



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**Analisi di Bilancio delle società di calcio. Il
caso Juventus Football Club S.p.A.**

**Financial statement analysis of football clubs.
The Juventus Football Club S.p.A. case**

Relatore:
Prof. Lucia Montanini

Rapporto Finale di:
Fratlicelli Luca

Anno Accademico 2023/2024

INDICE

| | |
|---|-----------|
| INTRODUZIONE | 3 |
| CAPITOLO 1: IL BILANCIO DELLE SOCIETA' DI CALCIO SECONDO I PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI | 5 |
| 1.1 Controlli sulla gestione economica finanziaria delle società di calcio professionistiche | 5 |
| 1.2 La CO.VI.SO.C e la riforma Abodi | 8 |
| 1.3 Il bilancio d'esercizio delle società sportive professionistiche | 11 |
| 1.3.1 Lo stato patrimoniale | 13 |
| 1.3.2 Il conto economico | 14 |
| 1.3.3 Il rendiconto finanziario..... | 15 |
| 1.4 Peculiarità del bilancio d'esercizio delle società di calcio professionistiche | 16 |
| 1.4.1 Immobilizzazioni immateriali..... | 16 |
| 1.4.2 Le plusvalenze nel mondo del calcio | 18 |
| 1.5 Il player trading | 21 |
| 1.6 L'adozione degli IAS/IFRS per la valutazione delle poste in bilancio in soccorso al Financial Fair Play (FFP) | 23 |
| CAPITOLO 2: ANALISI DI BILANCIO DELLE SOCIETA' | 27 |
| 2.1 Concetti introduttivi dell'analisi di bilancio: aspetti definatori, finalità e tipologie | 27 |
| 2.2 La riclassificazione del bilancio d'esercizio..... | 30 |
| 2.2.1 La riclassificazione dello stato patrimoniale | 32 |
| 2.2.2 La riclassificazione del conto economico | 35 |
| 2.3 Analisi per indici e per margini | 38 |
| 2.3.1 L'analisi reddituale..... | 39 |

| | |
|--|-----------|
| 2.3.2 L'analisi patrimoniale e finanziaria | 42 |
| CAPITOLO 3: JUVENTUS FOOTBALL CLUB S.P.A. – ANALISI DI BILANCIO DI UNA SOCIETA' DI CALCIO PROFESSIONISTICA | 45 |
| 3.1 Storia del club e lo scandalo Calciopoli | 45 |
| 3.2 Analisi dei bilanci della società negli anni 2019-2020-2021 | 48 |
| 3.2.1 Analisi dello stato patrimoniale riclassificato nei tre esercizi..... | 52 |
| 3.2.2 Analisi del conto economico riclassificato nei tre esercizi | 56 |
| CONCLUSIONI | 59 |
| BIBLIOGRAFIA | 62 |
| SITOGRAFIA | 63 |
| RINGRAZIAMENTI | 65 |

INTRODUZIONE

L'attività in grado di coinvolgere molteplici persone senza nessuna forma di distinzioni riguardanti età, sesso, religione, è lo sport. "Lo sport è onesto: vinci o perdi, senza compromessi. (Boris Becker)". Una citazione che vuol far capire come esso sia un fattore imprescindibile nella vita dell'uomo e tra gli sport più praticati, troviamo sicuramente il calcio, ritenuto da molti come lo sport più bello del mondo. Una passione tramandata da generazione a generazione che, con il passare del tempo, ha subito importanti cambiamenti ideologici. Dall'essere considerato un gioco in cui i sentimenti e le emozioni lo facevano da padrone, è diventato un settore altamente focalizzato sul business e la ricerca di nuovi introiti.

Tale settore ha vissuto e vive tutt'ora una crisi economico-finanziaria; si è manifestata una crescita inversamente proporzionale tra costi di gestione in continuo aumento e volume dei ricavi in drastico calo e la pandemia da Covid 19 ha causato una notevole flessione degli incassi derivanti dalla vendita degli abbonamenti e dei biglietti per assistere alle partite.

Ciò che ha spinto il sottoscritto a realizzare questa tesi è l'interesse ad approfondire lo studio delle dinamiche economico-finanziarie delle società di calcio condizionate dalla crisi pandemica, unito tutto ciò alla passione per il calcio e l'esistenza di una strategia aziendale che possa combinare le vittorie sul campo e il perseguimento di performance economiche positive.

La tesi è sviluppata in tre capitoli.

Il primo capitolo è dedicato al bilancio di esercizio delle società calcistiche, principale documento di rendicontazione delle situazioni patrimoniali e finanziarie e del risultato economico di periodo, utile ai diversi stakeholder per assumere decisioni e agli organismi nazionali e internazionali (Commissione Vigilanza Società Calcio, deputati alle funzioni di controllo). Sono richiamati la normativa civilistica e i principi contabili nazionali e internazionali per la redazione del bilancio di esercizio. Vengono inoltre trattati aspetti più specifici e peculiarità presenti nei documenti di bilancio. I principali sono dati, ad esempio, dalle immobilizzazioni immateriali (OIC 24/IAS 38) con i diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori, le plusvalenze e i molteplici aspetti che ruotano intorno a tale tematica è collegato a quest'ultimo aspetto un'analisi del player trading.

Il secondo capitolo, dopo aver richiamato la finalità dell'analisi di bilancio, si presenta la riclassificazione dei documenti di stato patrimoniale e di conto economico, rispettivamente, secondo il criterio finanziario e funzionale e a costo del venduto, a valore aggiunto e a margine di contribuzione.

Nell'ultimo capitolo viene applicata l'analisi di bilancio ad una società di calcio, la Juventus F.C, con un'analisi della situazione economico-finanziaria della società nel triennio 2019-2021, un periodo che ha messo a dura prova tutto il mondo calcistico, in cui la pandemia Covid-19 ha stravolto la programmazione degli obiettivi delle società a medio-lungo termine.

CAPITOLO 1:

IL BILANCIO DELLE SOCIETA' DI CALCIO SECONDO I PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI

1.1 Controlli sulla gestione economica finanziaria delle società di calcio professionistiche

Nella storia recente si è assistito ad un incremento di popolarità per uno degli sport più seguiti al mondo, il calcio, diventando una vera e propria industria in grado di movimentare un'ingente quantità di denaro e risorse finanziarie. A partite dal 1966 il Consiglio Nazionale della F.I.G.C., attraverso una serie di disposizioni e normative cerca di avvicinare lo statuto delle società di calcio a quello delle imprese; al fine di inquadrare le problematiche contabili-amministrative, ciascun ente regolamentare ha inserito delle norme di controllo con il tentativo di modificare la forma associativa delle squadre professionistiche in forme societarie.

Attraverso la Nota Operativa n.2/2022 che ha per oggetto "l'analisi del bilancio d'esercizio, gli organi istituzionali, di amministrazione, di controllo e fiscalità", pubblicata dall'Accademia Romana di Ragioneria, si cerca di evitare che questo sport possa diventare un mezzo per realizzare business alternativi; dunque, il legislatore è intervenuto per regolamentare le varie problematiche di natura civilistica. Questo documento pone rilevanza nell'illustrare le caratteristiche delle società di calcio professionistiche, la costruzione del bilancio d'esercizio, i vari

organi che intervengono (con diversa natura, istituzionale, di amministrazione, di controllo) e la normativa fiscale applicabile¹.

