omogeneità delle componenti è possibile utilizzare la semisomma del capitale investito all'inizio dell'esercizio e alla fine dello stesso. Per rendere più immediato e semplice il calcolo del ROI, la maggior parte delle volte agli analisti si lascia la possibilità di utilizzare al numeratore l'EBIT, che oltre al risultato caratteristico tiene in considerazione la gestione extra-caratteristica e accessoria, e al denominatore il totale dell'attivo di bilancio.

Per quanto concerne le tre squadre europee analizzate, la società di Torino è quella che negli ultimi due anni ha avuto delle difficoltà maggiori e infatti lo testimonia anche il fatto che in entrambe le annate ha registrato un ROI negativo dovuto ad un risultato operativo che è calato ulteriormente (da un rosso di 15 milioni nel 2019 ad uno di 67 milioni nel 2020). Come si è già visto e detto per il

ROE, anche per quanto riguarda il ROI, un valore sotto l'unità è sinonimo di distruzione di ricchezza in azienda poiché significa che si è di fronte ad un risultato operativo che è negativo. La società di Manchester presenta dei valori migliori che si possono notare in particolare nella stagione 2019, con un ROI certificato al 3,34%, quando il risultato operativo era piuttosto valido per il settore calcistico e ancora non era condizionato da ciò che avrebbe comportato in seguito la pandemia. Nella stagione 2020 infatti, il valore dell'indicatore si è molto ridimensionato dal momento che l'EBIT si è sgonfiato di quasi dieci volte rispetto alla stagione precedente. La società che è stata più colpita dall'evento pandemico è stata però il Barcellona che ha visto delle variazioni molto elevate sia dal punto di vista dei ricavi che dal punto di vista dei costi; i ricavi commerciali sono diminuiti dell'11% durante l'annata sia per il merchandising sia per il fatto che non potevano essere più effettuate le visite e i tour nel proprio stadio. Con un risultato operativo in perdita di quasi 100 milioni, la squadra catalana presenta un indice negativo per circa il 6,7% che deve cercare assolutamente di riscattare nella stagione successiva andando ad effettuare operazioni mirate come la cessione di alcuni giocatori con ingaggio alto che sono un peso importante per il bilancio del club. Tutti e tre i club si trovano quindi in situazione decisamente non confortante poiché valori soddisfacenti sono quelli che si attestano sopra il 5-6% mentre qui per ogni 100 euro di capitale investito nessuna delle imprese riesce a creare

ricchezza, l'unica squadra che non ne distrugge è quella inglese ma non riesce nemmeno a generarne abbastanza.

Il ROI è un indicatore molto importante anche per tutta una serie di implicazioni e legami che presenta con gli altri indici di bilancio, in particolare con il ROE e con il ROD in quello che viene definito come "effetto leverage", e anche per quello con il ROS.

Il rapporto tra i due indicatori di redditività già visti (ROE e ROI) è regolato da un terzo che è chiamato ROD, che indica il costo medio del capitale preso a prestito, infatti il ROE è positivamente correlato alla differenza tra ROI e ROD, che in azienda assume un significato importante. Se tale differenza è positiva, vuol dire che il costo per il capitale di terzi è inferiori rispetto a quanto mi rende l'investimento di tale capitale e questo fa sì che l'impresa ottiene una crescita del ROE tanto maggiore quanto più è elevata tale differenza. In poche parole, l'equilibrio economico della società è tanto maggiore quanto più la differenza tra ROI e ROD è mercata e questa differenza, se positiva, ha anche un effetto moltiplicativo sul ROE, tale fenomeno è chiamato effetto leverage.

Altro legame da evidenziare è quello tra il ROI e il *ROS* che dall'inglese *Return on Sales*, esprime il tasso di rendimento delle vendite effettuate in un determinato periodo. In concreto indica a quanto ammonta il ricavo netto per ogni euro di fatturato della società ed è così formato: al numeratore si trova il Risultato Operativo mentre al denominatore si considerano i Ricavi di vendita realizzati

dall'impresa nell'esercizio. Come si è già detto c'è un legame tra questo indicatore e il ROI, infatti il ROI è dato anche da questa formula:

ROI = ROS x Indice di Turnover

Dove l'indice di *Turnover* è dato dal rapporto tra le vendite realizzate e il capitale investito in azienda. Questa scomposizione permette di valutare se l'azienda opera di più puntando su margini consistenti per unità di prodotto, e quindi valorizzando il ROS, oppure su un maggiore volume di vendite per unità di tempo in relazione al capitale investito, e quindi sull' indicatore di Turnover.

Per quanto riguarda il ROS dei top teams di Italia, Inghilterra e Spagna è molto condizionato dai fatturati che le società sono riuscite a conseguire, e come accaduto anche per il ROI, anche in questa situazione di analisi l'unica squadra che presenta un valore positivo nell'ultimo esercizio è il Manchester United seppur abbia comunque un valore piuttosto basso vicino all'1%. Per tutte quante le società si è verificata una riduzione di tale indicatore con il passaggio da una annata all'altra e la società che ha subito la variazione più importante è quella catalana con un valore di circa 15 punti percentuali in meno davanti ai 9 della Juventus e agli 8 del Manchester, dovuta al risultato operativo che è stato fortemente influenzato dall'ultima gestione negativa.

Dalla riclassificazione del conto economico possono essere ricavate altre informazioni e dati che sono indispensabili per capire meglio come l'impresa sta gestendo il suo capitale e, in particolare, segnalano l'effettivo valore della

performance aziendale che non sempre è facile da individuare se gli indicatori vengono considerati solo singolarmente e non viene fatta una precisa analisi che sia sistemica di tutta l'impresa. Le altre due grandezze fondamentali sono l'EBITDA e l'EBIT, che in parte si è già visto per il calcolo degli indicatori precedenti, che hanno una grande capacità informativa perché riescono a snocciolare le scelte di gestione delle imprese e di differenziarle al meglio, anche quando si è in presenza di due società che a prima vista potrebbero sembrare molto simili tra di loro. La grande novità informativa di tali indicatori sta proprio nel fatto che entrambi permettono di facilitare molto la valutazione dell'impresa e scendere più in profondità, infatti anche nel caso in cui due aziende abbiano lo stesso Risultato Netto d'esercizio, l'analisi di questi indici è molto utile perché permette di differenziarle dal punto di vista della performance operativa e delle strategie finanziarie adottate. Il primo indicatore che è più comune da utilizzare e che fornisce un'informazione più diretta è l'EBIT, ovvero *Earnings Before Interests and Taxes* e definito anche Risultato Operativo, che mostra il risultato aziendale prima della deduzione degli oneri finanziari e delle imposte. In concreto stabilisce una misura della redditività globale dell'impresa che prescinde dalla struttura delle fonti finanziarie, si tratta quindi di un indicatore che si concentra solo sulla capacità di creare profitto dalle sole operazioni aziendali non considerando il peso fiscale e la struttura del capitale. Il risultato operativo o EBIT

rappresenta già di per sé una alternativa più valida rispetto al Risultato Netto d'esercizio se si vuole analizzare la redditività operativa globale.

Se si vuole trovare un'informazione ancora più completa si può far riferimento ad un secondo indice, da ricavare sempre dalla riclassificazione del conto economico, che è chiamato EBITDA o MOL (Margine Operativo lordo), dall'inglese *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortizazion*, che a differenza del primo non tiene in considerazione gli ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti per il calcolo del reddito. A livello di analisi finanziaria si tratta quindi di una migliore approssimazione rispetto a quella che si può effettuare con il precedente EBIT, poiché tutti gli elementi che compongono il reddito nell'EBITDA sono tutti costi e ricavi di natura solo monetaria e quindi si fornisce una misura più completa su come la gestione operativa ha contribuito a generare la liquidità. Il fatto che non vengono considerati elementi non monetari come le svalutazioni e gli ammortamenti, che sono costi che vanno a incidere negativamente sull'EBIT ma che non comportano un'uscita concreta di liquidità fanno sì che diverse volte si preferisce l'EBITDA, proprio perché fornisce un'informazione diretta e sintetica sulla redditività operativa monetaria.

Per ciò che riguarda le tre squadre di calcio considerate, hanno registrato i seguenti valori nelle ultime due stagioni professionistiche:

2.2: Indici di *performance* aziendale di Juventus, Manchester e Barcellona

(dati in euro, sterline per il Manchester)

		Juventus	Manchester	Barcellona
EBITDA	2019	162.994.732	185.789.000	179.267.000
	2020	159.300.981	132.136.000	103.968.000
EBIT	2019	15.329.297	49.985.000	17.542.000
	2020	67.060.716	5.221.000	99.795.000

Fonte: Nostre elaborazioni dai dati di bilancio di Juventus, Manchester e Barcellona

La Juventus e la squadra di Barcellona nell'ultima stagione hanno registrato un valore negativo dell'EBIT mentre la squadra inglese è riuscita, nonostante tutte le difficoltà comuni per tutti, a mantenere un valore positivo nonostante si sia verificata una riduzione abbastanza evidente.

Per quanto riguarda l'EBITDA, tutti e tre i club hanno subito una riduzione di tale indice con il passaggio dal 2019 al 2020 ma si tratta comunque di un alleggerimento quasi inevitabile e non troppo elevato, che mostra delle buone

gestioni operative di carattere monetaria. La riduzione più importante rimane quella del Barcellona Fc che nel suo bilancio scrive che senza la pandemia l'indice sarebbe però aumentato fino a 233.689.000 €.

L'EBITDA può fornire un ulteriore informazione se viene confrontato e rapportato all'indebitamento finanziario netto, in particolare questo rapporto indica in quanto tempo la società che presenta quel tipo di EBITDA impiega per ripagare e rendere sostenibile il suo debito. Per il Manchester United il rapporto è passato dal valore di 1,1 del 2019 al 3,6 del 2020, e considerando il fatto che valori accettabili sono quelli sotto il 2 risulta chiaro come la pandemia abbia creato problemi anche relativi alla sostenibilità del debito.

Per il Barcellona Fc tale rapporto tra Debito ed EBITDA è di 4,69 che mostra chiaramente le difficoltà che ha dovuto affrontare la società nell'ultima annata, gli amministratori scrivono che senza la pandemia sarebbe diminuito a 1,62 decisamente un valore migliore e confortevole.

Continuando con il confronto dei vari indicatori di bilancio per conoscere le differenze che si nascondono dietro la gestione di tre club così importanti e influenti per i loro paesi di origine, si deve passare a quella che viene definita analisi patrimoniale che ha come scopo principale quello di studiare la struttura della società analizzata e di concentrarsi sulle due sezioni dello stato patrimoniale riclassificato; infatti si possono calcolare indicatori sia per l'attivo che fa

riferimento agli impieghi dell'esercizio o anche per il passivo che analizza le fonti di finanziamento con le quali sono resi possibili tali investimenti in azienda.

Effettuare un analisi di confronto tra aziende simili tenendo in considerazione solo gli indicatori di redditività non può considerarsi completa, per fare giudizi sull'affidabilità aziendale per un medio-lungo periodo è importante conoscere la salute patrimoniale della squadra e capire se si è di fronte ad una struttura solida per quanto riguarda la composizione dell'attivo e del passivo, poiché è una delle leve principali per garantire la sostenibilità dell'impresa e per fornire delle importanti garanzie ai finanziatori e i portatori d'interesse esterni.

In questa sezione ci si sofferma sulla parte relativa al passivo e alle fonti di finanziamento per comprendere più nel dettaglio come l'impresa riesce a reperire il capitale che ha utilizzato per gli investimenti, si tratta di calcolare degli indicatori definiti "verticali" poiché confrontano alcune tipologie singole delle passività con il valore totale delle fonti. I due indicatori che si analizzeranno in seguito sono l'indice di autonomia finanziaria e l'indice di dipendenza finanziaria, entrambi esprimono una stessa informazione vista da due lati opposti e infatti quando si calcola il primo si arriva poi facilmente anche al secondo poiché è il suo complemento a uno. *L'indice di autonomia finanziaria* è dato dal rapporto tra i mezzi propri e il totale delle fonti e come dice il suo nome esprime l'autonomia dal punto di vista finanziario dell'impresa analizzata, è un valore che aumenta

quando il suo numeratore, che è costituito dal capitale proprio, aumenta e più il valore si avvicina a cento più l'impresa è finanziata da mezzi propri.

Non esiste un livello ottimale sotto cui si deve mantenere questo indicatore dal momento che le aziende possono avere strategie differenti per reperire le loro fonti e godere comunque di una buona situazione patrimoniale, è importante che questo indicatore venga però giudicato alla luce di un confronto con altri indici calcolati per la stessa società. Certo è che un livello troppo alto dell'indebitamento non è un'informazione che fa trasparire fiducia ai soggetti esterni all'azienda.

L'indice di dipendenza finanziaria è il suo valore complementare ed esprime la misura con cui l'impresa ricorre al capitale di terzi, e quindi al debito, per i propri investimenti sulla gestione; è dato dal rapporto tra le passività correnti più le consolidate e il totale delle fonti. Può essere calcolato anche il *Quoziente di indebitamento* che è dato dal rapporto tra capitale di terzi e mezzi propri che esprime il grado di capitalizzazione dell'impresa. Per i tre club si sono registrati i seguenti valori:

2.3: Indici patrimoniali di Juventus, Manchester e Barcellona

		Juventus	Manchester	Barcellona
Indice di autonomia finanziaria	2019	3,33%	27,70%	9,80%
	2020	**20,32%**	**25,38%**	**2,40%**
Indice di dipendenza finanziaria	2019	96,67%	72,30%	90,20%
	2020	**79,68%**	**74,62%**	**97,60%**

Fonte: Nostre elaborazioni dai dati di bilancio di Juventus, Manchester e Barcellona

La squadra che è risultata più autonoma dal punto di vista delle fonti è stata il Manchester United nel 2020 seguita dalla Juventus che è distaccata di pochi punti percentuali, il Barcellona ha registrato una dipendenza dal capitale di terzi troppo elevata tanto evidente anche dal confronto con le altre società. Anche se come si è detto precedentemente non vi sono valori ottimali da considerare per l'autonomia finanziaria, di solito per un'azienda i valori che si attestano sotto il 33% sono da tenere in considerazione poiché segnalano una bassa autonomia finanziaria e una struttura che può rivelarsi molto pesante. Nel caso specifico del Barcellona Fc l'indice di autonomia si è abbassato con il cambio di stagione e la motivazione è per lo più attribuibile alla grossa variazione negativa che ha subito il Patrimonio Netto.

Per concludere la rassegna si deve inoltre considerare l'ultimo giudizio di osservazione che prende il nome di analisi finanziaria ed è rivolta agli aspetti finanziari della gestione, si valutano tutti quegli intrecci che vi sono tra le risorse da impiegare e le fonti che servono per tali investimenti; a differenza della precedente valutazione qui non si considerano separatamente le poste delle due sezioni di attivo e passivo ma si tende ad analizzare le correlazioni esistenti e come si evolvono durante la gestione aziendale. L'aspetto finanziario non è un elemento da sottovalutare in quanto fornisce un'indicazione su quale sia la capacità dell'azienda di fronteggiare gli impegni di rimborso che ha intrapreso nei confronti dei suoi creditori. Sono diversi gli indicatori che possono essere presi in considerazione per questo tipo di analisi e alcuni di essi si concentrano anche sulle tempistiche tra le operazioni perché un equilibrio finanziario si ha se c'è una buona coincidenza tra il rimborso delle fonti e la monetizzazione dovuta agli investimenti effettuati. Ecco che sarà importante quindi che investimenti di medio-lungo termine siano finanziati da capitale che rimarrà in azienda per un periodo medio lungo, mentre investimenti che sono a breve possono essere finanziati con capitale di debito anche a breve termine. Un eventuale acquisto di un'immobilizzazione con dei debiti a breve termine potrebbe compromettere l'equilibrio finanziario di un'impresa poiché il ciclo di ritorno del capitale investito nelle immobilizzazioni è di solito di lunga durata e non si riuscirebbe ad estinguere un debito a breve termine.