In Italia, l'associazione che si impegna nel promuovere questo sport in tutte le sue forme e curare gli aspetti a esso connessi è la Federazione Italiana Giuoco Calcio, nota principalmente con l'acronimo FIGC. Costituita il 26 marzo 1898 (allora con il nome di Federazione italiana del football), ha sede a Roma ed è affiliata alla FIFA dal 1905 e all'UEFA dal 1954 come cofondatrice. Aspetto di particolare rilevanza è rinvenibile all'art. 2 co. 4 Statuto FIGC, il quale prevede che "LA FIGC concilia la dimensione professionistica ed economica del giuoco del calcio con la sua dimensione dilettantistica e sociale".

Negli ultimi anni si sono verificati sempre di più casi di insolvenza e accesso a strumenti di regolazione della crisi da parte di società sportive a livello professionistico causando molteplici problematiche nell'organizzazione dei campionati. Alla base dell'organizzazione interna della Federazione Italiana Giuoco Calcio troviamo le norme organizzative interne federali (NOIF); tale regolamento è scindibile in due macroaree: una, volta alla disciplina delle società sportive, le leghe, i settori giovanili, i calciatori e l'AIA (associazione italiana arbitri) mentre la seconda pone l'accento all'ambito contabile, in particolar modo sulla gestione economica finanziaria delle società professionistiche. Questo set di

¹ <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2022/02/09/societa-calcio-professionistiche-analisi-caratteristiche-organi-formazione-bilancio-fiscalita>

regole entra in forte contatto con le norme dell'ordinamento, in particolar modo alcune di esse con il CCI (codice della crisi d'impresa). Un esempio recente lo abbiamo con la delibera pronunciata dal Consiglio Federale il 19 aprile 2023 attraverso il comunicato 167 e 168, in cui queste disposizioni hanno riscontrato delle modifiche per conformarsi il più possibile al codice della crisi d'impresa.

Addentrando nella seconda parte del N.O.I.F., il titolo VI si concentra sui controlli in merito alla gestione economica finanziaria delle società professionistiche; è indispensabile che la contabilità debba essere tenuta dalle società in osservanza delle norme di legge, utilizzando il piano dei conti approvato dalla FIGC (Art.84)². I soggetti che sono obbligati all'osservanza delle N.O.I.F. devono attenersi per la predisposizione del bilancio d'esercizio alle Raccomandazioni Contabili avente valenza regolamentare, indispensabile per poter integrare le previsioni contenute in quelli che sono i principi contabili emanati dall'OIC che non vanno a disciplinare le specifiche fattispecie contabili del settore del calcio professionistico. Le società che adottano i principi contabili internazionali devono necessariamente osservare le Raccomandazioni Contabili nel caso in cui siano regolamentati dai principi IAS/IFRS. All'art. 77 delle N.O.I.F. vengono specificati i principali Organi delle Licenze Nazionali che sono

² RANDI R. (2021), *Le nuove raccomandazioni contabili della FIGC*, PDF.

la Commissione Criteri Infrastrutturali e Sportivi Organizzativi e la Co.Vi.So.C, la Commissione di vigilanza sulle Società di Calcio Professionistiche³.

1.2 La CO.VI.SO.C e la riforma Abodi

L'art.78⁴ si focalizza su tale organismo tecnico, istituito presso la F.I.G.C. La Commissione di vigilanza sulle società di Calcio Professionistiche si compone di un Presidente e quattro componenti che vengono nominati dal Consiglio federale a maggioranza qualificata con un mandato che ha durata quadriennale con solo due possibilità di rinnovo. Il costo totale della Co.Vi.So.C è di € 65.000 lordi all'anno. Ad ogni componente vengono assegnate specifiche competenze nell'ambito economico, finanziario e giuridico a cui affidare tutta quella che è l'attività preparatoria della Commissione.

Quest'ultima fornisce opinioni su questioni di propria competenza, su richiesta del Presidente federale, ciononostante si pone come obiettivo primario il controllo sui club in termini finanziari, in particolar modo nel verificare che non abbiano debiti scaduti verso la Federazione, la Lega e le società. Come previsto dall'art. 83 la Commissione esercita le sue funzioni secondo un regolamento interno dalla stessa predisposto e approvato dal Consiglio federale. Viene inoltre verificato che le

³ NICOLELLA G., FERRARI L. (2019), *Le regole economico/finanziarie previste dalla FIGC e le prospettive europee*, PDF.

⁴ PITTIGLIO M. (2018), *Titolo VI – Controlli sulla gestione economica finanziaria delle società professionistiche*, PDF.

società siano in regola con le liquidazioni dell'Iva e i versamenti Irpef ad esempio. Possono essere richiesti documenti ed informazioni su chi controlla le società e qualora venissero riscontrate delle irregolarità, queste dovrebbero essere segnalate alla Procura Federale avviando indagini o comminando provvedimenti disciplinari. Annualmente la Commissione riceve da ogni società i bilanci semestrali e le relazioni periodiche su quella che è la situazione patrimoniale ma l'adempimento più importante è rinvenibile da una parte dalle iscrizioni, in cui la Fige fissa i criteri per iscriversi ai campionati, dall'altra dai controlli periodici. Ulteriore funzione è la verifica dei regolari versamenti durante la stagione sportiva con la dovuta documentazione delle società alla Federazione, dell'avvenuto pagamento degli stipendi-Irpef dei lavoratori. Qualora si riscontrino delle problematiche, la Co.Vi.So.C⁵ può avviare il procedimento sanzionatorio che prevede da un'iniziale multa, a forme di penalizzazioni fino ad arrivare all'esclusione della società dal campionato.

Ad agitare il mondo del calcio italiano, assumendo sembianze di un caso nazionale è rinvenibile alla proposta del ministro per lo sport e i giovani, nonché politico, dirigente sportivo e dirigente d'azienda italiano, Andrea Abodi (Roma, 7 marzo 1960) nominato il 21 ottobre 2022.

⁵ https://www.repubblica.it/sport/calcio/2024/05/06/news/covisoc_scheda_come_funziona-422834901/

L'idea è quella di costituire un nuovo ente pubblico che si avvicini ad una forma di agenzia indipendente, che si impegni nel controllo dei bilanci dei club sportivi, chiedere e verificare i documenti delle società, commissionare ispezioni e dare pareri alla Figc. La sostanziale differenza con la Covisoc sarebbe quella di avere un'agenzia esterna, statale e con una maggiore indipendenza. La struttura organizzativa prevederebbe un presidente, affiancato da due consiglieri scelti e nominati da Palazzo Chigi o dal Ministero dello Sport e trenta tecnici a disposizione. Il costo totale dell'intero provvedimento si aggirerebbe intorno ai € 2.500.000 e la normativa dovrebbe far parte di un più ampio provvedimento.

Gabriele Gravina, attuale presidente della Federazione Italiana Giuoco Calcio e dal 2023 vicepresidente della Uefa, non ha gradito tale proposta giunta da Abodi, reagendo di conseguenza alla preparazione di barricate e chiamando le componenti tecniche in una riunione d'emergenza. L'obiettivo del presidente è quello di non cedere neanche una minima parte della Covisoc, componente del potere della FederCalcio. La riflessione avanzata da Malagò, imprenditore, dirigente sportivo e presidente del CONI dal 19 febbraio 2013, si è focalizzata sul fatto che ci possa essere un contrasto con gli organismi sportivi internazionali e i relativi regolamenti. Inoltre, verrebbe a mancare quella che è l'autonomia sportiva, andando ad attribuire ad un soggetto esterno i controlli finanziari e contabili che non rientrano nelle scelte sportive e sono una prerogativa della Federcalcio.

1.3 Il bilancio d'esercizio delle società sportive professionistiche

Il bilancio d'esercizio di una società di calcio professionistica deve essere predisposto sulla base della normativa civilistica e dei principi contabili emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC 12)⁶. In relazione al primo punto descritto, all'art. 2423 c.c.⁷ si legge come “Gli amministratori devono redigere il bilancio di esercizio costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico, dal rendiconto finanziario e dalla nota integrativa”. La redazione del bilancio di esercizio è un adempimento delle società di capitali che aspetta agli amministratori della società, i quali dovranno essere più chiari possibili e rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio (in riferimento al comma 2 dell'art. 2423 c.c.). Il bilancio deve essere soggetto alla revisione di una società iscritta nel registro dei revisori legali istituiti presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, che abbia svolto incarichi di revisione nell'ultimo triennio per società quotate o professionistiche. Ulteriori impegni da parte delle società sono quelli di redigere relazioni semestrali e situazioni patrimoniali intermedie che dovranno essere successivamente sottoposte, da parte di una società iscritta nel registro dei revisori legali, a revisione contabile limitata “limited interview”.

⁶ OIC (2022), *Principi contabili-Composizione e schemi del bilancio d'esercizio OIC 12*, fondazioneoic.eu, PDF.

⁷ <https://www.gazzettaufficiale.it/>

Per la redazione del bilancio delle società di calcio professionistiche (Art. 2423 e segg. c.c) si considerano indispensabili le fonti normative proprie del settore calcistico, rinvenibili alle già citate Norme Organizzative Interne della Federcalcio; il Piano dei conti unificato e le Raccomandazioni Contabili disposte dalla Federazione Italiana Giuoco Calcio. L'elemento di ordine superiore al piano dei conti è costituito dalle classi dei conti a ciascuna delle quali corrisponde una tabella di raccordo tra le tavole di sintesi federali e quelle civilistiche; attualmente ne sono previste nove che sono date dalle fonti di finanziamento durevoli, dalle immobilizzazioni, dalle rimanenze, dai crediti e debiti correnti, dalle liquidità, dai conti accesi ai costi e ai ricavi, dai conti di risultato e dai conti d'ordine⁸. Vi è inoltre l'obbligo di depositare il bilancio, (composizione data dallo stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario e nota integrativa), e le relazioni societarie. Il periodo amministrativo non considera l'anno solare (Es. 01/01 – 31/12), ma coincide con la stagione agonistica (01/07 – 30/06/x+1). In caso di mancata approvazione del bilancio d'esercizio da parte dell'assemblea dei soci entro i 15 giorni, dovrà essere depositato presso la Co.Vi.So.C, entro lo stesso numero di giorni, il progetto di bilancio redatto dagli amministratori, corredato da:

- Rendiconto finanziario
- Relazione del soggetto responsabile del controllo contabile

⁸ GRAVINA G., *Il bilancio d'esercizio e l'analisi delle performance nelle società di calcio professionistiche. Esperienza nazionale e internazionale*, Franco Angeli, Milano, 2016, pp. 32-33.

- Relazione del collegio sindacale
- Relazione sulla gestione

Entro i 15 giorni dalla data di avvenuta approvazione, la società interessata dovrà depositare presso la Covisoc il bilancio corredato dalla completa documentazione.

1.3.1 Lo stato patrimoniale

All'interno di tale documento di bilancio (art. 2424 c.c.)⁹, nel caso di una società di calcio professionistica, si vanno ad illustrare le attività e passività del club conseguite nell'esercizio di riferimento. Secondo gli IAS, di norma, le poste dello stato patrimoniale devono essere classificate in base alla distinzione corrente - non corrente. In presenza di un ciclo operativo identificabile, tale distinzione fornisce informazioni utili ai destinatari del bilancio, distinguendo le attività nette come il capitale circolante, da quelle usate per le operazioni a lungo termine dall'impresa. Per ciclo operativo si intende il tempo che intercorre tra l'acquisizione dei materiali che entrano nel processo e la loro realizzazione come disponibilità liquida o come strumento finanziario prontamente convertibile in disponibilità liquida. Le attività e le passività possono anche essere classificate in base al criterio alternativo della liquidità, che permette di esporre le poste patrimoniali in

⁹ CATUOGNO S., *Economia aziendale e ragioneria generale. Analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, 2021.

base al loro diverso grado di liquidità. La struttura dello stato patrimoniale è tutt'altro che rigida; si caratterizza per essere al tempo stesso obbligatoria e flessibile. Obbligatoria, in quanto è previsto comunque un contenuto minimo; flessibile perché è rimessa alla discrezionalità del redattore del bilancio la possibilità di effettuare delle aggiunte prevedendo, ad esempio, sotto classificazioni. Le voci che lo vanno a disporre sono molteplici. In una società di calcio, per quanto concerne la situazione patrimoniale attiva, troviamo la liquidità presente in cassa, le proprietà materiali al valore dei tesserati, i marchi, le licenze, e i crediti; si collocano tra le immobilizzazioni immateriali anche le concessioni comunali all'utilizzo dei terreni, stadio, strutture, mentre ciò che è di proprietà del club nelle immobilizzazioni materiali¹⁰. Nella situazione patrimoniale passiva sono rinvenibili i debiti, in particolar modo quelli di natura finanziaria.

1.3.2 Il conto economico

In tale prospetto, come si evince dall'art. 2425 del Codice civile¹¹, vengono riportati i ricavi di competenza dell'esercizio e le spese sostenute, al fine di evidenziare quello che è il risultato netto d'esercizio. Viene di fatto osservata la

¹⁰ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bilancialciao-209.htm>

¹¹ CATUOGNO S., *Economia aziendale e ragioneria generale. Analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, cit.

competenza dei costi e ricavi di uno specifico lasso temporale intercorrente tra la data di riferimento del bilancio attuale e quella del bilancio precedente. Per quanto concerne la vita aziendale di una società di calcio professionistica, le principali forme di ricavo sono date dai diritti televisivi, gli incassi del botteghino, abbonamenti/biglietti, sponsor, forme di merchandising e plusvalenze da cessione tesserati come proventi da gestione calciatori. D'altra parte, i costi sono definiti dagli stipendi degli atleti/personale, le spese sostenute per il mantenimento dello stadio, per le trasferte e i mezzi impiegati; dagli oneri di gestione dei calciatori e quindi potenziali minusvalenze da cessione, gli interessi passivi o attivi, su debiti e crediti, le imposte dell'esercizio ed infine gli ammortamenti per ripartire il prezzo d'acquisto di un bene durante il suo utilizzo. Ciò che si vuole evidenziare con tale documento è il risultato d'esercizio conseguito, l'utile o la perdita, ottenibile dall'analisi e relativa differenza tra il valore della produzione da un lato e il costo della produzione dall'altro.¹²

1.3.3 Il rendiconto finanziario

Questo terzo documento (OIC 10 – Art. 2425 ter c.c.) che va a comporre il bilancio d'esercizio, ha rilevanza allo stato di salute della società analizzata e serve ad informare su come utilizzare le risorse finanziarie del club. Vengono esaminate unicamente le entrate e le uscite di cassa, i cosiddetti flussi e quindi

¹² <https://www.wallstreetitalia.com/calcio-tutto-quello-che-ce-da-sapere-sui-bilanci-dei-club/>

tutti i movimenti conseguiti con il denaro liquido. Un esempio che riguarda direttamente le società di calcio è il peso che un acquisto o vendita di un atleta possa incidere sul bilancio della società¹³.