Tra gli indicatori che si analizzeranno ci sono quelli che sono definiti indici di copertura che rilevano un'informazione sul corretto utilizzo o meno delle fonti di finanziamento, tra questi ci sono il *quoziente secondario di struttura* e il *quoziente primario di struttura*. Il primo si ottiene da un rapporto che ha al numeratore la somma dei mezzi propri più le passività consolidate e al denominatore l'attivo fisso, e stabilisce se il capitale permanente dell'azienda riesce a finanziare le immobilizzazioni. È importante che il valore di questo indice sia superiore a 1 poiché indicherebbe che la copertura finanziaria degli investimenti durevoli è ben realizzata con un ricorso predominante a risorse destinate a rimane in azienda per periodi di medio-lungo termine; al contrario un valore inferiore a 1 segnala uno squilibrio tra impieghi e fonti. L'indicatore è anche definito indice di copertura dell'attivo fisso.

Il secondo indicatore, chiamato quoziente primario di struttura fornisce un'informazione ancora più dettagliata rispetto al primo poiché non considera al numeratore le passività consolidate e quindi va a dare un'indicazione sulla capacità dell'impresa di finanziare i propri investimenti durevoli solo ricorrendo ai mezzi propri senza far ricorso ai finanziatori esterni. Viene anche definito "indice di autocopertura dell'attivo fisso" e anche in questo caso è importante che sia maggiore di 1 poiché vorrebbe dire che ci si trova in una situazione ottima dal punto di vista finanziario dove l'azienda riesce a far affidamento sui mezzi propri senza aver l'obbligo di rimborso verso soggetti terzi che potrebbero gravare sui

conti aziendali. L'analisi si può spostare anche sugli aspetti di gestione corrente per comprendere se l'impresa è in grado di far fronte alle uscite di denaro a breve termine con dei flussi in entrata prodotti nello stesso periodo derivanti dall'attività gestionale.

L'indicatore più utilizzato è quello chiamato *quoziente di disponibilità*, o anche "indice di liquidità generale" è composto dal rapporto tra Attivo corrente e Passivo corrente che, come già detto, serve per capire in che modo l'azienda riesce a fronteggiare gli esborsi che deve sostenere nel breve termine con le disponibilità liquide e quelle prontamente convertibili; per questo motivo un indicatore con valore minore di 1 segnala un problema di solvibilità di breve periodo in azienda. Il corrispondente indice espresso non come quoziente ma come margine, ovvero come differenza tra le grandezze, è definito Capitale circolante netto ed è dato quindi dalla differenza tra Attivo corrente e Passivo corrente.

Per ciò che riguarda gli indicatori di analisi finanziaria nei tre club considerati si sono registrati questi valori:

2.4: Indici di analisi finanziaria di Juventus, Manchester e Barcellona

		Juventus	Manchester	Barcellona
Quoziente secondario di struttura	2019	0,71587	0,96343	0,70252
	2020	**0,81529**	**0,85022**	**0,4556**
Quoziente primario di struttura	2019	0,04057	0,37466	0,13666
	2020	**0,26285**	**0,37466**	**0,03182**
Quoziente di disponibilità	2020	**0,61364**	**0,56435**	**0,37978**

Fonte: Nostre elaborazioni dai dati di bilancio di Juventus, Manchester e Barcellona

Si può notare dalla tabella allegata che per ciò che riguarda il primo indicatore, ovvero il quoziente secondario, le prime due squadre da sinistra hanno dei parametri molto simili nel 2020 che sono comunque inferiori al valore di 1 e quindi indicano uno squilibrio nella relazione tra investimenti e fonti poiché le immobilizzazioni non riescono ad essere finanziate dal solo capitale permanente in azienda. Il valore dell'indicatore del Barcellona Fc è quasi la metà rispetto agli altri analizzati e questo evidenzia una situazione ancora più critica.

Un'informazione ulteriore la si ottiene guardando al quoziente primario che considera come fonti solo i mezzi propri, anche con questo indicatore c'è una vicinanza tra le prime due squadre e una distanza più ampia con la squadra

catalana; tutti e tre i valori sono ampliamente sotto il valore di 1 perciò nessun club riesce a coprire l'attivo fisso ricorrendo ai soli mezzi propri ed evitando obblighi di rimborso verso soggetti terzi. La Juventus è l'unico club che ha visto i suoi indicatori migliorare nel passaggio dal 2019 al 2020 e questo è imputabile all'aumento di capitale conseguito in azienda che ha aumentato i mezzi propri.

Per quanto riguarda il quoziente di disponibilità il valore più alto è quello della società torinese che quindi è quella che riesce meglio a far fronte ai debiti a breve con le disponibilità pronte; la squadra inglese ha un valore di 0,56 peggiorato rispetto alla stagione precedente dove era di 0,91 tale riduzione è imputabile alla pandemia. Il valore di tale quoziente per la squadra spagnola è di 0,38 il che non è positivo, ma gli amministratori evidenziano che tra le passività a breve sono considerati i ratei e risconti passivi e se si dovessero escludere l'indice risulterebbe di 0,50 comunque un valore inferiore alle altre due competitors analizzate nel confronto.

2.3. L'impatto della pandemia Covid-19 sui conti delle società analizzate: confronto con gli anni precedenti[26]

La stagione 2020 per tutte le società sportive, ma in generale per tante altre aziende che operano in altri settori anche molto diversi, è stato un anno molto difficile dal punto di vista finanziario e di quello gestionale perché le imprese hanno dovuto fronteggiare uno stop improvviso della loro comune e giornaliera attività che per alcune ha rischiato di pesare in modo irreversibile nelle casse aziendali e ha rischiato di compromettere definitivamente la loro esistenza.

La pandemia non poteva essere prevista da nessuno e non c'è stata una sola società di calcio in Europa che abbia potuto alleviare i suoi negativi effetti, tutte sono state in modo più o meno marcato colpite da esborsi monetari non previsti e perdite che con il passare del tempo diventavano sempre più pesanti da sostenere.

Tutto questo ha fatto sì che l'industria del pallone ha vissuto e sta ancora passando uno dei momenti più difficili e complicati della sua storia dal punto di vista

[26] Si rimanda alle fonti consultate:

Vivaldi, S., "l'impatto del Covid sui conti dei club europei", in *Calcio e Finanza* (2021)

Wright, N., Bate, A., "Counting the cost: Covid's impact on football's finance", in *skysports.com* (2021)

KPMG Sports Advisory Practice, "The European Champions Report 2021", in *footballbenchmark.com,* pp. 5-16 (2021)

Lowe, S., "Covid 19 impact leaves major european football clubs with €1bn loss", in *theguardian.com* (2021)

economico, e ancora oggi non si può assolutamente dire quando si riuscirà a vedere la luce in fondo al tunnel.

Per capire meglio l'impatto che il Covid ha generato nei club del continente europeo si possono valutare i dati della già nota pubblicazione annuale di Deloitte, una delle società più complete per la finanza nel calcio, in particolare la *Football Money League 2021*[27] che fotografa la situazione economica dei migliori club del continente nella stagione 2019-20. In generale le cause che hanno generato queste ingenti perdite nel settore imputabili alla pandemia sono tante e diverse tra loro, in primo luogo quella che salta subito all'occhio è la assenza dei tifosi nello stadio che oltre ad essere una mancanza per la bellezza e lo spettacolo dell'evento in sé ha generato dei buchi economici importanti ai club dovuti ai biglietti e agli abbonamenti che non potevano essere più venduti e sfruttati, si tratta di ricavi che sono chiamati "matchday revenues" che costituiscono un driver fondamentale per tutte le società calcistiche. La mancata presenza del pubblico è stata pesante anche per tutta una serie di settori che ruotano attorno all'evento sportivo, si veda ad esempio i ristoranti o gli alberghi vicini agli stadi che hanno avuto dei numeri in netto calo. Un altro impatto rilevante è quello dato da elementi come le cancellazioni obbligate e i rinvii delle partite che molte volte generano anche delle incomprensioni e problemi con i partner commerciali, i quali hanno pagato per

[27] Deloitte Sports Business Group, "Football Money League 2021", in *reports deloitte.com*, pp. 12-31 (2021)

avere una certa visibilità e quindi devono obbligatoriamente essere soddisfatti. Ultimo ma non per importanza bisogna considerare anche tutti i contratti che le varie leghe europee avevano già firmato precedentemente con i vari broadcaster internazionali, i quali hanno naturalmente chiesto di rivedere alcune cifre stabilite e si sono avvalsi della possibilità di richiedere importanti sconti.

Dalla relazione annuale di Deloitte si possono trovare alcuni numeri che mostrano sinteticamente dove si sono maggiormente concentrati i problemi per le società del settore. I 20 migliori club del panorama europeo, si tratta quindi di un'analisi che considera tutti i campionati, hanno registrato 8,2 miliardi di euro di ricavi aggregati, un numero in calo del 12% rispetto alla stagione precedente che è dovuto proprio a entrate inferiori che si sono verificate nell'ambito dei diritti televisivi e nei ricavi da stadio. In particolare, per ciò che concerne i rapporti con i broadcaster nei top cinque campionati, si parla di un calo per un complessivo di 1,2 miliardi di euro dovuto a sconti ed entrate che sono state posticipate, tutte perdite che sono a carico delle singole squadre. L'altra grande motivazione di cui si è già parlato, ovvero i ricavi da stadio, hanno avuto un peso per circa 300 milioni e si tratta di una riduzione del 23%, in questo caso la situazione è ancora piuttosto difficile da definire poiché non si sa bene se e quando sarà possibile ritornare a frequentare gli stadi e non è da escludere la possibilità che tali introiti si attestino vicino allo zero nel 2021 se non saranno riaperte le manifestazioni al pubblico.

Si sono registrate tante variazioni nei numeri rispetto alle stagioni precedenti anche per quanto riguarda gli investimenti che sono stati effettuati dalle squadre, in particolare di quelli rivolti ai giocatori nelle finestre apposite di calciomercato. Le società non hanno più il capitale da investire che potevano permettersi precedentemente e sono state costrette a ridurre le loro operazioni o trovare delle soluzioni alternative come le acquisizioni in prestito o quelle di calciatori svincolati che non hanno un peso troppo rilevante nel bilancio d'esercizio. Nella finestra di calciomercato estiva del 2020 si sono verificate il 43% in meno delle operazioni tra le squadre rispetto al 2019, la percentuale dei trasferimenti gratuiti è invece salita dal 26 al 32%.

Con il venir meno di tante risorse impiegabili per le società è calata drasticamente anche la domanda di giocatori e questo ha generato un calo anche per i rispettivi valori dei loro cartellini; il portale tedesco Transfermarkt.de che è specializzato nello stilare il prezzo per ogni calciatore ha mostrato che tra il febbraio 2020 e il gennaio 2021 per i 500 migliori giocatori è calato il loro valore per il 9,6%.

I tre club che sono stati scelti nel confronto sono le tre squadre più storiche e rappresentative rispettivamente di Italia, Inghilterra e Spagna e non sono state esenti dagli effetti della pandemia pur essendo delle società che sono seguite in tutto il mondo, e che presentano da sempre differenti canali per ottenere dei guadagni continuativi come strategie comunicative e di marketing che permettono di interagire con i tifosi anche a distanza e di aumentare l'engagement. Si può

effettuare un confronto tra le poste di queste squadre per vedere quale più delle altre ha sofferto le conseguenze di questa inaspettata emergenza sanitaria.

Partendo dalla società italiana, il primo dato che si può analizzare è il calo dei ricavi operativi che è sempre un primo indice importante per avere un'idea generale della situazione in cui versa l'azienda: la Juventus ha registrato delle entrate minori per circa 62,2 milioni che in percentuale corrispondono a una variazione negativa del 13%, non è il dato peggiore se si considerano le squadre che hanno vinto la competizione nazionale nel precedente campionato e i grandi top club europei. Tra i ricavi operativi una voce importante che li costituisce è quella dei guadagni derivanti dal *matchday* e in questo ambito la società piemontese ha registrato una riduzione annua del 31% a causa degli impianti chiusi agli spettatori e di tutte le partite che sono state annullate.

A causa di tutte le difficolta che si sono susseguite nel corso dell'esercizio e della mancanza di liquidità nelle aziende, tante squadre di club hanno proposto ai loro tesserati di ridursi parte del loro stipendio per riuscire a stilare un bilancio non troppo negativo alla fine dell'esercizio. La Juventus in Italia è una delle prime squadre che ha comunicato l'accordo con i propri calciatori di trattare gli stipendi che al 28 marzo prevedeva la rinuncia di un mese e mezzo di stipendio e la spalmatura di altri due e mezzo per le stagioni a venire, un accordo che faceva respirare il bilancio della società piemontese per almeno 90 milioni nella stagione 2020 andando a limitare in parte i problemi inevitabile della stagione. Come detto

la Juventus è una delle poche squadre che non ha avuto tanti problemi nel trattare con i suoi tesserati per ciò che concerne i tagli, e infatti ha mostrato una riduzione del costo del personale per un importo del 13% che è la più alta tra i club che hanno vinto le rispettive leghe in Europa, solo il Porto del campionato portoghese le si avvicina con una percentuale del -8%.

Dopo la società italiana si può analizzare la squadra di Manchester che ha subito delle defezioni pesanti a livello di bilancio in ugual modo se non in maniera peggiore rispetto a tanti altri club in Europa. Seguendo la già citata classifica stilata da Deloitte nel 2020 che ordina le prime 10 squadre che generano i migliori fatturati a livello aggregato, la squadra dei diavoli rossi di Manchester è quella che ha subito la variazione peggiore in termini di ricavi operativi nell'ultima stagione con un decremento annuo pari al 19%, tali entrate si sono ridotte di ben 131 milioni che sono dovuti in larga parte al fatto che la squadra inglese non si è qualificata all'ultima edizione della Uefa Champions League e ha dovuto disputare la seconda competizione europea che genera molti meno introiti per i club che ne partecipano. Naturalmente la riduzione è dovuta anche dagli effetti incisivi della pandemia su due dei tre rami principali che li costituiscono, infatti dal bilancio si nota un calo di almeno 20 milioni di sterline per l'assenza totale dei ricavi da stadio e una perdita decisamente superiore per i ricavi dati dai diritti televisivi: sono 101 milioni di sterline i mancati introiti per tutti gli sconti e i differimenti dei pagamenti dovuti ai diritti tv, una percentuale di variazione

dell'86%. In ogni caso la squadra di Manchester che è una istituzione nel proprio paese e nel mondo è riuscita lo stesso a mantenere su cifre elevate i propri ricavi commerciali che si sono alzati di qualche unita percentuale grazie a tutti gli investimenti che la società ha effettuato nel campo digitale, questo ha reso possibile il fatto che si trova ancora al quarto posto nella classifica dei fatturati netti di Deloitte. Il Manchester con i suoi 282 milioni di sterline di ricavi commerciali è inoltre la società leader di tutta la Premier League e la quarta nel panorama internazionale.

Il Barcellona Fc si trova al primo posto della graduatoria e mantiene la sua posizione di leader nei ricavi delle società di calcio poiché si era attestata al primo posto anche nella stagione precedente. Questo primato non implica però che non ci siano state complicanze e problemi nella gestione della squadra, infatti c'è stata una riduzione importante del fatturato anche per la società catalana che ha visto scendere le sue entrate da 840 milioni del 2019 a 715 milioni nel 2020, con una riduzione negativa corrispondente del 15%. Se la società inglese era riuscita comunque a mantenere stabile la voce dei ricavi commerciali rispetto al passato, nel caso del club spagnolo la riduzione la si può notare in tutte e tre le voci di composizione delle entrate che sono rispettivamente dell'11% per la sezione commerciale, del 20% per i ricavi da stadio e del 17% per il broadcasting.