1.4 Peculiarità del bilancio d'esercizio delle società di calcio professionistiche

1.4.1 Immobilizzazioni immateriali

Ponendo il focus sullo stato patrimoniale di una società di calcio professionistica, le voci tipiche che la caratterizzano sono relative alle immobilizzazioni immateriali e materiali, collocate nella sezione dell'attivo dello stato patrimoniale ove viene riportato l'elenco dei beni di proprietà mentre nella sezione del passivo i debiti e il capitale proprio. In merito alla loro indicazione nel bilancio d'esercizio vengono applicate le indicazioni che trovano spiegazione nell'OIC 24 o nell'IAS 38.

Il principio contabile nazionale OIC 24¹⁴ specifica che un'immobilizzazione immateriale debba presentare determinate condizioni, come l'assenza di tangibilità, un'utilità pluriennale ed un sostenimento effettivo di costi.

In secondo luogo, attraverso lo IAS 38 un'immobilizzazione immateriale, per essere considerata come tale, deve essere intangibile, i benefici misurati in maniera attendibile e una contabilizzazione che si articola in due step; la

¹³ BARTOLI F., *Il rendiconto finanziario dei flussi di liquidità*, 2008.

¹⁴ OIC 24, *Immobilizzazioni immateriali*, 2019.

valutazione iniziale al momento di iscrizione in bilancio e successivamente, alla chiusura di ogni esercizio. Dapprima l'intangibile, in caso d'acquisto esterno, deve essere iscritto al costo storico comprensivo di tutti gli oneri mentre in caso di produzione interna devono essere imputati quei costi attribuibili nella fase di sviluppo. Tuttavia, negli esercizi successivi, la contabilizzazione può avvenire al costo storico al netto dell'ammortamento cumulato e dell'eventuale perdita di valore a seguito di impairment o al metodo della rideterminazione del valore che può generare un incremento o una diminuzione dell'importo, contabilizzando al fair value, al netto dell'ammortamento cumulato e dell'eventuale perdita di valore a seguito di impairment. Negli esercizi successivi alla prima contabilizzazione, a differenza della normativa italiana, non viene resa obbligatoria la contabilizzazione al costo, lasciando discrezionalità all'operato e alle esigenze societarie.

I diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori, ovvero il valore dei cartellini dei giocatori di proprietà, rappresentano una delle voci tra le immobilizzazioni immateriali maggiormente rilevanti. In aggiunta tale sezione è comprensiva dei marchi, che sono costituiti da logo, denominazione, colore sociale e tutti quegli elementi e beni registrati che definiscono il branding di una società, identificandola all'estero.

Nello schema di stato patrimoniale, la sezione dell'attivo, ove verranno riportati ed indicati i calciatori, sarà all'interno della lettera B) con la voce "*Diritti*

pluriennali alle prestazioni dei calciatori". Trattandosi di una posta attiva, il valore della prestazione dell'atleta porterà vantaggi per la società nell'arco temporale ma soggetto a potenziali variazioni in funzione ad eventi esterni (infortunio, calo di rendimento generale e quindi conseguenze potenzialmente negative).

Il costo del calciatore, contenuto all'interno del patrimonio della società, sarà "spalmato" nel tempo e come disposto all'articolo 2426 c.c., in ogni esercizio sarà possibile ammortizzare, attraverso il metodo indiretto, il relativo costo, partendo da quello di tesseramento, in quote costanti, per l'intera durata del contratto.

Nel caso in cui un giocatore sia prodotto dal "vivaio" della società, si parlerebbe di un'immobilizzazione autoprodotta e contabilizzati saranno i costi indiretti per una determinata quota e quelli direttamente imputabili¹⁵.

1.4.2 Le plusvalenze nel mondo del calcio

Le minusvalenze e le plusvalenze vengono generalmente iscritte nel conto economico in apposita sottovoce delle voci E20 ed E21, rispettivamente nel valore della produzione tra gli "Altri ricavi e proventi" per gli ultimi definiti, mentre i primi negli "oneri diversi di gestione" tra i costi di produzione.

¹⁵ GRAVINA G., *Il bilancio d'esercizio e l'analisi delle performance nelle società di calcio professionistiche. Esperienza nazionale e internazionale*, Franco Angeli, Milano, 2016, pp. 46-47.

Le plusvalenze¹⁶ sono definibili come guadagni che le società traggono dalla cessione della prestazione di un'atleta ed essendo inserite nel valore della produzione, rappresentano una delle principali voci di ricavo per la società. Il valore della plusvalenza, più precisamente, è dato dalla differenza tra il valore di cessione del cartellino dell'atleta rispetto al valore residuo del cartellino iscritto in bilancio da parte del club cedente (al netto dell'ammortamento).

Insieme ai diritti televisivi e ricavi commerciali, i proventi per la gestione dei diritti degli atleti sono considerabili come uno degli elementi più importanti del conto economico per una società professionistica e una significativa fonte di entrate per mantenere quella che è la sostenibilità finanziaria del club, investendo in infrastrutture e in nuovi giocatori. Frequenti sono i controlli da parte della Guardia di Finanza per verificare il concretizzarsi di operazioni fraudolente in cui vengono “gonfiati” i risultati economici del club.

Negli ultimi 10 anni le società che hanno disputato la Serie A hanno incassato circa € 5.4 miliardi dalle plusvalenze (18.6% dei ricavi complessivi per le squadre italiane) e il fatturato aggregato complessivo dei club è stato di € 29 miliardi. Con la pandemia SARS-Cov-2 si è avuto un netto calo sia dell'impatto sui conti che delle cifre. Nel 2020/21 con il calo delle operazioni si hanno avuto plusvalenze per € 350.000.000 (11% dei ricavi), passando a € 495.000.00 nel 2021/22 e €

¹⁶ <https://fiscomania.com/plusvalenze-calcio/>

570.000.000 nel 2022/2023, con un incremento di 5 punti percentuali rispetto al 2020¹⁷.

Quando la plusvalenza riguarda uno scambio di giocatori, “alla pari” ovvero a “specchio”¹⁸, potrebbero sorgere dei problemi legati alla valutazione del cartellino. Questa forma di plusvalenza va a generare un valore positivo per il bilancio (con una crescita proporzionale al valore attribuito al calciatore), ma contemporaneamente fa scattare l’attivazione di costi per i bilanci successivi che appesantiscono la situazione societaria.

Diverso è il caso delle plusvalenze fittizie¹⁹ in cui si ha un’ipervalutazione del prezzo del cartellino e alla base di tutto vi è un accordo doloso tra chi compra e chi vende. Il passaggio di soldi è nullo e quello che garantisce il vantaggio immediato, un “surplus” nel conto economico, è rappresentato dal valore più alto al cartellino dei tesserati. Concretamente, secondo una visione pluriennale, le plusvalenze fittizie da scambio non generano importanti benefici economici. Di fatto, tutte le inchieste della magistratura ordinaria in questo ambito si sono aremate, in quanto non esistono dei metodi oggettivi per fissare il corretto valore, il fair value, in questa tipologia di transazioni. Nell’ambito delle plusvalenze il

¹⁷ GRAVINA G., *Il bilancio d'esercizio e l'analisi delle performance nelle società di calcio professionistiche. Esperienza nazionale e internazionale*, Franco Angeli, Milano, 2016, pp. 50-52

¹⁸ <https://sport.sky.it/calcio/serie-a/2023/01/27/plusvalenze-calcio-cosa-sono>

¹⁹ https://www.repubblica.it/sport/calcio/serie-a/juventus/2023/01/21/news/plusvalenze_calcio_che_cosa_sono_inchiesta_juventus-384509346/

problema sostanziale è l'abuso di quest'ultime; un problema di natura federale, che riguarda tanto la lega calcio, quanto il calcio estero. La Fifa sta elaborando un programma per arrivare ad avere un valore il più oggettivo possibile, ma è irrefragabile che una questione di tale portata venga risolta da una singola componente.

1.5 Il player trading

In riferimento a tutte quelle operazioni in cui vi è acquisto e cessione di calciatori, producendo plusvalenze e/o minusvalenze, ricavi e/o costi per prestiti/oneri accessori, si parla di player trading,²⁰ in cui l'obiettivo primario è quello di realizzare una forma di autofinanziamento dei diritti pluriennali. Tramite questa strategia si cerca di dimostrare l'esistenza di un picco massimo di valutazione economica per ogni atleta in sede di mercato, in un determinato contesto e lasso temporale.

Il P.T. (c.d. player trading) può essere molto redditizio e a livello europeo i club che hanno avuto importanti introiti sono stati i seguenti:

- Benfica – 480 milioni di euro
- Ajax – 360 milioni di euro
- Lione – 272 milioni di euro

²⁰ GUERANI A. (2018), *Non solo plusvalenze. Guida smart ai bilanci delle società di calcio*, Il Sole 24 Ore.

- Salisburgo – 265 milioni di euro
- Lille – 255 milioni di euro
- Monaco – 245 milioni di euro
- Porto – 235 milioni di euro
- Sporting Lisbona – 210 milioni di euro
- PSV – 205 milioni di euro

A partire dalla s.s. 2015/2016, i proventi e gli oneri di compartecipazione, le cosiddette comproprietà (ex art. 102 bis NOIF), non rientrano più nel calcolo del player trading²¹.

Da sottolineare come un'attenta gestione operativa del Player Trading genera degli effetti positivi nella determinazione del risultato d'esercizio, ma allo stesso tempo, essendo un'attività legata all'andamento dei risultati perseguiti dai club, a volte per questo tipo di società non è semplice realizzare delle plusvalenze che consentano di coprire considerevoli costi di ammortamento della rosa; per questo motivo infatti è molto alto il rischio di incorrere in effetti negativi in bilancio.

Importante fatto di cronaca del passato recente, suscitando scalpore nel mondo del calcio, è stata la contestazione dei PM verso la società e dirigenti della Juventus Football Club su molteplici condotte fraudolente realizzate nella redazione dei

²¹ GRAVINA G., *Il bilancio d'esercizio e l'analisi delle performance nelle società di calcio professionistiche. Esperienza nazionale e internazionale*, Franco Angeli, Milano, 2016, pp. 47-49.

bilanci nelle s.s. 2019-2020-2021, in merito a false comunicazioni sociali e manipolazione del mercato²².

La contestazione mossa va a riguardare principalmente due aspetti:

1. La presunta imputazione a bilancio di plusvalenze fittizie per € 155.000.000, scaturite da valutazioni “artefatte” di alcuni atleti di proprietà ceduti ad altre società attraverso scambi.
2. Le manovre di differimento degli stipendi manifestate nel 2020 e 2021 nel bel mezzo del periodo delle restrizioni dovute dalla pandemia

1.6 L’adozione degli IAS/IFRS per la valutazione delle poste in bilancio in soccorso al Financial Fair Play (FFP)

Il Comitato Esecutivo UEFA ha pubblicato nel maggio 2010 le «*UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations*». Queste nuove regole vanno a disciplinare il cosiddetto «*financial fair play*» in cui vengono definiti i requisiti e i criteri necessari per l’implementazione e il funzionamento di misure volte a garantire la stabilità del calcio negli anni a venire. Il sistema delle licenze per club UEFA è stato introdotto nella stagione calcistica 2004/05 con l’obiettivo di incoraggiare il calcio europeo per club a considerare gli obiettivi a lungo termine, essenziali per la buona salute di questo sport. Esso si basa su una serie di standard

²² <https://www.iusinitinere.it/plusvalenze-fittizie-e-manipolazione-del-mercato-il-caso-juventus-f-c-44005>

qualitativi ben definiti che ciascun club deve rispettare per avere accesso alle competizioni UEFA per club, e su principi chiave quali trasparenza, integrità, credibilità e capacità.

Il FFP intende dare delle linee guida: i club non devono spendere più di quanto ricavato; non è permesso alcun debito arretrato durante la stagione, verso i club, i dipendenti e/o autorità sociali e fiscali; maggiore trasparenza finanziaria da parte delle società. Il rispetto delle regole del FFP e i risultati probabilmente saranno diversi da paese a paese in quanto l'applicazione delle nuove regole a Federazioni con normative differenti e regimi fiscali diversi creerà sicuramente dei disequilibri tra club appartenenti a federazioni diverse. La concreta applicazione delle regole del FFP deve tener conto che le stesse fanno riferimento essenzialmente alla redazione di bilanci di esercizio delle società di calcio redatti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS; nel nostro paese la loro adozione è obbligatoria – per quanto riguarda le società di calcio – solo per quelle società quotate in mercati regolamentati (borsa valori). Per tutte le altre società, i criteri di redazione di bilancio, i criteri di valutazione e i prospetti formali contabili sono contenuti nella disciplina del Codice civile ex art. 2423 e ss. nonché nelle norme specifiche elaborate dalla FIGC (norme NOIF). Si pensi, ad esempio, al trattamento dei costi sostenuti per la promozione e l'organizzazione del settore giovanile, aventi utilità pluriennali, capitalizzati nella loro globalità, senza riferimento alcuno ai singoli calciatori e ammortizzati, in misura costante, in cinque esercizi a decorrere

dall'esercizio di sostenimento degli stessi. Secondo invece i principi contabili internazionali IAS/IFRS dette tipologie di costi non possono essere capitalizzate all'attivo dello stato patrimoniale ma devono essere considerati ordinari costi di esercizio e, quindi, devono essere iscritti nel conto economico.