Dai seguenti dati si può ben affermare che le tre squadre considerate sono state molto influenzate dalla pandemia nel 2020 infatti le loro variazioni totali per i

ricavi, che sono state rispettivamente di 13% per Juventus, 19% per Manchester e 15% per Barcellona, sono tra le più alte che si possono trovare nel report. Nonostante la Juventus sia quella con la variazione negativa più bassa tra le tre si trova comunque in una posizione di classifica peggiore, e questo è dovuto alla migliore pianificazione gestionale e al blasone che le altre due competitors sono riuscite a costruirsi anno dopo anno.

Capitolo 3

ANALISI E CONFRONTO DEI PRINCIPALI INDICATORI DI BORSA

3.1. Analisi storiografica sulla quotazione dei club nei principali paesi europei[28]

Da quando negli ultimi anni il gioco del calcio è diventato parte di un ricco business e i rispettivi club si sono trasformati in vere e proprie aziende sempre in cerca di nuovi finanziamenti, è nato anche un legame tra questo popolarissimo sport e la finanza. Un legame che nasce dalla necessità delle squadre di trovare delle fonti diversificate che possano garantire nuovi investimenti alle squadre e mantenerle competitive nel tempo.

In questo capitolo ci si soffermerà sul rapporto tra il mondo del pallone e la Borsa, un legame che sboccia agli inizi degli anni Novanta in Inghilterra e che ancora oggi non è del tutto limpido per quanto riguarda i vantaggi che può garantire alle

[28] Si rimanda alle fonti consultate:

Goode, C., "The opportunities and issues for sports teams considering an IPO", in *lawinsports*, (2014)

Chow, A., "Eleven footballs clubs that are publicly listed and why you should not invest in them", in *drWealth-Investment*, (2020)

Aglietta, M., Andreff, W., Drut, B., "Floating european football clubs in the stock market", in *economix-paris*, pp. 2-6 (2010)

Venturi, L., "Calcio e mercato: le società europee quotate in Borsa", in *startingfinance*, (2018)

società, dal momento che alcuni club ne hanno giovato molto mentre altri hanno riscontrato diversi problemi in seguito alla quotazione nei listini.

Per quanto riguarda il punto di vista delle società calcistiche, la quotazione rappresenta uno snodo cruciale dal lato economico non solo per le maggiori entrate che può garantire, ma anche per tutto ciò che riguarda il maggiore rigore che devono tenere e i controlli a cui poi sono sottoposte che le rende più vigili e rispettose. Naturalmente non vi sono solo vantaggi da questa operazione, infatti tanti esperti sconsigliano alle squadre di quotarsi e agli investitori di acquisire titoli dei club calcistici, perché sono sicuramente più rischiosi e presentano una volatilità maggiore rispetto alla media dovuta al fatto che il loro valore è strettamente legato ai risultati sportivi delle rispettive squadre. Famosa su questo ambito la frase dell'allora presidente della Commissione di vigilanza sulle società di calcio professionistiche, Victor Uckmar, che nel 1997 in seguito ad alcune norme di apertura per i club che volevano quotarsi disse "i titoli legati al calcio sono sconsigliati agli orfani e alle vedove".

Per conoscere meglio questo fenomeno è importante vedere qual è stato il suo percorso evolutivo e come si è diffuso gradualmente nei vari paesi del vecchio continente. Tutto nasce in Gran Bretagna quando nel 1983 il Tottenham Fc diviene la prima squadra a quotarsi nel mercato e dà il via a quello che sarà un fenomeno che poi si estenderà anche negli altri paesi. Restando in Inghilterra, seguirono le orme della squadra londinese anche altre piccole realtà come quella

del Millwall Fc che si quota nel 1989, ma si tratta di casi abbastanza fallimentari che portano in poco tempo le società ad uscire da tali mercati grazie a quell'operazione che si chiama delisting. Ad oggi sono solo due le squadre della Premier League inglese che sono ancora quotate nei mercati regolamentati, si tratta di due club molto importanti che sono ai vertici del panorama internazionale, ovvero Manchester United e Arsenal. La squadra dei diavoli rossi è l'esempio più virtuoso di come una società calcistica possa ottenere dei grandi vantaggi dalla quotazione, anche se il suo percorso nei mercati è stato piuttosto travagliato ed è connesso in modo evidente ai cambiamenti che si sono susseguiti in proprietà. Il club è stato quotato per la prima volta nel 1991 nella Borsa di Londra ed è rimasto nei listini con ottimi risultati fino al 2005, quando in seguito all'acquisizione di una corposa parte di proprietà ad opera del magnate Glazer, la società esce di scena dai mercati finanziari. Solo qualche anno più tardi, in seguito ad attente valutazioni, il club si quota nuovamente nel 2012 nella borsa di New York dove tutt'ora è ancora presente. La seconda squadra inglese è l'Arsenal Fc che ha una situazione differente rispetto a tutti gli altri club che sono quotati. I titoli della società infatti non sono presenti in nessuna Borsa poiché è solo Arsenal Holdings, ovvero la società che gestisce il club, ad essersi quotata in un mercato specializzato dove per negoziare i titoli serve una quota di capitale davvero molto importante.

La situazione in Italia è simile a quella vista per l'Inghilterra, anche qui i club che hanno intrapreso questa strada non sono così numerosi, e in Serie A se ne contano solo tre. La prima ad entrare è stata la Lazio che si iscrive alla Borsa di Milano a maggio del 1998, si trattava di un'operazione nuova per il calcio italiano ma che venne seguita con tanto entusiasmo dalla squadra romana. La Lazio, infatti, viveva un periodo di grande esposizione mediatica ed era uno dei più forti club d'Europa che si apprestava a disputare la finale di Coppa Uefa contro l'Inter al Parco dei principi. Una finale tutta italiana è un indicatore chiaro di come il calcio nostrano e la serie A erano il centro del mondo del pallone di quegli anni ed era uno spettacolo visto con ammirazione dagli occhi di tutto il mondo. Due anni più tardi anche l'altra squadra della capitale, l'A.S. Roma, segue le orme della rivale e si quota presentando un'offerta di 13 milioni di azioni ad un prezzo di 5.5 euro ciascuna, nei primi giorni la domanda era molto elevata e aveva toccato una richiesta di 45 milioni di azioni, ovvero più di tre volte di quello che era stato offerto nel mercato.

L'ultimo in ordine cronologico è il caso della Juventus che si ha nel dicembre del 2001 quando la società torinese colloca nel mercato il 35% delle proprie azioni, anche per Juventus si trattava di un periodo molto ricco e florido dove era ai vertici in Europa e poteva contare su una struttura finanziaria e patrimoniale piuttosto consolidata e stabile.

Per quanto concerne gli altri importanti paesi, come Spagna e Germania**,** il fenomeno è ancora meno diffuso rispetto ai casi dei campionati appena analizzati. In Spagna come si è già avuto modo di trattare, le grandi società come Real Madrid e Barcellona sono si club che vengono gestiti includendo i soci-tifosi, ma con il modello diverso dell'azionariato popolare e questo fa sì che non vi sono società che sono quotate nelle Borse. L'unica eccezione è data da un caso davvero molto recente e si tratta di una squadra di Valencia nata nel 2017 che si chiama Intercity Fc, club che milita nella quarta competizione nazionale che ha scelto di intraprendere questo percorso che la porterà a breve a diventare la prima società di calcio spagnola ad essere quotata. In Germania la situazione è simile, e le società si finanziano con altri canali diversi dai mercati di Borsa. In Bundesliga infatti solo il Borussia Dortmund è ancora quotato in seguito all'offerta pubblica iniziale alla Borsa di Francoforte presentata nell'ottobre del 2000. L'ultimo paese delle *top leagues*, ovvero la Francia**,** segue quanto si è appena visto per Spagna e Germania, poiché anche qui c'è solo una squadra quotata che è l'Olympique Lione che ha scelto di intraprendere questa strada nel 2007 dopo aver vinto consecutivamente per sette volte il campionato francese. Il club di Lione, che è entrato nella borsa di Parigi con un prezzo di 24 euro per azione ha subito però, come è accaduto anche per tante altre società, tra cui quelle italiane, una perdita di valore importante per il suo titolo azionario negli anni a seguire.

Ora che si è esaminato come i club calcistici europei si sono interfacciati con il mercato azionario negli ultimi anni, è importante capire a cosa ci si riferisce con il termine quotazione in Borsa e vedere quali sono gli elementi che la caratterizzano rispetto a tutti gli altri mercati finanziari. Non tutte le operazioni di scambio e compravendita dei titoli vengono infatti effettuate tramite i mercati regolamentati, vi è la possibilità di utilizzare i cosiddetti mercati *"over the counter"* che sono distinti per il fatto che permettono di acquistare o vendere tutti gli strumenti finanziari che non sono quotati e che quindi sono fuori le Borse. La grande differenza è inoltre data dal fatto che sono mercati non regolamentati, ovvero non seguono delle regole specifiche per gli scambi e non vi sono quei rigidi controlli a livello di negoziazioni come accade invece per le Borse ufficiali. Vengono meno anche altri elementi come la mancanza di oneri informativi per chi emette il titolo e l'assenza dei book di negoziazione per l'acquisto e la vendita dei titoli. L'elemento distintivo è dato quindi dall'assenza di una specifica regolamentazione applicata al funzionamento dei mercati, alla loro organizzazione e gestione. Ad oggi sono tantissime le operazioni che vengono effettuate fuori dalle Borse, la libertà e la flessibilità dei mercati over the counter fa si che siano molto utilizzati benché nascondano anche tantissimi rischi come il fatto che non ci siano delle giuste tutele per gli investitori poiché non vi sono i controlli da parte dell'autorità di vigilanza.

Quando si analizza la Borsa Valori, o con il termine più internazionale Stock Exchange, si fa invece riferimento ad un mercato regolamentato dove vengono scambiati gli strumenti finanziari come le azioni di imprese, le obbligazioni e le valute. Nasce come un luogo fisico ma che negli ultimi anni, grazie alla velocità che ha raggiunto internet e il progressivo aumento del numero delle contrattazioni, è diventato un sistema telematico organizzato che permette di eseguire gran parte delle operazioni elettronicamente. Per poter fare trading oggi è importante essere connessi a tali piattaforme elettroniche che funzionano sulla base di regole precise e rigide, e che permettono di gestire il meccanismo di esecuzione delle transazioni in modo molto più veloce e preciso rispetto al passato, quando il tutto era gestito dalle persone. Anche se alcune differenze sono già state presentate, è importante vedere bene quali sono i punti di divergenza e gli elementi che distinguono una Borsa valori da un altro mercato finanziario, poiché tante transazioni vengono eseguite anche fuori dalle stesse Borse. In primo luogo, ciò che caratterizza la Borsa è il suo aspetto istituzionale e proprietario ed il fatto che deve essere un mercato con una precisa identificazione fisica. Per il primo aspetto si può prendere come esempio Borsa Italiana che dal punto di vista istituzionale è regolamentata dalla legge del contesto di riferimento, ovvero la normativa del testo Unico della Finanza, mentre dal punto di vista della proprietà fa riferimento alla forma privatistica poiché si tratta di una società per azioni.

Per quanto riguarda l'identificazione fisica, è un aspetto che sta tornando ad avere una grande rilevanza nel mercato mobiliare, come si è infatti già visto è vero che le transazioni oramai vengono fatte per la grande maggioranza elettronicamente, ma è pure vero che risulta fondamentale che vi sia un luogo fisico dove vengono localizzati i server e che riesca a garantire efficienza dal punto di vista della velocità di emissione e ricezione del segnale. Ad oggi l'identificazione fisica e la dotazione di infrastrutture adeguate sono elementi imprescindibili per garantire una giusta velocità del segnale, un elemento che non può essere sottovalutato dal momento che anche delle frazioni di secondo possono fare una notevole differenza sulla buona riuscita di una operazione nel mercato. Si tratta di valutazioni che sono collegate ad un termine inglese che le riassume, si parla di *latency* e ci si riferisce al tempo che intercorre tra l'input offerto e la trasmissione concreta dell'ordine di riferimento. Minore è la latency e migliore sarà la capacità di operare in modo efficiente sui mercati finanziari.

La Borsa come caratteristiche peculiari ha il fatto che è un mercato regolamentato e questo garantisce che non vi sia incertezza sulle modalità di negoziazione e sulla fissazione dei prezzi, ed è inoltre un *venue* costantemente monitorato dalle autorità di controllo, il che garantisce forti tutele a chi opera al suo interno.

Un altro elemento che la caratterizza rispetto agli altri mercati finanziari è da ritrovare nell'operazione di *listing* dei titoli; infatti, vi sono dei requisiti che devono essere rispettati tra cui il fatto che devono obbligatoriamente essere

caratterizzati dal requisito della trasferibilità e che devono avere una capitalizzazione che rispetti determinate soglie stabilite. È inoltre importante da ricordare che i contratti che possono essere stipulati al suo interno sono del tutto standardizzati e che la Borsa delinea chi sono gli unici intermediari che sono autorizzati ad operare al suo interno.

Tutte queste caratteristiche appena analizzate, che lo differenziano dagli altri mercati, fanno sì che sia ben delineata l'anatomia e la fisionomia del mercato borsistico rispetto a tutti gli altri, ed è proprio da questa sua conformazione precisa che si distinguono le sue funzioni economiche principali da evidenziare e che spingono tante imprese a cercare la via della quotazione.

La prima grande funzione, che è quella che salta subito in mente quando si valuta la quotazione nel listino di Borsa è quella del finanziamento, le società infatti sono spinte a proporre per la prima volta i loro titoli al pubblico tramite un processo chiamato IPO (offerta pubblica iniziale) proprio perché questa via permette loro di ottenere dei finanziamenti alternativi al canale bancario. Si tratta di una possibilità in più che permette all'impresa di focalizzarsi sulle proprie attività e sui progetti iniziati, poiché aumenta la capacità di investimento. Una maggiore possibilità di investimento rende la società pronta a cogliere le opportunità di sviluppo e permette una crescita molto più rapida. La quotazione, detto in parole semplici, è quindi una valida alternativa per tutte quelle imprese che hanno bisogno di raccogliere nuovo capitale, ed è il canale più valido se si vogliono diversificare le

proprie fonti e quindi ridurre anche la dipendenza dell'impresa dal reperimento presso il canale bancario.

Sempre collegato al tema del canale bancario, il finanziamento tramite la borsa ha anche un secondo vantaggio che è rappresentato dal fatto che sono minori i costi di transazione. Per tali costi si intende tutti quegli oneri che sono legati alla organizzazione e alla riuscita dell'operazione, e quando si considera una attività eseguita per mezzo di una Borsa Valori, tali costi sono inferiori poiché c'è maggiore efficienza tecnica e ci sono meno soggetti da remunerare rispetto ad un normale finanziamento effettuato con la banca. Un ulteriore compito che si attribuisce in maniera specifica alla Borsa è quello di definire il pricing e il rendimento atteso per ogni titolo che viene negoziato. Si tratta di un compito importante poiché prezzare gli strumenti finanziari permette poi di arrivare a definire la capitalizzazione azionaria e il valore dell'azienda, che da sempre costituisce un'operazione tanto importante quanto complicata per tutti i soggetti che sono interessati all'impresa. Per concludere la rassegna sulle potenziali possibilità che la Borsa garantisce alle imprese e agli investitori, vi è da mostrare la funzione di liquidità dei titoli che si lega al fatto che le maggiori e regolari negoziazioni che si verificano rendono più elevata la possibilità di immediato smobilizzo. Per liquidità si fa riferimento alla capacità di un valore mobiliare di essere convertito prontamente in moneta legale, e la Borsa su questo aspetto, aiuta a ridurre di molto tali tempistiche e a contenere i costi per farlo.