Negli ultimi mesi la Uefa sta cercando di realizzare un elaborato per introdurre un obbligo all'adozione degli IAS/IFRS per tutte le società che partecipano alle competizioni continentali al fine di valutare le varie poste di bilancio. Il passaggio dovrebbe essere preceduto da uno studio e una meticolosa analisi delle differenze rispetto ai principi contabili locali. Il risultato che si otterrebbe è quello di maggiore omogeneità nei bilanci di partenza, effettuando successivamente le dovute rettifiche per la determinazione del BEP (punto di pareggio), rendendo corretta la verifica del rispetto del Financial Fair Play²³.

I cambiamenti che si potrebbero manifestare col passaggio dai principi contabili italiani agli IAS andrebbero a riguardare le abitudini contabili delle società sportive con un impatto più o meno forte in relazione agli asset oggetto di valutazione. Iscrivendo a bilancio un bene, si deve evidenziarne non tanto il valore legato al costo storico quanto quello attuale e di mercato.

²³ BENOLDI A., SOTTORIVA C., *La disciplina della redazione del bilancio di esercizio delle società di calcio. Confronto con l'esperienza internazionale ed impatto del c.d. «Financial Fair Play»*, «Rivista di diritto ed economia dello sport», (2011), Vol. VII, Fasc. 1.

Con gli IAS/IFRS la percentuale di avere bilanci rispondenti alla situazione economica-finanziaria della società è molto alta e con il passaggio dai principi contabili italiani sarà possibile attualizzare i diritti pluriennali e debiti a medio/lungo termine, scegliere di valutare immobili (es. diritti di superficie), impianti e macchinari alla data di passaggio agli IFRS e utilizzare tale valore come sostituto del costo a tale data; un diverso trattamento contabile delle immobilizzazioni immateriali a vita utile indefinita; l'impossibilità di capitalizzare i costi del vivaio, relativi alle spese per la promozione e l'organizzazione del settore giovanile; definizione delle cd. Cash Generating Units (IAS 36) e impairment test del parco giocatori; un trattamento specifico dei contratti onerosi (prestiti, esoneri, mancati utilizzi, contratti pubblicitari in perdita); una differente contabilizzazione dei leasing e dei contratti di locazione e un diverso trattamento contabile delle partecipazioni attive e passive ex art. 102 – bis con rideterminazione delle plusvalenze rispetto a quanto rilevato secondo i principi contabili italiani.²⁴

²⁴ BELLINAZZO M. (2013), *Gli Ias (i principi contabili internazionali) in soccorso del Fair play finanziario*, Il Sole 24 Ore.

CAPITOLO 2:

ANALISI DI BILANCIO DELLE SOCIETA'

2.1 Concetti introduttivi dell'analisi di bilancio: aspetti definitivi, finalità e tipologie

L'analisi di bilancio è un processo interpretativo volto a valutare la capacità di un'impresa di operare secondo economicità, la quale configura un principio guida che mira al perseguimento dell'autonomia e della durabilità aziendale, soddisfacendo le attese dei membri del soggetto economico. Un ruolo fondamentale è assunto dal bilancio, sintesi del sistema dei valori di impresa, che mira a rappresentare nelle misurazioni periodiche, sia parziali sia globali, la valutazione dell'economicità. Tale documento che va a rappresentare la situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale di una realtà societaria è sottoposto a opportune lavorazioni tramite tecniche e strumenti specifici. Il bilancio è destinato ad una platea variegata di interlocutori ciascuno dei quali, pur essendo interessato a soddisfare obiettivi conoscitivi peculiari, persegue il medesimo scopo generale consistente nella valutazione dell'assetto economico globale dell'impresa. L'obiettivo dell'analisi di bilancio che si pone l'analista (interno o esterno), consiste nell'ottenere un grado di conoscenza approfondito, tenuto conto delle caratteristiche del documento di riferimento. Attraverso il bilancio d'esercizio è possibile effettuare analisi consuntive con proiezione al futuro. Tale documento è

uno strumento fondamentale ma la cui formazione e successiva interpretazione sono fortemente dipendenti dai suoi scopi.

Il punto di partenza dell'analisi di bilancio è fornito dai dati di un bilancio aziendale per giungere alla valutazione dello stato di salute di un'impresa attraverso un giudizio basato su molteplici aspetti come il grado di affidabilità. Rappresenta una procedura di lettura critica di informazioni basata su tecniche codificate, sull'abilità, sull'esperienza ed intuito dei soggetti che la eseguono.

Aspetto economico, patrimoniale e finanziario devono essere analizzati congiuntamente; il primo permette di creare “ricchezza” in cui si osserva il grado di raggiungimento e mantenimento dell'equilibrio economico (ricavi > costi) ed avere un utile soddisfacente per remunerare chi ha rischiato il proprio capitale; il secondo aspetto citato permette di capire quella che è la solidità dell'azienda mentre l'indagine finanziaria è volta a verificare la capacità delle entrate finanziarie a far fronte alle uscite finanziarie.

È possibile distinguere tre tipologie di classificazioni d'analisi di bilancio:

1. **In base alle tecniche impiegate** → si determina l'analisi statica (per indici) e l'analisi dinamica (per flussi). La prima permette di calcolare indicatori costruiti relazionando fra loro grandezze che provengono dai documenti di stato patrimoniale e conto economico. La seconda modalità di analisi si sostanzia nell'eventuale redazione, lettura ed interpretazione del rendiconto finanziario.

2. **In base alla posizione dell'analista** → L'analisi interna è condotta direttamente da soggetti inquadrati nell'ambito della struttura organizzativa aziendale (Es. management); L'analisi esterna viene realizzata da soggetti terzi rispetto all'azienda da valutare, portatori di autonomi interessi (Es. Stakeholders, investitori privati dediti all'attività di consulenza, imprese concorrenti, analisti e studiosi). Quest'ultima modalità di analisi risulta essere la più diffusa in cui il bilancio civilistico, documento pubblico, è spesso l'unica fonte della quale l'analista può disporre. Elemento che va a limitare l'analisi esterna è dato dalla scarsa tempestività (come previsto dall'art. 2364.2 c.c. i bilanci devono essere approvati entro 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio; il deposito avviene entro 30 giorni con la possibilità di chiedere ulteriori 60 giorni per l'approvazione nel caso venga adottato un sistema di tassazione consolidato, ci sia la presenza di operazioni straordinarie, eventuale dimissione degli amministratori, modifiche alla struttura organizzativa societaria, l'adozione di nuovi principi contabili come l'applicazione degli IAS)²⁵.

²⁵ PAOLUCCI G., *Analisi di bilancio e finanziaria. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2023, Sesta edizione.

3. **In base all'orizzonte temporale di riferimento dei dati** → L'analisi storica si concentra sui bilanci d'esercizio che contengono dati consuntivi mentre l'analisi prospettica assume come dati di partenza quelli contenuti in bilanci di tipo previsionale.

2.2 La riclassificazione del bilancio d'esercizio

Questa operazione è volta a riclassificare i dati di bilancio.

Ciononostante, è fondamentale non trascurare, in fase preparatoria, l'interpretazione dei dati contenuti nel bilancio attraverso un esame preliminare per valutare la reale portata informativa dei dati in termini di completezza ed affidabilità. Le principali operazioni da compiere prima di giungere alla fase più tecnica sono:

1. Lettura dei prospetti di stato patrimoniale, conto economico, nota integrativa, rendiconto finanziario (se presente) ed eventuali allegati disponibili.
2. Individuazione ed analisi delle variazioni intervenute nelle singole voci rispetto agli esercizi precedenti.
3. Analisi dei criteri di valutazione e variazioni intervenute rispetto al passato (Es. passaggio da LIFO a FIFO).

4. Individuazione di eventuali operazioni straordinarie che hanno modificato la situazione dell'impresa (isolarli qualora siano presenti, tuttavia il conto economico non riconosce più elementi straordinari).
5. Capire le modalità e misure con le quali la discrezionalità tecnica degli amministratori può aver influito sulla consistenza e composizione qualitativa del risultato economico.

Ai fini dell'indagine è opportuno evidenziare:

- Eventuali anomalie su una serie storica di bilanci sufficientemente ampia (almeno ultimi tre esercizi).
- Assicurare comparabilità dei dati contenuti nei prospetti sottoposti ad analisi (variazione potere acquisto della moneta, presenza di eventuali politiche di bilancio, variazione criteri di contabilizzazione e valutazione risultano essere esempi possibili di verifiche).

I poteri di indagine dell'analista esterno sono oggettivamente limitati. Figure in grado di affiancarlo e di svolgere una certa utilità sono date **dall'organo di controllo** (Es. collegio sindacale) e **soggetti indipendenti** (Es. revisore contabile) a cui è affidata la certificazione del bilancio.

Si giungerà, infine, alla riclassificazione dei prospetti di derivazione contabile che compongono il bilancio, stato patrimoniale e conto economico, attraverso criteri e schemi che tengono conto delle esigenze dell'analisi²⁶.

2.2.1 La riclassificazione dello stato patrimoniale

Un analista, al fine di esprimere un giudizio sullo stato di salute dell'azienda, può ricorrere, in particolar modo, a due criteri di riclassificazione dello stato patrimoniale: **il criterio funzionale e quello finanziario**.

Il primo citato, definito anche "di pertinenza gestionale", è un metodo basato sulla distinzione dei valori in relazione al legame con le diverse aree gestionali (operativa e finanziaria) che permette di avere maggiore chiarezza sulla struttura finanziaria dell'impresa, sul capitale investito e sulla stabilità finanziaria. Tale criterio risulta essere valido per mettere in relazione e confrontare l'attivo con il passivo. Tra le attività operative è possibile includere immobilizzazioni materiali, immateriali e crediti commerciali, i cui valori risultano essere generati dall'attività operativa; tra le passività operative si riportano voci come i debiti commerciali e ricavi anticipati. Tutto ciò che matura da operazioni di finanziamento verrà incluso tra le attività e passività finanziarie. A livello pratico si procede con una riclassificazione delle voci in classi omogenee, attinenti alle diverse aree gestionali (area operativa e finanziaria risultano essere le più interessanti per comprendere meglio "l'anima" della gestione):

- **Area operativa** → Operazioni caratteristiche dell'azienda – Core business.

²⁶ DEVALLE D., PISONI P., *Analisi finanziaria*, Giuffrè Editore, 2016, pp. 55-61.

- **Area accessoria** → Svolgimento di attività complementari non strettamente riferibili all'attività caratteristica.
- **Area finanziaria** → Operazioni relative al reperimento sul mercato, a titolo di capitale di credito, dei mezzi necessari per lo svolgimento della gestione.
- **Area straordinaria** → Accoglie operazioni aventi carattere eccezionale, atipico o non ripetibile, non riconducibili per natura e/o frequenza alla gestione ordinaria.
- **Area tributaria** → Si riferisce ai rapporti intrattenuti dall'impresa con l'amministrazione finanziaria.

Con questa riclassificazione è possibile estrapolare la contrapposizione fra attività/passività relative alla gestione operativa caratteristica (CCNO – capitale circolante netto operativo) ed estranee alla gestione caratteristica (di natura finanziaria, extra caratteristica/accessoria/straordinaria). Le attività si suddividono in: disponibilità monetaria netta – eventuale, CCNO, impieghi netti afferenti alla struttura operativa caratteristica e all'attività accessoria; le passività, a differenza, si scindono in: deficit disponibilità monetaria netta – eventuale, debiti finanziari a medio/lungo termine e capitale netto²⁷.

Il criterio finanziario, basato sulla coincidenza fra ciclo operativo ed anno solare (01/01 – 31/12), distingue i valori in base al tempo necessario per diventare denaro (attività) o esigere denaro (passività). La riclassificazione avviene secondo il criterio della liquidità per l'attivo e della esigibilità per il passivo. Le attività, che risultano essere future entrate, potrebbero manifestarsi entro l'anno e dunque far riferimento all'attivo corrente o capitale d'esercizio (Es. liquidità immediata, differenziale, disponibilità/rimanenze); in presenza di un'entrata oltre l'anno

²⁷ TEODORI C., *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2017, pp. 89-92.

solare, si parlerà di attivo/capitale fisso o immobilizzato (Es. immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie). Nell'ambito delle future uscite è possibile distinguere il passivo corrente (debiti a breve termine) dal passivo consolidato (debiti a medio lungo termine); una seconda categoria di passività è data dal patrimonio netto o capitale proprio, legato permanentemente alla vita aziendale una volta che il socio lo conferisce, salvo il suo recesso²⁸.

Analizzando alcune delle voci maggiormente rilevanti che strutturano la riclassificazione, è possibile analizzare:

1. **Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti** – Rappresenta il credito che deriva dalla costituzione iniziale della società o da eventuali aumenti di capitale sociale a pagamento attraverso cui i soci sottoscrivono il capitale sociale versandone solo una parte. Il versamento del capitale sociale è disciplinato dall'art. 2464 che stabilisce: alla sottoscrizione dell'atto deve essere versato presso una banca almeno il 25% dei conferimenti in danaro e l'intero sovrapprezzo o l'intero ammontare, nel caso di costituzione con atto unilaterale. Si distingue la quota già richiamata dalla quota non richiamata.
2. **Immobilizzazioni materiali e immateriali** – Voce tipica dell'attivo fisso rinvenibile in investimenti recuperabili finanziariamente in un arco temporale superiore ai 12 mesi (attivo fisso). Un'eccezione è data dalle immobilizzazioni tecniche, da dismettere entro l'anno successivo e da considerare quindi nell'attivo corrente.
3. **Immobilizzazioni finanziarie** – La quota destinata in forma liquidità oltre i 12 mesi è da riportare come voce nell'attivo fisso (Es. partecipazioni, crediti, titoli a reddito fisso – variabile) al netto di eventuali fondi svalutazione.

²⁸ TEODORI C., *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, cit., pp. 79-89.