3.1.1. L'evoluzione della normativa italiana sulle società sportive e la quotazione di Juventus Fc

Stabilire se la quotazione in Borsa rappresenta la scelta giusta per un club calcistico non è la risposta più facile da trovare, sicuramente vi sono stati casi concreti di società che hanno avuto un percorso difficile in seguito all'IPO e hanno visto calare drasticamente il prezzo delle loro azioni mentre altre si sono trovate in situazioni decisamente migliori. La cosa certa è che in Italia si tratta di una buona alternativa che viene molto chiacchierata anche per le realtà più piccole, e dagli inizi degli anni duemila, si hanno tre club che ancora oggi sono presenti nei listini di Borsa e la rendono uno dei paesi che può contare sul numero più alto di club quotati. È importante evidenziare che per arrivare alla situazione attuale c'è stato però un lungo percorso fatto di cambiamenti e di riforme che hanno modificato più volte e in maniera drastica le normative vigenti, i quali si possono raggruppare in due o tre momenti cardine che si andranno a mostrare qui di seguito.

Bisogna quindi partire da molto lontano rispetto ad oggi quando le compagini sportive in Italia non erano legate a nessun tipo di interesse economico, e dal punto di vista istituzionale, erano delle semplici associazioni non riconosciute di stampo ricreativo che non avevano nemmeno la personalità giuridica; e che operavano tramite il capitale che veniva apportato dagli associati con lo scopo di

praticare nel miglior modo possibile l'attività sportiva. Naturalmente la crescita dell'attenzione su questo sport e il successo che stava ottenendo, hanno fatto sì che non poteva reggere più di tanto una disciplina così scarna e povera di regolamentazione, e in particolar modo pesava il fatto che le società non riuscivano più a soddisfare le loro esigenze operative con il singolo apporto degli associati. Da queste premesse si arriva così al primo snodo importante che si ha con la riforma del 1966 attuata dalla Federazione Italiana Giuoco Calcio che in primis, in data 16 settembre, ha previsto il passaggio per le compagini di riferimento da associazioni non riconosciute a società commerciali con una propria personalità giuridica. Successivamente, in data 16 dicembre, ha confermato per tali imprese il divieto dello scopo di lucro e della possibilità di distribuire gli utili ai soci se non per migliorare lo svolgimento della finalità sportiva. Se da un lato quindi, c'è stata una rilevante apertura sul fronte dello statuto societario, erano ancora rimasti importanti freni che limitavano l'attività dei club italiani dal punto di vista economico. Condizioni queste che con il passare degli anni diventavano sempre più pesanti per le società dal momento che era il periodo in cui il fenomeno era in forte espansione e ci si avvicinava alla concezione di calcio inteso come business.

Un secondo step ancora più incisivo e rivoluzionario si ha nel 1981 con la legge numero 91 che prevedeva delle importanti novità su tre aspetti delle società del tempo: una prima sulla tipologia di statuto che veniva richiesto dalla legge, una

seconda che riguardava i controlli federali a cui venivano sottoposti i club e una terza che faceva riferimento al rapporto tra i club e i propri atleti. Quest'ultimo era un tema che sempre di più aveva esigenza di essere trattato dal momento che i calciatori iniziavano ad avere una grande rilevanza all'interno del team e avevano bisogno di essere maggiormente tutelati e rappresentati. Per quanto riguarda il primo aspetto, quello inerente allo statuto societario, si obbligava alla svolta per i club di rappresentarsi solo sotto forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata e veniva confermato il divieto della distribuzione degli utili per i soci. Sotto il profilo del rapporto tra club e calciatore veniva invece stabilito che la disciplina da seguire dal 1981 in poi era quella che si riferiva al lavoratore subordinato.

Il grande anno che costituisce la svolta principale in tema di regolamentazione normativa si ha però poco più di dieci anni più tardi, quando nel novembre del 1996, viene pronunciata una legge che finalmente apriva le porte alla finalità di lucro per i club calcistici e portava il calcio verso la strada che lo fece diventare in seguito un vero settore economico[29]. La norma che è la numero 586 portava alcune importanti innovazioni, tra cui quella che rendeva operativi gli effetti della sentenza Bosman che era stata presentata nell'anno precedente. Nel 1995 infatti, famosa è stata la sentenza legata alla vicenda di questo giocatore, Marc Bosman, a

[29] Gallotti, L., "Le associazioni sportive: da associazioni private non riconosciute a società per azioni a scopo di lucro", in *Sport&Management sporteasy.com*

cui fu negata la possibilità di trasferirsi in un altro club senza un conguaglio economico seppur il contratto con il suo team di appartenenza era già scaduto. La sentenza, che diviene operativa solo nell'anno seguente, stabiliva quindi una disciplina tutta nuova che permetteva ai giocatori di trasferirsi liberamente senza la necessità di una contropartita in denaro alla scadenza del contratto, norma che valeva solo per i club che facevano parte dell'Unione Europea.

La seconda rivoluzione che viene introdotta dalla legge del 1996, in parte già annunciata, era invece legata alla decaduta del divieto di perseguire lo scopo di lucro per le squadre e quindi viene conseguentemente eliminato anche l'obbligo di distribuzione dell'utile ai soci esclusivamente per migliorare l'attività sportiva. Quest'ultima grande rivoluzione segna una pietra miliare nel percorso evolutivo del calcio nel nostro paese, si tratta di un passo in avanti che ribalta completamente la concezione che si aveva fino a quel momento per ciò che riguarda le società calcistiche e apre le porte verso uno scenario nuovo. Una prospettiva caratterizzata da un'impronta più economica e dal fatto che le società diventano molto simili a quelle degli altri differenti settori, che devono fare attenzione alla sostenibilità e alla esigenza di generare dei profitti anno per anno. È stato un momento cruciale per lo sviluppo dello sport che ha portato una crescita incredibile del fenomeno anche in altri ambiti contigui che ai giorni d'oggi appare scontato, ma che in realtà prima del 1996, non lo era affatto. Se si pensa a tutte le sponsorizzazioni di ogni ambito e tipologia che oggi sono alla base

degli investimenti dei club, o anche a tutto ciò che riguarda il mondo dei diritti televisivi e delle pubblicità, ci si riferisce alla possibilità per i club di operare in settori che sono vicini e collegati a quello sportivo. Ad oggi sono indispensabili per il calcio, ma con il tempo si sono connessi a questo sport proprio grazie alle rivoluzioni normative di questo periodo. Si aprono le porte per un sistema che non è più basato solo sui risultati dell'attività sportiva ma anche in larga parte verso il business, ed è proprio grazie a questo che aumenterà di tanto anche l'interesse degli investitori milionari stranieri che iniziano a vedere il calcio come una ricca fonte sui cui potersi arricchire e valorizzare i propri capitali. Da questa esigenza delle società di guadagnare sempre di più e ricercare capitali freschi per la propria attività, nasce anche l'interesse verso il mercato borsistico che viene visto come una possibilità concreta di crescita e sviluppo non indifferente. La quotazione permetteva in primis, di reperire delle risorse finanziarie nuove per le casse societarie e poi si trattava di una possibilità nuova per valorizzare l'immagine aziendale, sempre per tornare all'ottica di appetibilità per i nuovi investitori stranieri vista in precedenza. Quotarsi infatti, significa per l'impresa mostrare una specie di bigliettino da visita, dove si dichiara di essere sottoposti a rigide regole delle autorità competenti per quanto riguarda i titoli e la sostenibilità, e inoltre è un processo che presume un progetto che di solito è sinonimo di crescita interna e serietà in tutti gli ambiti aziendali a partire dalla programmazione delle attività fino alla loro realizzazione e alla vision aziendale. È una opzione che non può

essere affrontata in modo superficiale dal management perché comporta tantissimi cambiamenti sia a livello di programmazione che a livello di controlli dalle autorità, e questo la rende una scelta che sotto alcuni aspetti aumenta di tanto la credibilità aziendale.

In Italia dopo le squadre della capitale, si ha la società juventina come unico altro caso che ha intrapreso questa strada nel 2001 quotandosi a Milano e presentando un progetto di rivoluzione societaria che doveva proiettare la squadra a raggiungere quelle che erano già considerate come i top teams sul panorama internazionale. L'offerta iniziale, nel concreto, era formata dal 35% del pacchetto azionario con la possibilità, già considerata, di aumentare l'offerta nel caso in cui si verificasse una domanda più importante dal mercato. Il prezzo stabilito in apertura era di 3,70 € ad azione che ha permesso alla società di ottenere dei guadagni importanti già nella prima giornata che ammontavano a circa 143 milioni, ma che erano dovuti principalmente all'euforia e all'interesse legato all'evento.

In realtà il progetto della società piemontese tramite l'apertura ai mercati di Borsa era più ambizioso e completo di quello degli altri club italiani, la volontà era infatti quella di un cambiamento importante che avrebbe portato la squadra a passare da una società calcistica a una *entertainment* company sul modello vincente dei club inglesi che avevano già seguito questa strada. L'obiettivo era quello di aumentare enormemente la visibilità e l'*engagement* intorno alla società

andando a colpire anche la dimensione commerciale e puntando a mostrare il marchio Juventus il più possibile e in qualsiasi ambito potesse farlo conoscere ed apprezzare al mondo. Ad esempio, nel progetto venivano considerati come punti saldi sui cui partire e appoggiarsi la possibilità di creare uno stadio nuovo tutto di proprietà della società e anche la volontà di effettuare degli investimenti immobiliari[30] per sviluppare conseguentemente tante altre nuove attività commerciali complementari tra loro. Ad oggi nel 2021, si può dire che questo progetto sia già arrivato ad un ottimo punto, e questo lo si vede in primis dal nuovo Allianz Stadium inaugurato nel 2011; ma anche da una serie di altri progetti tanto ambiziosi quanto inimmaginabili per gli altri club italiani, come quello chiamato J-Village. In questo caso si parla di una struttura multifunzionale ideata dalla società che può essere vista come una sorte di *Head-quarters* del club, sorge di fianco allo stadio e al suo interno si trovano sia lo Juventus Training Center, dove si allena la prima squadra con tutte le attrezzature più moderne e costose, ma anche altre tantissime iniziative che mirano all'espansione come il J-Museum e il J-Hotel, che ospita la squadra nelle settimane di ritiro ed è stata una risorsa fondamentale per i mesi della pandemia. La forza del progetto risiede nel fatto che tutto, a partire dai campi da gioco, dal centro medico fino alla palestra e

[30] Juventus Football Club, "Progetti e Investimenti", Investire in Juventus di *juventus.com*

"Operazione J-Village Juventus, il primo fondo immobiliare del calcio", in *Calcio e Finanza* (2015)

all'albergo, si trova lì nella stessa area limitrofa allo stadio e questo permette, sia di aumentare la comodità per tutti i lavoratori, ma anche di creare una sorta di spirito di unione e rappresentanza che è importante avere sia in campo che fuori.

Il progetto della società di investire in ambiti diversificati non è ancora concluso, sono già in via di definizione la realizzazione di un grande Concept Store dedicato ai giovani tifosi bianconeri e l'apertura di sedi del WINS, ovvero la scuola internazionale di Torino situata per l'appunto nella zona urbana bianconera e che ospita anche il J-College dedicato ai giovani studenti calciatori.

Si tratta quindi di un qualcosa di molto ambizioso forse mai visto prima per una società di calcio in Italia, che nasce e si fonda da quelle dichiarazioni degli allora dirigenti bianconeri nel lontano 2001, che speravano di arrivare a tutto questo partendo proprio dall'aperura della società verso il mercato di Borsa in quel progetto che mirava a trasformare il club in una entertainment company. Stadio, centro di allenamento, J-Village e J-Museum sono esempio di entertainment nella sua più pura espressione dove tutti i giocatori, tifosi e visitatori potranno godere e usufruire di quei servizi esclusivi che sono ideati appositamente e messi a disposizione ad opera del club.

3.1.2. Il caso inglese del Manchester United: la seconda quotazione a New York nel 2012

Nel mondo del pallone, se si tratta di prime volte, nella maggior parte dei casi torna alla mente la patria inglese, è l'Inghilterra che viene riconosciuta da tutti come il posto che ha dato i natali allo sport e spesso questo viene ritenuto come un vanto dagli stessi cittadini inglesi che in ogni competizione internazionale non perdono occasione di ricordarlo con il loro coro "It's coming home", tanto sentito anche negli stadi di questo ultimo europeo del 2021.

Anche per quanto riguarda la via della quotazione in Borsa, i club della Gran Bretagna sono i primi che si fanno trovare pronti per questo grande cambiamento aziendale, ed infatti la prima squadra in assoluto a quotarsi è stata il Tottenham Fc nel 1983, una scelta che poi ha condizionato tante altre squadre del contesto europeo che hanno seguito questa strada. Nel campionato nazionale inglese sono due le squadre che attualmente sono ancora quotate nei listini; infatti, molte di quelle che avevano scelto di intraprendere questo percorso hanno trovato delle difficoltà evidenti che le hanno spinte a delistare in seguito la società. Può essere interessante analizzare il caso del Manchester United che è una delle pochissime realtà che può vantare un andamento positivo dei titoli riuscendo ad aumentare la sua capitalizzazione di mercato dalla prima IPO, anche se il rapporto della società

con la Borsa non è stato del tutto lineare e tranquillo come si può pensare poiché è strettamente collegato alle vicende proprietarie burrascose della famiglia Glazer.
Il primo passo di questo rapporto si instaura nel lontano 1991 quando la squadra dei diavoli rossi si quota presso il London Stock Exchange, la borsa di Londra che è la piazza europea più importante e una delle più riconosciute al mondo. Si tratta di un legame che dura per diversi anni dove la società beneficia molto della visibilità e la ricchezza che le garantisce tale rapporto e questo lo si traduce anche nel rettangolo di gioco dove la squadra colleziona dei buonissimi risultati. Nei dieci anni successivi il club vince per sette volte la competizione nazionale più importante e diventa senza dubbio la società calcistica più iconica e preziosa degli anni Novanta. Guidata dall'allenatore più carismatico e vincente di tutti i tempi per ben ventisette anni di fila, ovvero lo scozzese Sir Alex Ferguson, il club raggiunge l'apice della sua fama nella stagione del 1999 quando riesce ad ottenere una storica "tripletta" vincendo la Premier League, la coppa nazionale e la Champions League. In particolare, viene ricordata e rimarrà per sempre un evento indelebile per gli appassionati dello sport, la finale di Champions League di quell'anno disputata dal Manchester contro i tedeschi del Bayern Monaco. La partita viene vinta in maniera del tutto inaspettata dagli inglesi che stavano perdendo fino al minuto 91 ma che riescono prima a pareggiarla, e poi a vincerla al 93esimo con un goal dell'attaccante Solskjaer in seguito ad un tap-in in un calcio d'angolo. Il giovane attaccante norvegese, Ole Gunnar Solskjaer, eroe della

partita più importante della storia del club, oggi è l'allenatore del Manchester United e ciò mostra come in questo magnifico sport alcuni legami siano quasi indelebili e che alcuni epiloghi sono talmente emozionanti che è come se fossero stati già scritti da qualcuno.

La società rimane quotata alla piazza di Londra fino al 2005 dove vive degli anni caratterizzati da un buon andamento dei suoi titoli azionari oltre che dagli ottimi risultati sportivi, in modo particolare se confrontato con quello degli altri club calcistici europei quotati nelle Borse. La situazione inizia pian piano a cambiare quando la proprietà del club, tramite operazioni minori di compravendita, diventa sempre di più concentrata nelle mani della famiglia Glazer che acquisiscono definitivamente il 98% della squadra nel 2005 tramite un'operazione di debito che ancora oggi tanti tifosi inglesi non sono riusciti ad accettare. È sotto la decisione di questa famiglia che nel 2005 la società viene definitivamente delistata dal London Stock Exchange dopo che per 14 anni aveva ben figurato nei listini di Borsa. Era il 22 giugno del 2005 quando viene presa questa importante decisione per le sorti dell'azienda e le azioni sono state ritirate dal mercato dopo tanti anni, e da quel momento in poi, i dubbi e le perplessità per la famiglia americana sul come comportarsi nei confronti dei mercati finanziari, non si sono mai placati. Più volte c'è stata l'occasione per valutare e analizzare una seconda quotazione in un'altra piazza per reperire risorse che diventavano sempre più indispensabili per il club. Il momento in cui il Manchester United è stato più vicino a intraprendere

di nuovo questa strada si ha nel 2011 quando la proprietà aveva valutato la possibilità di presentare un'offerta iniziale pubblica alla borsa di Singapore[31] con la volontà di reperire la cifra record di un miliardo di dollari e con lo scopo principale di ripagare parte dei debiti che erano stati generati con l'acquisizione del club negli anni precedenti. Il club aveva pensato di collocarsi in questo mercato asiatico perché riteneva che le potenzialità di sviluppo che si prospettavano fossero enormi, e sapeva che il numero dei tifosi concentrati in quelle zone era in netta crescita dal momento che il club aveva ottenuto un successo grandissimo in seguito ai suoi progetti espansionistici.

La stampa parlava di un'operazione che sembrava potesse concludersi in breve tempo nell'estate dello stesso anno con una proposta che includeva il 25% del pacchetto azionario, e infatti a conferma di ciò si vociferava anche dell'approvazione che avrebbe ottenuto la squadra di Manchester dalla Borsa stessa, il che mostra come l'operazione fosse già piuttosto avviata. Il tutto si conclude però con un nulla di fatto dal momento che i dirigenti interni iniziano a pensare che il periodo non fosse dei migliori per realizzare la quotazione e si aveva il timore di ritrovarsi con dei titoli che sarebbero entrati in un mercato troppo volatile e quindi che sarebbero divenuti in poco tempo anche rischiosi per l'investimento.

[31] Gibson, O., "Glazers plan to float Manchester united on Singapore's Stock Exchange", in theguardian.com (2011)

Dopo alcuni mesi senza che uscissero altre informazioni sul fronte di Singapore, altri giornali iniziavano a parlare di un percorso alternativo che avrebbe portato il Manchester United nei mercati degli Stati Uniti con un'offerta nel famosissimo mercato chiamato New York Stock Exchange. In questa occasione le previsioni sono state rispettate e così nell'estate del 2012 il club presenta ufficialmente la sua candidatura alla Security and Exchange Commission (SEC), che verrà in seguito approvata ufficialmente, con una proposta del 10% delle azioni del valore complessivo di 230 milioni di dollari e con un prezzo per azione stabilito a circa 14$, un valore leggermente ribassato dopo che per tanti mesi gli advisor finanziari del Manchester United avevano pensato di collocare le azioni per un corrispettivo più alto compreso tra i 16 e i 20 dollari[32]. Come ricordato precedentemente, l'obiettivo della società inglese, era quello di ottenere nuovi capitali che sarebbero poi serviti per due situazioni distinte: una parte sarebbe ritornata come compenso nelle mani della famiglia proprietaria mentre l'altra sarebbe servita per ridurre l'indebitamento della squadra e rilanciare a sua volta il marchio nel mondo. Le prospettive erano piuttosto alte anche perché si trattava comunque del Manchester United, un'istituzione del mondo sportivo e uno dei brand più rilevanti nel panorama internazionale, ma nei mercati finanziari non tutto funziona come nel campo da gioco e tanti tra gli esperti iniziavano a mostrare la loro preoccupazione

[32] "Il Manchester United pronto a sbarcare a Wall Street: l'obiettivo è di ottenere cento milioni di dollari", in *Il Sole 24 Ore-Italia* (2011)

su un eventuale investimento in questi titoli del club, timore che in parte sono riusciti a trasmettere anche al pubblico. Tra gli elementi che venivano messi in discussione vi era ad esempio il fatto che non era stato scelto un mercato finanziario che fosse più affine e idoneo al mondo calcistico come il London Stock Exchange, oppure tanti esperti hanno anche evidenziato come gli ultimi bilanci del club potessero far presagire una situazione non del tutto rosea dove si registravano entrate in calo e costi fissi in aumento oltre che un valore medio degli stipendi piuttosto elevato. Tutto questo ha generato anche una certa diffidenza, almeno inizialmente, verso l'investimento; ed infatti nei primissimi periodi i risultati della società in Borsa non sono stati dei migliori per la squadra inglese. Il primo giorno di quotazione le azioni hanno visto un leggerissimo rialzo dello 0,4% mentre in tutta la prima settimana il bilancio è stato negativo per 1,67 punti percentuali con un valore sceso al 13,77 $ per azione. Naturalmente con il passare dei mesi le cose si sono abbastanza assestate, e dopo una prima parte piuttosto negativa, data anche dal fatto che la squadra non stava ottenendo grandissimi risultati, i prezzi sono tornati a salire con una buona percentuale di incremento e di fatto la squadra *red* di Manchester è una di quelle che può vantare un rendimento azionario e una situazione borsistica migliore tra i club di calcio che sono ancora quotati nei mercati.

3.2. Andamento dei titoli azionari di Juventus e Manchester United dall' IPO ad oggi: il legame con gli eventi sportivi[33]

La Borsa Valori è una buona possibilità per tutte le squadre che hanno una situazione finanziaria e patrimoniale valida alle spalle poiché permette di crescere in visibilità e di diversificare le fonti, vero è che per gli investitori non è sempre facile capire quando è giusto acquistare le azioni di una società di calcio per ottenere dei guadagni e in particolare capire se è un'attività conveniente. Sotto questo aspetto, si era pronunciato anche l'ex presidente della Consob Lamberto Candia che nel 2009, quando Juventus Roma e Lazio erano già sul mercato da diversi anni, aveva chiaramente mostrato i suoi dubbi sul reale successo dei club quotati e sulla loro permanenza affermando che si trattava di un settore troppo

[33] Si rimanda alle fonti consultate:

Ciarrapico, A., Cosci, S., Pinzuti, C., "Risultati sportivi e performance di Borsa nel calcio europeo", in *Rivista di diritto ed economia dello sport*, pp. 63-71 (2010)

Apredianto, K., Atahau, A., Huruta, A., "Market reactions to football match results: the effects of venues and competiotion types", in *The European Journal of Applied Economics*, pp. 69 (2020)

Rigoni, U., Demir, E., "You lose, i feel better: rivalry between soccer teams and the impact of Schadenfreude on Stock Market", in *Journal of Sports Economics*, (2014)

Valsania, M., "l'addio di Ferguson pesa a Wall Street sul titolo del Manchester United", in *Il Sole 24 Ore – Finanza e Mercati* (2013)

Benkraiem, R., Louhichi, W., Marques, P., "Market reactions to sporting results: the case of European listed footballs clubs", in *Journals Management Decisions*, pp. 106-108 (2009)

Sacchi, M., "La Superlega si ferma, crollo della Juventus in Borsa", in *Calcio e Finanza*, (2021)

esposto a voci e indiscrezioni e che quindi non assicurava un buon funzionamento e non era ottimale nemmeno per gli investitori stessi.

I titoli azionari di tali squadre sono infatti abbastanza diversi per caratteristiche rispetto a quelli delle altre aziende, e ciò che maggiormente li differenzia è il fatto che sono molto volatili e il loro prezzo è legato strettamente agli eventi che si verificano nel rettangolo da gioco e a tutta l'informazione che circola più in generale sulla squadra.

La volatilità è un concetto legato a tutti i titoli azionari di Borsa e indica quanto varia il valore di tale titolo in un particolare periodo preso come riferimento, maggiore è la volatilità e maggiore sarà l'attitudine con cui il prezzo si discosta dal suo valore medio. In concreto indica quanto oscilla il valore del titolo azionario rispetto alla sua media ed è un concetto che si lega anche al rischio, poiché quando la volatilità è alta si presuppone che il valore possa cambiare repentinamente verso l'alto o verso il basso andando così ad aumentare pericolosamente l'incertezza su tale investimento.

Un altro elemento che caratterizza le azioni delle società calcistiche, che contribuisce ad aumentare anche la volatilità delle stesse, è dato dal fatto che sono in parte influenzate dai risultati sportivi che le stesse squadre ottengono nelle rispettive competizioni a cui prendono parte. Tanti sono gli studiosi che si sono soffermati su questo legame e che hanno provato a quantificare quanto una vittoria o un eventuale sconfitta potessero influenzare il valore azionario del titolo

il giorno seguente, e non sempre è stato facile comprendere l'entità di questo impatto sul prezzo azionario. Anche se non è sempre del tutto evidente da individuare, dai risultati di tali studi, è emerso che un legame c'è e non riguarda solo il risultato in campo delle squadre ma concerne anche tutto ciò che ruota attorno alla società sportiva, come ad esempio può essere una singola cessione di un giocatore o l'entrata di nuovi imprenditori in proprietà.

Prendendo in esame le performances dei club europei quotati in Borsa nei rispettivi campionati, generalmente si può concludere che un risultato positivo in partita è seguito da un possibile rialzo del valore azionario mentre se si verifica un pareggio o una sconfitta la probabilità di veder un impatto negativo sul titolo è piuttosto marcata. Non sempre questa relazione è verificata, tante volte è capitato che in seguito ad una vittoria del club il titolo non ha subito delle variazioni positive ma è rimasto invariato nel suo valore o addirittura è calato, il che è imputabile al fatto che sono tanti gli elementi che, in maniera più o meno rilevante, possono condizionare e cambiare tale valore nel tempo. Ad esempio, sono molto condizionanti anche tutte quelle informazioni che ruotano attorno alla società dal punto di vista delle scelte manageriali, si veda ad esempio la costruzione di un nuovo stadio di proprietà o l'apertura di nuovi impianti per l'allenamento settimanale, ma anche il trend stesso che sta vivendo la squadra in generale nel campionato. Una vittoria infatti, può essere insignificante se la società si trova ultima in classifica con tanti punti di distacco da chi la precede, ed

è evidente che così l'entusiasmo legato al club non può essere molto elevato. Il legame di cui si è parlato tra risultati sportivi e variazione del valore azionario è spesso imputabile proprio a questo, all'eccitazione e al trasporto che si viene a creare intorno alla società, o meglio alle aspettative di guadagno che gli investitoti hanno su tale realtà che sono naturalmente collegate ai risultati sportivi che si verificano nelle competizioni.

Altro elemento che si deve assolutamente tenere in considerazione è il fatto che il peso di incidenza sulle performances azionarie di Borsa del club è differente nel caso di una vittoria o se si è di fronte ad un risultato diverso che sia di pareggio o di sconfitta. In particolare, si può affermare che un pareggio è da considerarsi come un risultato negativo quasi al pari della sconfitta, e che l'impatto sui titoli di Borsa è più evidente rispetto a quello che invece si può trovare nel caso della vittoria della squadra. Questo è dovuto anche alla componente psicologica e di affetto che spesso è presente in chi investe nelle azioni del proprio club, non si fa infatti riferimento ad una normale impresa ma si parla di una società di calcio dove alcuni soggetti investitori sono veri tifosi e sono spinti da una forte componente di emotività e di attaccamento che li rende ancora più coinvolti rispetto ad un generico altro investimento. Così come accade per un normale tifoso, infatti, la vittoria è vista a volte come un qualcosa di scontato, in particolar modo quando è abbastanza prevedibile, che quindi non avrà delle ripercussioni così evidenti proprio perché la si ritiene naturale; al contrario una sconfitta lascia

degli strascichi psicologici più pesanti che condizionano in modo più evidente i sentimenti e le aspettative legate al futuro immediato di quella società. La componente emotiva e tutta l'informazione che ruota attorno al club calcistico sono quindi, per la maggior parte delle volte, il driver più rilevante per quanto concerne il risultato di Borsa, ancora di più delle singole vittorie che la squadra ottiene nel rettangolo di gioco.

Sempre per ciò che concerne le prestazioni in campo, ma più in particolare sulla componente emotiva che si lega ai club calcistici, è stato fatto uno studio molto curioso su come la condotta sportiva di una squadra rivale può condizionare l'andamento azionario del club preso come riferimento di analisi. In particolare, è un progetto che è stato fatto su due società prese dal campionato di Serie A, infatti la lega italiana è l'unica che può vantare due squadre considerate rivali che sono entrambe quotate in borsa e che quindi possono essere soggette ad un simile confronto, che sono le società della capitale ovvero la AS Roma e la Società Sportiva Lazio. La parola "rivali" è sicuramente da considerare un'iperbole sportiva, infatti c'è sempre stato rispetto e buona considerazione tra le società, e la rivalità, se si può definire così, è data dal fatto che sono due squadre della stessa città e che quindi si contendono la gloria di Roma quando si verifica questo derby cittadino in campionato.

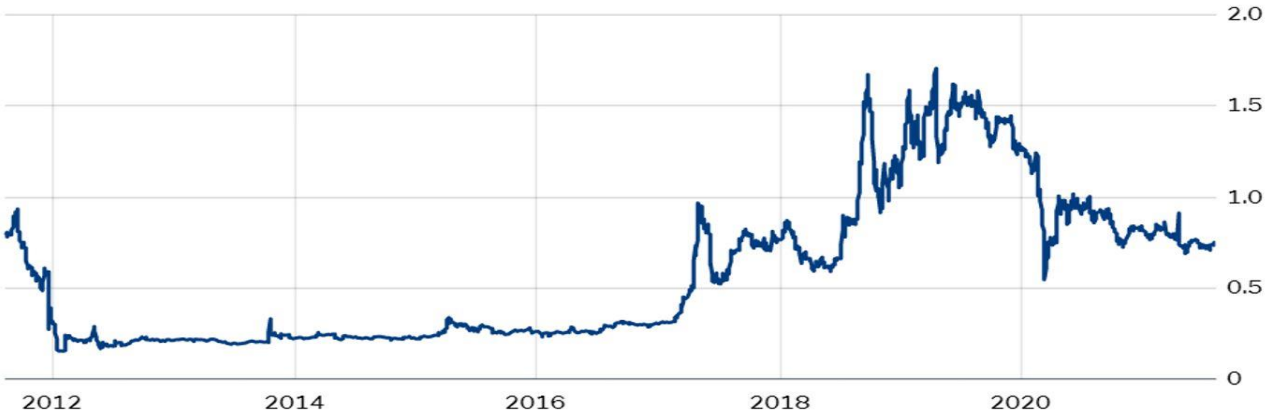
Naturalmente si sta parlando di una partita particolare che è chiacchierata da tutti i giornali ancora prima dell'inizio del campionato e che alcune volte diventa il vero

obiettivo della stagione di una delle due squadre quando le cose non si mettono per il verso giusto in campionato. La vittoria del derby diventa così un'occasione unica per riscattare una stagione intera. In questi contesti di rivalità che sono stati valutati, lo studio rivela che non sono da tenere in considerazione solo i risultati sul campo della squadra analizzata per l'incidenza sui titoli azionari, ma si può trovare una correlazione anche con i risultati della società rivale. In particolare, un eventuale risultato negativo della AS Roma in un turno di campionato potrebbe portare dei benefici ai titoli azionari della Società rivale Lazio e viceversa, questo non accade sempre ma evidenzia ancora una volta come la componente di entusiasmo e di passione che i tifosi hanno verso i colori della propria squadra rappresenti una componente rilevante. Il fenomeno su cui si basa questo rapporto azionario dei rivali è riassunto dal termine tedesco *Schadenfreude*, che indica in generale quel sentimento di piacere che si prova in seguito alla sofferenza degli altri, un'emozione da contestualizzare al gioco del calcio, ma che viene in parte amplificata dal fatto che gli altri in questo caso sono i concorrenti sportivi di sempre.

Un'altra considerazione che è emersa dallo stesso studio di Rigoni e Demir pubblicato sul *Journal of Sports Economics* mostra come l'impatto sulle performances dei titoli sia ancora maggiore nel caso in cui la vittoria o l'eventuale sconfitta della rivale sia inattesa proprio perché è un epilogo che non ci si sarebbe aspettato.

Ora che si è visto quali sono le peculiarità dei titoli dei club di calcio, che sono caratterizzati da una grossa componente di volatilità e rischio data da tutte le informazioni altalenanti che si susseguono durante l'arco della stagione sportiva, si possono prendere in considerazione i grafici che mostrano l'andamento azionario di Juventus Fc e Manchester United dalla loro prima offerta pubblica ad oggi. Si può vedere inoltre quali sono stati i fatti che hanno portato delle variazioni maggiori sia verso l'alto che verso il basso per quanto concerne il prezzo dei loro strumenti finanziari. Tra le due società prese in considerazione, pur essendo di campionati differenti, vi sono state anche delle operazioni intrecciate che hanno portato dei benefici e perdite rispettivamente ad una o all'altra e che verranno in seguito riportate; un esempio è stata la cessione del centrocampista francese Pogba che è passato dalla Juventus al campionato inglese nel 2016 riportando tanto entusiasmo nelle vie di Manchester.

3.3: Andamento del titolo azionario di Juventus Fc negli ultimi dieci anni



Fonte: Il Sole 24 Ore, 2021, Il Sole 24 ore-Mercati azionari

Il grafico sopra riportato mostra come è mutato il prezzo azionario della società piemontese negli ultimi anni che sono stati molto vincenti dal punto di vista sportivo poiché, ad eccezione dell'ultima stagione, la Juventus è stata sempre campione d'Italia alla fine dell'anno. L'offerta iniziale del club, che è avvenuta nel dicembre del 2001 ad un prezzo che si attestava sui 3,7 euro nel primo giorno di quotazione, ha riportato una flessione costante dal momento che ad oggi, nell'agosto del 2021, il prezzo si attesta a 0,75€. La riduzione che ha subito il valore del tiolo risulta abbastanza evidente anche se bisogna specificare che la Juventus ha effettuato alcune operazioni straordinarie di aumento di capitale nel

corso degli ultimi anni, le quali hanno portato all'emissione di nuove azioni e questo ha fatto si che il prezzo del collocamento iniziale del 2001 dovrebbe essere aggiustato ad un valore più corretto di 1,35 €. Ad oggi, come già ricordato, il valore è di circa la metà e quindi è confermata la perdita di valore registrata nel tempo dal titolo, che però è sicuramente inferiore rispetto a quella considerata senza la giusta rettificazione del prezzo inziale.

Come si può notare inoltre dal grafico, il periodo migliore per il titolo del club è stato quello che va dalla stagione 2018 a quella del 2019 dove la Juventus ha potuto sfruttare la grande crescita di immagine data dall'arrivo del fenomeno portoghese Cristiano Ronaldo, un'operazione che venne definita dalla stampa come il trasferimento del secolo. Per capire l'importanza che ha significato questa operazione per la società bianconera, si può valutare la crescita che la pagina Instagram del club ha avuto in seguito all'arrivo del campione portoghese. Instagram infatti, è il social network di gran lunga più utilizzato dai giovani di oggi e fornisce una buona stima di quanto la società sia apprezzata e seguita a livello social in tutto il mondo. Prima dell'acquisto del portoghese, che è stato ufficializzato il 10 luglio del 2018, la Juventus contava su Instagram circa 10 milioni di followers che la incoronavano già come la regina dei social network per il campionato italiano, ma nessuno ancora si poteva aspettare quello che sarebbe successo in seguito. L'effetto dell'arrivo di Ronaldo sul seguito del club è stato immediato quanto spaventoso, in pochi mesi e già nel dicembre dello stesso anno i

seguaci erano di colpo già raddoppiati a 20 milioni, una crescita davvero incredibile se si pensa che erano passati solo cinque mesi dal suo arrivo in Italia. Ad oggi, dopo tre anni il club conta quai 50 milioni di iscritti e dopo aver recentemente superato il Manchester United, si è posizionato al terzo posto nella classifica delle squadre più seguite d'Europa dietro solo a potenze come Real Madrid e Barcellona, inoltre in questi anni è diventato anche il brand italiano con più followers davanti a mostri sacri come Gucci e Ferrari.

Naturalmente si tratta di classifiche che fanno riferimento ad un semplice social network ma in realtà forniscono una buona rappresentazione di quanto la squadra sia seguita e apprezzata non solo in Europa ma anche nel resto del panorama internazionale, e questa crescita spaventosa che si è registrata in termini di visibilità e appeal si è poi riversata in parte anche nel titolo azionario che ha avuto i suoi picchi più alti di valore. La Juventus grazie alle finali di Champions del 2015 e del 2017 prima, e all'arrivo del campione lusitano nel 2018, aveva ottenuto una sua rilevanza internazionale che la posizionavo tra le top d'Europa e questa crescita la si può notare anche dallo stesso titolo di Borsa.

Negli ultimi anni ci sono stati anche degli eventi che hanno fatto registrare delle variazioni evidenti al titolo di Juventus sia verso l'alto che verso il basso, ad esempio si possono mostrare due date che riguardano il percorso del club in Champions League con due risultati completamente opposti. Nel marzo del 2019 la partita storica della Juventus contro l'Atletico di Madrid finita 3 a 0 con

tripletta di Ronaldo, che ha permesso al club di rimontare e approdare ai quarti di finale dopo una cocente sconfitta nell'andata, ha fatto registrare il giorno seguente un incremento del 18% del titolo juventino con il prezzo che si attestava a 1,436 € a fine della giornata, ovvero il valore che mostrava prima della sconfitta di andata.
Una giornata piuttosto negativa è stata invece quella del febbraio dell'anno successivo, ovvero del 2020, quando in seguito all'uscita di scena negli ottavi di Champions contro il Lione, sconfitta pesante poiché poco prevedibile e maturata molto presto, il titolo ha registrato un decremento importante che ha fatto scendere il valore a 0,840 € cioè sotto la soglia di un euro per azione, il che non si verificava per la società bianconera dal dicembre di due anni prima. Queste oscillazioni mostrano come i risultati del club possono impattare sul valore del titolo in modo piuttosto rilevante quanto imprevedibile, e per questo motivo è importante prendere in considerazione un periodo più lungo se si vogliono fare valide considerazioni sulla tendenza del titolo e sul suo andamento.
Un altro club che si è distinto per la sua relazione con la Borsa è il Manchester United, che ha intrapreso questa strada con lo scopo principale di rifinanziare il suo debito che gravava sulle casse del club sin dall'acquisto della famiglia Glazer nel 2005. In questo caso si prenderà come oggetto di valutazione la quotazione avvenuta nel NYSE nel 2012, e anche qui si valuteranno alcuni eventi che hanno lasciato un segno, positivo o negativo, sul valore del titolo azionario della squadra rossa di Manchester.

3.4: Andamento del titolo azionario del Manchester United dal 2012 ad oggi

Fonte: Il Sole 24 Ore, 2021, Il Sole 24 Ore-Mercati azionari

Il prezzo iniziale di collocamento per la quotazione a New York era di circa 14 $ mentre ad oggi il valore è di 16,36 $ e questo evidenzia un piccolo miglioramento di poche unità percentuali del titolo dal giorno dell'offerta pubblica ad oggi.

Anche per la squadra inglese così come per Juventus, il picco di altezza della curva lo si è raggiunto nella stagione 2018 quando alla guida del team vi era il tecnico portoghese Josè Mourinho, il titolo ha registrato un incremento record del 55% rispetto ai precedenti 12 mesi arrivando al valore più alto di 26 $ ai primi di settembre dello stesso anno. Sono periodi molto floridi per il club che diventa

anche quello con il valore di mercato più alto a livello globale andando a superare i Dallas Cowboy nelle stime di luglio del 2018.

Un periodo più complicato è stato invece quello della stagione 2013 dove il club ha dovuto salutare la figura più iconica della sua gloriosa storia, ovvero il tecnico Sir Alex Ferguson che dopo 27 anni da allenatore dei diavoli rossi ha deciso di lasciare l'incarico ad una figura più giovane e che potesse sostituirlo al meglio. Una notizia che ha lasciato il suo segno anche per quanto riguarda i valori di Borsa dal momento che il club inglese ha visto oscillare molto il suo valore nelle giornate seguenti, fino a registrare un decremento massimo del 4,75% in parte poi successivamente recuperato.

Per quanto riguarda i due club analizzati, come già sopra anticipato, ci sono stati anche degli eventi che hanno coinvolto entrambe le società sportive e che hanno influenzato in maniera reciproca i rispettivi titoli azionari. La cessione di Pogba dalla Juventus al Manchester, ad esempio, ha generato entusiasmo intorno al club inglese e ha portato al contrario una piccola flessione al titolo della società bianconera. Ciò che però ultimamente ha scosso le vicende di tutti i club europei è stato l'annuncio della Superlega che non ha risparmiato nessuno, nemmeno le due società prese in considerazione. In questo caso, la vicenda è stata piuttosto complicata poiché si sono susseguite una serie di informazioni diverse in pochissimo tempo che hanno creato tanta confusione e si sono concluse con un nulla di fatto, andando però a creare degli effetti contrastanti nel valore di Borsa

dei titoli dei rispettivi club. L'annuncio inaspettato della lega è stato un momento rilevante per le squadre che erano coinvolte, la Juventus aveva ottenuto da qui un incremento positivo del 17,8% mentre il Manchester un aumento del 5,07% nel pre-listino. Tutto questo era dovuto al fatto che si trattava di club che essendo coinvolti nel progetto insieme alle altre migliori squadre europee, si garantivano per i prossimi anni delle entrate record e la possibilità di rimanere nell'élite del calcio mondiale per tantissimo tempo, e questo aveva generato un elevato entusiasmo anche tra i sostenitori e gli addetti al lavoro. Non solo, Juventus e Manchester con i rispettivi presidenti erano anche tra i principali promotori e ideatori della nuova competizione internazionale. Con l'avvento di numerose proteste tra i vari tifosi e lo scontro con le già esistenti competizioni nazionali, man mano tante squadre si sono ritirate e il progetto iniziale naufragò definitivamente pochi giorni più tardi. Il fallimento del progetto però ha portato le sue conseguenze anche in Borsa dove i titoli che prima erano saliti in fretta hanno subito una brusca frenata, la Juventus ha riportato una perdita dell'11% con il valore sceso fino a 0,77 euro per azione mentre la squadra di Manchester, che ha dovuto incassare anche le dimissioni del suo vicepresidente Woodward, appunta un crollo di 6,2 punti percentuali.

Il recente terremoto Superlega, anche se alla fine si è concluso con un nulla di fatto, ha dimostrato ancora una volta come le informazioni che si susseguono anche fuori dal campo possano influenzare le performance azionarie di Borsa e di

quanto la volatilità sia marcata per questi strumenti; per tale motivo se si vogliono fare delle considerazioni più oggettive è importante valutare un periodo che sia più lungo e che sia quindi meno esposto a tali oscillazioni.

3.3. Il confronto degli indicatori di rendimento e rischio di Juventus Fc e Manchester United[34]

Nel paragrafo precedente, si è visto come è mutato il valore dei titoli per i club scelti in analisi nel corso degli anni dal giorno della loro prima offerta pubblica nel mercato, e si è appurato come alcuni eventi sportivi e no, possano incidere sul loro andamento generale nei listini di Borsa.

Ora però si può andare ancora di più nel dettaglio per comprendere meglio le caratteristiche di tali strumenti finanziari emessi dai club, e andare ad analizzare altri aspetti molto rilevanti come il rendimento che hanno registrato nel tempo e il rischio di investimento che si portano con sé. Si tratta naturalmente di due concetti collegati tra di loro, il rischio infatti si calcola a partire dal rendimento stesso delle azioni poiché non è altro che la variabilità del rendimento rispetto al suo valore

[34] Si rimanda alle fonti consultate:

Investing Stock & Finance, "Manchetser United (MANU) Cronologia dati storici", in *Investing.com*

Investing Stock & Finance, "Juventus Football Club SpA (JUVE) Cronologia dati storici", in *Investing.com*

Juventus Football Club, "Andamento titolo", in azionariato titolo di *juventus.com*

Gimet, C., Montchaud, S., "What drives European football clubs Stock returns and volatility?", in *International Journal of the Economics of Business* (2016)

Spaziante, M., "Il calcio in Borsa: persi 800 milioni di capitalizzazione", in *Calcio e Finanza* (2020)

Berument, H., Ceylan, N., "Effects of football on Stock Marckets: return-volatility relationship", in *The SocialScience Journal*, pp. 368 373 (2012)

atteso. Inoltre, si può vedere come questo rapporto sia consolidato anche dal fatto che di norma i titoli che presentano un rendimento migliore sono anche quelli che hanno un livello di rischio maggiore.

L'analisi condotta in questo paragrafo inizia con lo studio del rendimento dei titoli azionari di Juventus e Manchester United, e il punto di partenza è proprio il prezzo azionario di tali strumenti finanziari poiché il rendimento, come si vedrà più avanti, si calcola proprio prendendo in considerazione la variazione subita dai prezzi in un periodo di riferimento stabilito. In particolare, il rendimento azionario, si ottiene dalla somma di due componenti che sono rispettivamente il *dividend Yield*, che è dato dal dividendo diviso il prezzo ed indica la remunerazione periodica del capitale, e da un'altra componente che è costituita dall'eventuale apprezzamento o deprezzamento dei titoli nel mercato in un periodo considerato. Dallo studio dei prezzi, si possono andare a definire anche altri indicatori di rendimento importanti per l'analisi delle società come quelli che sono inseriti nella tabella seguente.

3.5: Indicatori di rendimento azionario di Juventus Fc e Manchester United

		P medio stagione	R medio stagione	Earnigs per share	P/E ratio	Book value per share	P/B ratio
Juventus	18/19	1,1254	9,20%	-0,0396	-28,41	0,031	36,3
	19/20	**1,1676**	**-2,57%**	**-0,0762**	**-15,32**	**0,203**	**5,74**
Manchester	18/19	20,54	-0,52%	0,114	180,17	2,52	8,13
	19/20	**17,26**	**-0,79%**	**-0,141**	**-122,41**	**2,13**	**8,07**

Fonte: Nostre elaborazioni dai dati di bilancio e di Borsa di Juventus Fc e Manchester United

La tabella tiene in considerazione i dati e i valori dei rispettivi club nelle ultime due stagioni (non viene considerata la stagione della pandemia), e la prima cosa che viene calcolata è il prezzo medio che gli strumenti azionari hanno mantenuto nel periodo analizzato, che sono stati ottenuti considerando i valori che il titolo ha assunto solo nei primi giorni di ogni mese che ha composto l'intera stagione. Dal confronto, come si era già visto anche nel paragrafo precedentemente, si nota come il titolo del Manchester ha un prezzo più alto rispetto a quello di Juventus, e ha riportato anche una leggera riduzione con il passaggio da una stagione all'altra

(-15,9%), al contrario di quello della società torinese che è rimasto praticamente invariato (+3,74%).

Per quanto riguarda il rendimento medio dei titoli, la squadra inglese ha registrato in entrambe le situazioni due valori leggermente negativi, mentre la società italiana ha avuto dei valori più altalenanti, ha infatti registrato un valore più che positivo di +9,20% di rendimento nel corso del 2019 per poi registrare un valore di -2,57% nel corso del 2020. Il rendimento è stato calcolato non tenendo in considerazione gli eventuali dividendi distribuiti, e in particolare si è utilizzato questo rapporto: al numeratore [P t+1 – P t], che è la differenza tra il prezzo finale e iniziale del titolo, e al denominatore il prezzo iniziale (P t).

Continuando con lo studio dei due club, sono stati presi in considerazione anche altri indicatori rilevanti come ad esempio quello che è chiamato *Earnings per share* (Eps) che, in italiano, viene tradotto come utile per azione. L'utile per azione, in azienda, viene calcolato tramite il rapporto dell'eventuale utile o perdita che si è registrata nel corso dell'esercizio sul numero delle azioni circolanti per lo stesso periodo di riferimento. In concreto, è un indicatore che esprime la redditività del titolo societario, poiché indica la parte di utile netto che è relativa a ciascuna delle azioni in circolazione. Per Juventus Fc in entrambi i casi si è trattato di un *loss per share*, poiché il club ha registrato in tutte e due le stagioni una perdita che è stata rispettivamente di 39 milioni prima e di 89 nell'anno successivo. La variazione negativa di tale valore per Juventus è più imputabile al

fatto che ci sia stato un aumento evidente della perdita, poiché il numero delle azioni è variato di poco da una stagione all'altra.

Per il Manchester United si ha un valore positivo di 0,11 nel 2019, in seguito ad un utile a fine anno di 18 milioni di sterline, e una perdita per azione di 0,15 nel 2020 per una perdita di esercizio che ammontava a 23 milioni. L'indice Earnings per share è una fonte di informazione importante perché è un dato che permette di calcolare anche altri indicatori chiave come il più importante Price/Earnings Ratio.

Il rapporto Prezzo/Utili fornisce un'informazione valida sia sul valore di impresa e sia sulla convenienza o meno ad acquisire un titolo per l'investitore, ed è uno degli indici più comunemente utilizzati per quanto riguarda l'analisi fondamentale; si calcola effettuando il rapporto tra il prezzo di mercato del titolo e l'utile per azione dell'impresa analizzata (Eps) che si è appena visto. Fornisce un dato su quanto un titolo è caro rispetto agli utili che garantisce. È un'informazione che non può essere considerata singolarmente e deve essere comparata con altri parametri aziendali, ma può comunque offrire delle considerazioni valide sul prezzo del titolo, in particolare permette di capire se il titolo è sopravvalutato o sottovalutato. Di norma se il PE è alto si tratta di un titolo sopravvalutato, e quindi anche rischioso perché potrebbe essere stato gonfiato più del suo valore reale, mentre se si trova un PE basso, il titolo sarà con buona probabilità sottovalutato con la possibilità per gli investitori di ottenere dei guadagni dal momento che

potrebbe crescere nel futuro. Un valore negativo indica invece che l'azienda è in perdita. In generale, se si fa riferimento alle azioni, si ritiene più conveniente per un investitore fare un acquisto quando il PE è basso poiché indica che non c'è una grande distanza tra il prezzo da pagare per avere il titolo e gli utili che lo stesso garantisce.

Per quanto riguarda i due club considerati, nella stagione 2020 sia Juventus che Manchester United, hanno fatto registrare dei rapporti prezzo/utili negativi che sono rispettivamente di -15 e di -122, i quali evidenziano delle perdite in entrambe le gestioni societarie. Se la società italiana aveva mostrato un valore negativo anche nell'anno precedente (-28,41), al contrario la società dei diavoli rossi evidenziava un rapporto di 180,17 imputabile al fatto che aveva chiuso l'esercizio con un utile di 18 milioni di sterline.

Un ultimo indicatore, non per importanza, che si può ancora prendere in considerazione nella seguente analisi è il Price to book ratio che, anche in questo caso come per l'indice precedente, dà informazioni sia sul valore dell'impresa sia sul titolo stesso. Tale rapporto se calcolato a livello di impresa mette a confronto il valore di mercato dell'azienda con il suo valore contabile, e serve a stabilire se si tratta di una società sopravvalutata o meno dal mercato. Se si calcola a livello di singola azione, si ottiene dal rapporto tra il prezzo di mercato della stessa con il patrimonio netto per azione, che viene anche definito *book value per share*, e

anche in questo caso serve per confrontare il valore di mercato del singolo titolo con quello di bilancio.

Il book value per share, a sua volta, si ottiene dividendo il patrimonio netto della società per il numero medio di azioni circolanti, e per i due club si hanno cifre piuttosto differenti in merito a tale parametro. In particolare, la Juventus ha mostrato un aumento importante del Bvps tra i due anni di riferimento, si passa da 0,03 a 0,2, variazione dovuta al fatto che c'è stato un incremento del patrimonio netto che è passato dai 31 milioni del 2019 ai 239 milioni del 2020. Il patrimonio netto per azione del Manchester United nel 2020 è invece più alto e si attesta intorno a 2,1, questo è dovuto ad un valore maggiore del patrimonio netto e ad un numero inferiore di azioni da considerare nel calcolo rispetto alla società piemontese.

Una volta stabilito il book value per share, si può trovare il P/B ratio andando a dividere il prezzo azionario di mercato per tale valore. Il price to book del Manchester è in generale più alto di quello della società juventina, nel 2020 è rispettivamente di 8,07 e di 5,74, e questa differenza è dovuta principalmente ad un prezzo di mercato del titolo inglese che è quasi venti volte più alto di quello italiano ed è una differenza molto rilevante poiché si tratta di quel valore che si trova al numeratore per il calcolo del P/B ratio.

Dopo che si è visto quali sono i principali indicatori di rendimento per quanto riguarda i titoli azionari, per completare l'analisi, si deve andare a valutare qual è

il rischio che si lega a tali strumenti emessi dai club, e andare a considerarlo tramite alcuni specifici indicatori che possono essere facilmente calcolati. Prima di tutto è fondamentale capire a cosa si fa riferimento quando si valuta il rischio azionario, si tratta infatti di un concetto che è estremamente collegato a quello visto in precedenza e, per questo motivo, lo si può anche definire come l'incertezza del rendimento di un investimento; infatti, se l'investitore fosse in grado di conoscere in anticipo l'esito del suo investimento non ci sarebbe nessuna possibilità di errore e quindi nessun tipo di rischio.

Naturalmente, quando viene fatto un investimento in azioni sono tanti gli scenari che possono verificarsi e che in concreto devono essere presi in considerazione dal momento che possono, in modo più o meno marcato, incidere sul rendimento finale dei titoli. Il rischio complessivo, infatti, è formato da due grandi sezioni che sono quelle di rischio non sistematico e di rischio sistematico. La prima categoria citata, viene anche definita rischio specifico, e fa riferimento a tutti quei fattori che sono tipici del titolo stesso, specifici dell'impresa considerata o legati al suo settore di appartenenza; si tratta di una componente che può essere in parte eliminata tramite la diversificazione di portafoglio e quindi andando ad investire su tante attività finanziare che hanno delle caratteristiche diverse in modo tale che siano combinate tra di loro e che vadano ad abbassare la possibilità di fallimento.

La seconda categoria, che è quella formata dal rischio sistematico, fa riferimento a una componente di incertezza che non può essere eliminata, si tratta infatti di

quella parte definita anche come rischio di mercato, poiché deriva dal rapporto che il titolo stesso ha con il mercato di riferimento, che come già anticipato non può essere abbattuto diversificando il proprio portafoglio titoli.

Da qui in avanti si andranno a confrontare alcune delle misure di rischio più conosciute per quanto riguarda i titoli azionari di Juventus e Manchester United, in particolare, si andrà a studiare la volatilità dei titoli che indica quanto il rendimento si discosta dal suo valore medio in un periodo stabilito, e si andrà anche a valutare quello che è prima stato definito come rischio di mercato tramite il coefficiente beta, che riporta una misura immediata di come reagisce il prezzo del titolo alle variazioni che si verificano nel mercato di riferimento.

Come è stato fatto anche per il calcolo del rendimento, anche per quanto riguarda gli indicatori di rischio, nell'analisi riportata in seguito si prenderanno in considerazione solo le ultime due stagioni calcistiche prima della pandemia, le quali ci permetteranno non solo di effettuare un confronto tra le due più importanti società di Italia e Inghilterra, ma anche di valutare quali sono state le principali variazioni tra un anno e l'altro nello stesso club.

3.6: Indicatori di rischio azionario di Juventus Fc e Manchester United

		Varianza	Deviazione standard	Sharpe	Beta		Coeff di correlazione
Juventus	18/19	0,0469	21,67%				20/21
	19/20	**0,016**	**12,64%**	**-0,204**	**0,78**		**0,65**
Manchester	18/19	0,0113	10,67%				
	19/20	**0,0083**	**9,13%**	**-0,093**	**0,92**		

Fonte: Nostre elaborazioni dai dati di bilancio e di Borsa di Juventus Fc e Manchester United

Iniziando dalla parte sinistra della tabella, vengono mostrati inizialmente gli indicatori che si riferiscono alla volatilità dei titoli, in particolare sono stati scelti la varianza e la deviazione standard, che viene normalmente indicata con la lettera greca sigma (σ), che altro non è che la radice quadrata del primo indicatore. La varianza indica un'oscillazione rispetto al valore medio e si può calcolare per qualsiasi tipo di variabile, in questo caso si prenderanno in considerazione la varianza e la deviazione standard dei rendimenti dei titoli azionari per le due stagioni del 2019 e del 2020 di Juventus e Manchester United. La varianza si costruisce elevando al quadrato le distanze dei rendimenti mensili del titolo dal

proprio valore medio e dividendo poi il tutto per (k-1), dove la lettera k indica il numero delle osservazioni effettuate nel campione di riferimento. Come si è detto più volte, è un indicatore di volatilità poiché va a definire quanto un titolo si discosta in valore dalla sua media e per questo va a dare indicazioni importanti sul rischio associato a tale titolo, in particolare, maggiore è la varianza e maggiore sarà il rischio che è associato a quell'attività finanziaria. La deviazione standard si trova facendo la radice quadrata della varianza, e quindi fornisce un'informazione molto simile a quella precedente ma porta dei vantaggi in più per quanto riguarda l'interpretazione dei dati, poiché facendo la radice quadrata non si hanno più problemi di unità di misura o di possibilità di fare confronti che erano dovuti al fatto che prima si era elevato tutto al quadrato. Per quanto riguarda le due squadre prese in considerazione, la Juventus ha ridotto in modo molto più marcato la sua deviazione standard con il passaggio da un campionato all'altro rispetto alla diminuzione che ha fatto registrare la squadra rossa di Manchester. Confrontando solo i dati dell'anno 2020 si può concludere dicendo che il titolo di Juventus presenta un (σ) leggermente più alto, hanno mostrato rispettivamente valori di 12,64% e di 9,13%, il che si traduce con una volatilità maggiore per ciò che riguarda il valore dei propri titoli.

Un altro parametro importante che fornisce un'indicazione diversa e che serve per la costruzione di un altro indicatore chiave è la covarianza, che permette di conoscere il rischio legato a più titoli e mostra con quale direzione e con quale

intensità variano reciprocamente i rendimenti delle attività finanziare prese in considerazione per l'analisi. La covarianza si ottiene sommando tra di loro i prodotti degli scostamenti dei rendimenti dalla media del primo titolo con quelli del secondo, e dividendo successivamente per il numero del campione statistico di riferimento. La covarianza di per sé è già un'informazione diversa e nuova ma la maggior parte delle volte viene utilizzata per il calcolo del coefficiente di correlazione che si ottiene dividendo la stessa covarianza per il prodotto delle deviazioni standard dei due titoli considerati, si tratta di un'informazione più precisa e intuitiva poiché è normalizzata ed è sempre compresa tra -1 e 1. Più il valore è vicino a 1 e più i titoli sono correlati positivamente, e ciò indica che quando uno dei due titoli sale di valore lo fa anche l'altro, viceversa quando il coefficiente si avvicina a -1 si ha un andamento che è sempre più differente per i titoli e questo garantisce maggiore diversificazione di portafoglio e conseguente riduzione del rischio del soggetto investitore. Se il valore che si trova è lo 0 vuol dire che i titoli non sono legati da nessun rapporto di correlazione lineare. Per quanto riguarda le due imprese considerate, Juventus e Manchester United, il coefficiente di correlazione stimato per l'anno 2020 è di *0,65*, un valore che è maggiore dello zero e che indica una buona correlazione positiva, il che mostra come di solito i due valori dei rendimenti tendono ad aumentare o diminuire in parallelo.

Se si torna a fare un'analisi dei singoli titoli per ogni club, un ulteriore valido parametro da analizzare è quello di Sharpe, che risulta essere completo poiché mette a confronto sia il rendimento dell'attività finanziaria, che si trova al suo numeratore, e sia il rischio che è compreso nella deviazione standard che si trova al denominatore. Lo Sharpe Ratio viene anche definito come l'extra rendimento ottenuto per unità di rischio rispetto ad un titolo risk free, e più tale rapporto è alto e più l'attività finanziaria sarà appetibile dal momento che presenterà un buon rapporto rendimento/rischio.

Per ottenere tale indice si deve, in primo luogo, calcolare la differenza del rendimento medio del titolo scelto con quello di un titolo privo di rischio, e successivamente dividere per la deviazione standard registrata nello stesso periodo considerato. Per il calcolo dello Sharpe Ratio della società italiana si è utilizzato come confronto il rendimento risk free di un Bot con scadenza a 12 mesi emesso nel giugno 2020, mentre per la squadra estera si è tenuto in considerazione il rendimento di un titolo di stato inglese sempre con scadenza dopo un anno. In entrambi i casi analizzati per la stagione 2020, l'indicatore è risultato negativo, e questo sta a significare che si ha un rendimento dei titoli azionari che è inferiore rispetto al risk free e inoltre che i rendimenti che si ottengono sono inferiori al rischio che si sta assumendo per investire. L'indice di Sharpe di Juventus (-20,4%) è peggiore rispetto a quello della squadra estera (-9,3%), e questo mostra

un rapporto meno conveniente tra rendimento e rischio per chi volesse investire nella società piemontese.

L'ultima parte della tabella ancora da analizzare fa riferimento all'indicatore Beta delle due società, calcolato sui dati attuali del 2021, è una misura molto rilevante poiché mostra quella componente che prima si era definita come rischio di mercato. In concreto si evidenzia in che misura il titolo considerato è esposto al rischio sistematico, e si ottiene dal rapporto tra la covarianza dei rendimenti del titolo e i rendimenti del mercato, con la varianza del rendimento del portafoglio di mercato. Si tratta di una misura importante perché è una delle poche che si focalizza sul rischio sistematico andando a stabilire con quale intensità i prezzi del titolo, e quindi i rendimenti azionari, reagiscono alle variazioni che si susseguono nel mercato di riferimento. Il beta è un valore che in generale viene valutato andando a vedere se supera o meno il valore di 1, se infatti supera l'unità si è di fronte ad un titolo che viene definito aggressivo poiché varia più che proporzionalmente rispetto alle variazioni di mercato sia in aumento che in diminuzione; se invece l'indicatore è minore di 1 si ha che l'azione varia in modo minore rispetto alle oscillazioni del mercato di riferimento e si parla di titolo difensivo. Se il titolo è aggressivo vuol dire che ci saranno delle oscillazioni maggiori che indicano conseguentemente anche un rischio maggiore per l'attività finanziaria considerata.

Il beta attuale di Juventus è di 0,78 e quindi indica che si è di fronte ad un titolo difensivo con variazioni di entità minore rispetto a quelle del mercato, in pratica l'azione prenderà solo il 78% delle oscillazioni del mercato con guadagni minori in caso di crescita ma con perdite inferiori in caso di riduzioni. Il beta della squadra inglese è più alto e si attesta a 0,92, è quindi molto vicino all'unità e questo tende a evidenziare come il titolo si muove in maniera molto simile rispetto al mercato di riferimento senza andare a gonfiare o a ridurre troppo le oscillazioni che si stanno verificando. Si tratta in entrambi i casi di titoli che non sono aggressivi poiché entrambi sono sotto l'unità.

Conclusioni

L'obiettivo principale di tale elaborato è stato quello di studiare come tre importanti squadre europee si sono comportate in seguito ai grandi cambiamenti che hanno colpito il settore calcistico negli ultimi decenni. C'è stato un passaggio radicale che ha reso il calcio uno degli sport più redditizi portandolo ad attrarre i maggiori capitali, anche da imprenditori esteri, e oggi si tratta di un fenomeno che registra cifre record di anno in anno. Le società calcistiche più famose sono diventate delle imprese con valore ed esposizione mondiale e possono sfruttare un bacino di utenza davvero molto esteso, tanto che diverse multinazionali cercano di investire sempre di più nelle società sportive tramite i contratti di sponsorizzazione per aumentare la loro popolarità.

L'elaborato che è stato proposto prende in analisi i tre club che rappresentano i paesi più importanti d'Europa a livello calcistico, l'obiettivo infatti era quello di uscire dai confini nazionali per vedere quanta distanza vi era tra le varie società scelte e da che tipologia di assetto gestionale tale distanza era dovuta. Le tre società sportive che sono state scelte come oggetto di tale elaborato sono la Juventus Fc, il Manchester United e il Barcellona Fc.

Nel primo capitolo, dove vengono esaminati i campionati più che le società, si arriva alla conclusione che la lega nazionale più importante a livello economico è senza dubbio la Premier League inglese che presenta un distacco importante su

tutte le altre considerate. L'elemento in più su cui la lega inglese può fare affidamento è la componente relativa ai diritti tv che sono venduti a cifre nettamente superiori rispetto a quelle che si registrano per tutti gli altri campionati europei. La bellezza e l'intensità delle partite, così come la presenza di tante squadre di valore assoluto, rendono la Premier League uno spettacolo che nessuno vuole perdersi e per questo motivo le emittenti televisive sono spinte a formulare delle offerte monstre per assicurarsi la possibilità di trasmettere la competizione.

Si arriva così alla conclusione che il settore calcio non sia da considerare solo come una semplice fonte di intrattenimento e svago per gli appassionati, si tratta di un fenomeno che con il tempo è diventato parte dell'economia nazionale e contribuisce alla sua crescita in modo determinante, ad oggi il paese non può fare a meno di tutte le entrate che garantisce. Il contributo che fornisce per quanto riguarda il valore della produzione, il contributo fiscale e le opportunità di occupazione è anche superiore a quello di tanti altri settori rilevanti e ad oggi, molti di questi poggiano sul contributo che forniscono gli eventi sportivi, si veda ad esempio il settore alberghiero o quello della ristorazione.

Nel secondo capitolo si passa ad una valutazione più concreta delle singole società sportive, poiché si va ad analizzare i loro rispettivi bilanci nelle ultime stagioni e le voci tipiche che li caratterizzano. Si passa da una trattazione più generale e teorica ad una più dettagliata poiché i dati di bilancio vengono utilizzati per

calcolare dei veri e propri indicatori che forniscono informazioni di carattere reddituale, patrimoniale e finanziario per quanto concerne i club considerati.

Gli indicatori che sono stati calcolati mostrano come la società che più delle altre due è riuscita a mantenere una situazione sostenibile sia il Manchester United, anche se non è stata esente dalle criticità e dai problemi insorti con la pandemia.

La società inglese presenta dei valori percentuali migliori per quanto riguarda gli indicatori di redditività, ovvero quei parametri che mostrano il rendimento del capitale investito in azienda e vanta una situazione finanziaria migliore rispetto ai competitors analizzati poiché ricorre meno all'indebitamento.

Questa seconda parte ha evidenziato come i club sportivi sono oramai da esaminare alla stessa maniera delle altre aziende tradizionali e che l'analisi di bilancio è fondamentale per valutarle dal punto di vista finanziario, che è importante tanto quanto lo è il successo sportivo. Si è mostrato che, rispetto alle aziende tradizionali, vi sono delle differenze importanti per quanto riguarda le voci da considerare, poiché il vantaggio competitivo delle società sportive viene dato dalla compravendita dei calciatori, che sono degli asset intangibili e hanno un valore che è cresciuto in modo smisurato nel tempo. Nel capitolo si è visto anche come la pandemia ha colpito questo settore in maniera rilevante poiché, ad esempio, molti contratti di sponsorizzazione sono stati rimodulati e gli introiti dovuti al botteghino degli stadi si sono azzerati per tutte le squadre.

Il terzo e ultimo capitolo prende in analisi il rapporto che Juventus e Manchester United hanno instaurato con il mercato di Borsa, non viene considerato il club Barcellona Fc poiché in Spagna nessuna società è quotata nei mercati regolamentati. L'investimento nei titoli azionari di una società sportiva è un'attività molto difficile da valutare e non sempre conveniente, tali strumenti finanziari infatti presentano una volatilità molto elevata e il loro andamento è molto influenzato dai risultati sportivi e dai *rumors* che coinvolgono il club che li ha emessi. Nel capitolo vengono calcolati gli indicatori per il rendimento e il rischio azionario, dai quali si evidenzia come entrambi i titoli dei club hanno registrato nel 2020 un rendimento negativo con un rapporto Prezzo/Utili peggiore per la squadra di Manchester. Per quanto riguarda il rischio azionario, si è visto come i titoli delle due società presentano una correlazione positiva che li porta ad avere direzioni simili sulle variazioni del valore, e che la squadra piemontese ha registrato una volatilità leggermente più alta rispetto a quella inglese nel 2020.

Per ciò che riguarda il mercato di Borsa, si può concludere evidenziando come i titoli delle società sportive sono da considerarsi molto differenti rispetto a quelli di altre aziende poiché hanno un andamento che è molto più imprevedibile e che viene condizionato in modo rilevante dalle scelte gestionali e dalle indiscrezioni che circolano sulla società stessa. Una componente rilevante è data anche dalla situazione contabile e dai risultati sportivi del club, poiché un buon andamento in classifica alimenta le aspettative degli investitori che a volte sono veri e propri

tifosi. Tutto questo rende i titoli molto volatili e quindi più rischiosi per chi sceglie di investire. Anche se il mondo del pallone sta vivendo un periodo particolarmente difficile dove tante realtà importanti stanno rischiando anche il fallimento, si tratta di un fenomeno che da sempre è attento ai cambiamenti e alle possibilità di crescita che si prospettano attorno. La ricerca di nuovi capitali diversificati che possano rendere più sostenibile la gestione e la volontà di accrescere la propria visibilità, fanno si che oltre al mercato di Borsa, tante realtà sportive siano aperte ai nuovi canali di finanziamento che si stanno sviluppando come quello dell'azionariato popolare, già presente in alcuni campionati d'Europa, o l'apertura ai fondi di investimento esteri.

Bibliografia

Anagnostopoulos, C., Liasko, R., Parganos, P., "Scoring goals in multiple fields: Social media presence, on-field performance and commercial success in European professional football", in *Sport, Business and Management,* pp. 08 (2017)

Apredianto, K., Atahau, A., Huruta, A., "Market reactions to football match results: the effects of venues and competiotion types", in *The European Journal of Applied Economics*, pp. 69 (2020)

Avichai, S., "Brand equity for football club organizations", in *International Journal of Organizational Analysis*, pp. 713-715 (2016)

Barajas, A., Sanchez, L., Sanchez-Fernandez, P., "Sports Finance: revenue sources and financial regulations in European football", in *Sports (and) Economics* (2019)

Baroncelli, A., Lago, U., "Italian Football", in *Journal of Sports Economics*, pp. 4-8 (2006)

Benkraiem, R., Le Roy, F., Louhichi, W., "Sporting performances and the volatility of listed English Football clubs", in *European Financial Management Associacion* (2010)

Benkraiem, R., Louhichi, W., Marques, P., "Market reactions to sporting results: the case of European listed footballs clubs", in *Journals Management Decisions*, pp. 106-108 (2009)

Berument, H., Ceylan, N., "Effects of football on Stock Marckets: return-volatility relationship", in *The SocialScience Journal*, pp. 368 373 (2012)

Boyukaslan, A., Ecer, F., "Measuring performances of Football Clubs using financial ratios: the gray relational analysis approach", in *American Journal of Economics*, pp. 64 (2014)

Chavanat, N., Guillame, B., "Internationalisation and sport branding strategy: a French perception of Big Four brands", in *Qualitative Market Research*, pp. 461-465 (2009)

Ciarrapico, A., Cosci, S., Pinzuti, C., "Risultati sportivi e performance di Borsa nel calcio europeo", in *Rivista di diritto ed economia dello sport*, pp. 63-71 (2010)

Demir, E., Rigoni, U., "You lose, i feel better: rivalry between soccer teams and the impact of Schadenfreude on Stock Market", in *Journal of Sports Economics*, (2014)

Franck, E., "Private firm, public corporation or member's associaton – Governanance structures in European football", in *International Journal of Sport Finance*, pp. 111-115 (2010)

Gimet, C., Montchaud, S., "What drives European football clubs Stock returns and volatility?", in *International Journal of the Economics of Business* (2016)

Goode, C., "The opportunities and issues for sports teams considering an IPO", in *lawinsports*, (2014)

Gonzalez, B., Luna, A., Sanchez, J., "Comparative analysis of income trends and perceived values of squad of the highest turnover European football clubs", in *European Journal of Government and Economics* (2020)

Hamil, S., Walters, G., Watson, L., "The model of governance at FC Barcelona: balancing member democracy, commercial strategy, corporate social responsability and sporting performance", in S*occer and Society*, pp. 475-478 486-494 (2010)

Paolucci, G., "Analisi di bilancio: logica, finalità e modalità applicative", *FrancoAngeli*, pp. 121-189 (2016)

Piacquadio, A., "Revenues, television rights and competitiveness in European and Italian Football: a lack of compettive balance?", in *Researchgate*, pp. 3-11 (2017)

Plumley, D., Ramchandani, D., Wilson, R., "The relationship between ownership structure and club performance in English Premier League", in *Sport, Business and Management*, pp. 24 (2013)

Ruta, D., Lorenzon, L., Sironi, E., “The relationship between governance structure and football club performance in Italy and England”, in *Sport, Business and Management*, pp. 30-31 (2019)

Smith, P., Smith, R., Szymanski, S., “The English football industry: profit, performance and industrial structure”, in *International review of applied Economics* (2000)

Sitografia

Aglietta, M., Andreff, W., Drut, B., "Floating european football clubs in the stock market", in *economix-paris*, pp. 2-6 (2010)

Belardinelli, R., "I ricavi dei club dagli sponsor sulle maglie, il Real guida la classifica", in *nsssportsmag* (2021)

Belinazzo, M., "L'evoluzione del calcio tra entertainment-business e Jorge Luis Borges", in *Il Sole 24 ore* (2016)

Bortolotti, A., "Calcio-La storia del calcio", in *Treccani enciclopedia dello sport* (2002)

BrandFinance-Brandirectory, 2020, *"Brand Finance Football annual 2020"*

Carrà, M., "Calcio, Liga: il giro d'affari vola a quasi 5 miliardi", in *money.it* (2019)

Carrà, M.,"Perché i fondi di investimento puntano il calcio e la Serie A", in *Forbes* (2020)

"Come funziona la governance dei club spagnoli", in *Calcio e Finanza* (2020)

Chow, A., "Eleven footballs clubs that are publicly listed and why you should not invest in them", in *drWealth-Investment*, (2020)

Deloitte Sports Business Group, 2019, "*Annual Review of Football Finance 2019*", pp. 09

Deloitte-Sports Business Group, FIGC, "Il conto economico del Calcio Italiano", in *Conto economico Calcio Italiano figc.it*, pp. 10-16 41-45 (2016)

Deloitte Sports Business Group, "Football Money League 2021", in *reports deloitte.com*, pp. 12-31 (2021)

Eboli, V., “Superlega, quanti soldi vale in confronto alla Champions League”, in *Finanza E Mercati tg.sky.it* (2021)

Ernst & Young, Premier League, “Premier League-Economic and social Impact”, in *premierleague.com*, pp. 4-11 (2019)

FIGC, PricewaterhouseCoopers, Arel, “Report calcio 2020”, in *ReportCalcio figc.it*, pp. 15-16 72-76 (2020)

“Football agents: Salary, what they do and hot to become a player intermediary”, in *goal.com* (2019)

Football Association, Muckle LLP, “Club structures – a guide to Club structures for National League System and other Football Clubs”, in *thefa.com*, pp. 6-16 (2015)

Forgione, A., “La storia degli Agnelli: i veri sovrani del Novecento italiano”, in *forgione.com* (2016)

France, S., “Who owns Manchester United and who are the Glazer familiy?”, in *goal.com* (2021)

Furgiuele, M., “Taxation impact on players transfers and salaries”, in C*alcio e Finanza* (2017)

Futbol Club Barcelona, “Annual report 2019-20 English”, in *Annual reports fcbarcelona.com* (2020)

Gallotti, L., “Le associazioni sportive: da associazioni private non riconosciute a società per azioni a scopo di lucro”, in *Sport&Management sporteasy.com*

Gibson, O., “Glazers plan to float Manchester united on Singapore’s Stock Exchange”, in theguardian.com (2011)

“I ricavi del calcio europeo salgono a 28,9 mld nel 2018/19”, in *Calcio e Finanza* (2020)

"Il licensing nel calcio: dallo sfruttamento del brand alla ricerca di nuovi mercati", in *Calcio e Finanza* (2015)

"Il Manchester United pronto a sbarcare a Wall Street: l'obiettivo è di ottenere cento milioni di dollari", in *Il Sole 24 Ore-Italia* (2011)

Ingle, S., "Average annual salary of Premier League players tops £3m for first time", in *Business theguardian.com* (2019)

Investing Stock & Finance, "Juventus Football Club SpA (JUVE) Cronologia dati storici", in *Investing.com*

Investing Stock & Finance, "Manchetser United (MANU) Cronologia dati storici", in *Investing.com*

Juventus Football Club, "Andamento titolo", in azionariato titolo di *juventus.com*

Juventus Football Club, "Progetti e Investimenti", Investire in Juventus di *juventus.com*

Juventus Football Club, "Relazione finanziaria annuale al 30 giugno 2020", in *Bilanci e relazioni juventus.com* (2020)

KPMG Sports Advisory Practice, "Pandemic not discouraging football club investors", in *KPMG-Football Benchmark* (2020)

KPMG Sports Advisory Practice, "Stadium Sponsorship – an unexploited field of play", in *footballbenchmark.com* (2020)

KPMG Sports Advisory Practice, "The European Champions Report 2021", in *footballbenchmark.com,* pp. 5-16 (2021)

La Liga, PricewaterhouseCoopers, "Financial, fiscal and social impact of Professional Football in Spain", in *laliga.com*, pp. 10-24 (2018)

Lange, D., “Record soccer transfers: player transfers by value 2020”, in *Statista-Statistics portal*

“L’impatto della Premier League sull’economia inglese vale 7,6 miliardi di euro”, in *Calcio e Finanza* (2019)

Lowe, S., “Covid 19 impact leaves major european football clubs with €1bn loss”, in *theguardian.com* (2021)

Manchester United Football Club, “Manchester United Plc 2020 Annual Report on Form 20F”, in *Annual reports manutd.com* (2020)

Marcarini, E., “Che cos’è una plusvalenza nel mondo del calcio?”, in *gianlucadimarzio.com* (2019)

Morrone, V., “Come funzionano le proprietà dei club in Spagna”, in *ultimouomo.com* (2019)

Oliva, A., “Yonghong Li come i Glazer? Ecco come lo United ha ripagato il suo debito”, in *Calcio e Finanza* (2015)

“Operazione J-Village Juventus, il primo fondo immobiliare del calcio”, in *Calcio e Finanza* (2015)

Pino, M., “Esposizione in bilancio del parco calciatori: differenza tra club italiani e esteri”, in *Calcio e Finanza* (2018)

Sacchi, M., “La Superlega si ferma, crollo della Juventus in Borsa”, in *Calcio e Finanza*, (2021)

Shraishth, J., “Are top level football players employees or economic assets for their clubs?”, in *Sportskeeda* (2016)

Spaziante, M., “Il calcio in Borsa: persi 800 milioni di capitalizzazione”, in *Calcio e Finanza* (2020)

"Spettatori in Europa: Inter nona, Milan 15 e Juventus fuori dalla top 30", in *Calcio e Finanza* (2018)

Traisci, F., "La Premier League e l'oro dei diritti tv: perché i Wolves incassano più della Juventus?", in *gazzetta.it* (2020)

Valsania, M., "l'addio di Ferguson pesa a Wall Street sul titolo del Manchester United", in *Il Sole 24 Ore – Finanza e Mercati* (2013)

Venturi, L., "Calcio e mercato: le società europee quotate in Borsa", in *startingfinance*, (2018)

Vivaldi, S., "Il mercato inesplorato dei naming rights: la Bundesliga domina in Europa", in *Calcio e Finanza* (2020)

Vivaldi, S., "l'impatto del Covid sui conti dei club europei", in *Calcio e Finanza* (2021)

Wright, N., Bate, A., "Counting the cost: Covid's impact on football's finance", in *skysports.com* (2021)