4. **Capitale sociale, riserve ed eventuali utili a nuovo** – Il capitale sociale destinato a rimborso ed eventuali utili e riserve destinate alla distribuzione sono classificabili come passivo corrente.
5. **Utili e perdite portati a nuovo** - Sono iscritti come poste positive/negative del patrimonio netto.
6. **Debiti (verso soci per finanziamenti, verso banche, altri finanziatori)** – Sono distinguibili quote in scadenza entro i 12 mesi (passivo corrente) e quota in scadenza oltre i 12 mesi (passivo consolidato)²⁹.

2.2.2 La riclassificazione del conto economico

Disaggregare il reddito d'esercizio dalle componenti che lo hanno determinato, risulta essere il primario obiettivo della riclassificazione del conto economico; si tratta di un procedimento contabile in cui le componenti di tale documento vengono separate allo scopo di esprimere un giudizio sullo stato di salute economico-finanziario dell'impresa e valutare l'andamento di quest'ultima (art. 2425 c.c.)³⁰.

Le aree, oggetto di analisi, si distinguono in:

- **Gestione operativa** (caratteristica – core business).
- **Gestione accessoria** (compresi i proventi finanziari che a volte vengono riportati nella gestione finanziaria).

Insieme vanno a definire quella che viene chiamata gestione corrente.

- **Gestione finanziaria** (notevole incidenza di quest'area – scelta sulle fonti di finanziamento).
- **Gestione straordinaria**.

²⁹ PAOLUCCI G., *Analisi di bilancio e finanziaria. Logica, finalità e modalità applicative*, cit.

³⁰ <https://www.gazzettaufficiale.it/>

- **Gestione tributaria.**

I differenti schemi di riclassificazione del conto economico conducono tutti alla determinazione del Reddito Operativo Caratteristico (ROC) o Margine Operativo Netto (MON).

I tre criteri che conducono, con percorsi diversi, alla definizione delle voci sopra indicate sono dati dal:

1. **Conto economico a costo del venduto** → Il modello va ad evidenziare l'impatto e la destinazione economica dei costi nelle differenti aree (criterio per destinazione). Il costo del venduto include le rimanenze di materie prime, semilavorati, lavori in corso su ordinazione, gli acquisti di materie (materie prime, sussidiarie, di consumo), la manodopera industriale (costi per dipendenti) e gli ammortamenti industriali (accantonamenti, oneri diversi di gestione) al netto delle rimanenze finali (di materie prime, semilavorati, lavori in corso su ordinazione) e degli incrementi di immobilizzazioni per lavori interni.
2. **Conto economico a valore aggiunto e margine operativo lordo** → Il modello, impiegato per quelle imprese con ciclo di trasformazione lungo e andamento dei ricavi non sempre del tutto coerente con i costi sostenuti, va a distinguere tra fattori impiegati internamente ed esternamente. Elemento caratterizzante è dato dal valore della produzione che include, esclusivamente, la componente dei ricavi operativi caratteristici (la produzione venduta, la variazione dei magazzini, incremento di immobilizzazioni per lavori interni ed altri ricavi e proventi). Tali voci, sommate fra loro, e portate in diretta rettifica dei costi di gestione esterna e consumo di fattori produttivi, permettono di ricavare il valore aggiunto lordo caratteristico (VA), espressione di utilità sociale dell'azienda, che servirà a coprire il costo del lavoro. Lo si può anche definire come un

incremento di ricchezza da distribuire a chi ne ha contribuito con la propria attività tipica, quindi i dipendenti, e destinato a coprire gli ammortamenti, a remunerare i finanziatori, lo stato (attraverso il pagamento delle imposte) e i soci. Dalla differenza tra il valore aggiunto e il costo del lavoro è ricavabile il **MOL (Margine Operativo Lordo o EBITDA - earnings before interest, taxes, depreciation, and amortisation)**, un risultato intermedio al lordo di ammortamenti (costo connesso all'utilizzo del capitale fisico) e accantonamenti operativi (costi non monetari espressivi di rischi e oneri connessi a processi produttivi in corso). L'EBITDA possiede una valenza finanziaria in quanto tutti i valori che lo formano generano delle variazioni a livello finanziario e in particolare nel CCN (Capitale Circolante Netto). La variazione di circolante prodotta dalla gestione caratteristica nel periodo, se positiva, significa che tale gestione ha prodotto circolante netto, cioè risorse finanziarie; se negativa significa che la gestione le ha assorbite.

3. **Conto economico a margine di contribuzione** → Questo modello permette di distinguere i costi fissi dai costi variabili, con i primi tipicamente strutturali mentre i secondi connessi al ciclo operativo. Va ad evidenziare il contributo della gestione tipica alla copertura dei costi fissi. Elemento indispensabile è la raccolta di informazioni dettagliate circa la natura dei costi. Tanto più il margine di contribuzione presenta un valore importante, tanto più la realtà aziendale raggiungerà una maggiore efficienza a livello industriale³¹.

³¹ TEODORI C., *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, cit., pp. 52-78.

2.3 Analisi per indici e per margini

Sintetizzare le informazioni e consentire il confronto tra i dati intertemporali, andando a trasformare i dati ottenuti dalla riclassificazione dello stato patrimoniale e conto economico in rapporti (definiti anche ratios), rappresenta la principale finalità dell'analisi per indici.

Sono distinguibili diverse tipologie di indici di bilancio:

- **Indici di composizione** → Confrontano fra loro classi di valori e corrispondenti totali di conto economico e stato patrimoniale (indici verticali).
- **Indici di correlazione** → Confrontano fra loro valori provenienti da sezioni contrapposte di conto economico e stato patrimoniale (indici orizzontali).
- **Indici operativi** → Confrontano fra loro classi di valori provenienti da diversi documenti di bilancio.
- **Indici di andamento** → Confrontano fra loro valori provenienti dai successivi bilanci di una medesima azienda.

Nella Ratio Analysis il calcolo degli indici, effettuato sulla base dei dati e delle informazioni contenute nei bilanci aziendali, non esaurisce il compito dell'analista, rappresentando un punto di partenza per successive elaborazioni. Gli indici di bilancio manifestano la propria utilità sul piano informativo. Il materiale di calcolo degli indici deve essere preceduto da un'accurata individuazione e selezione, da parte dell'analista, di quelli ritenuti maggiormente significativi; l'impiego di ciascun indicatore non deve mai avvenire in modo indipendente rispetto agli altri, ma seguendo una logica di sistema (sostanziale unitarietà della gestione aziendale). Si segnalano tre tipologie di analisi, strettamente correlate fra loro: **l'analisi della redditività, della solidità patrimoniale** e per ultima istanza **l'analisi della liquidità** che pone il focus sulla capacità finanziaria. Collegato

direttamente alla Ratio Analysis è l'analisi per margini che ha l'obiettivo di accertare le relazioni esistenti tra le varie classi di attività e passività (nello stato patrimoniale) e di costi e ricavi (nel conto economico) e forniscono per lo stato patrimoniale informazioni sulla struttura delle fonti e degli impieghi in un determinato istante, per il conto economico, invece, le analisi per margini evidenziano risultati economici parziali. Alcuni esempi di margini, ottenibili partendo dallo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario, sono dati dal: **margine di disponibilità** (differenza tra attivo circolante e passività correnti), **margine primario e secondario di struttura** (capitale netto + passività consolidate) – attivo immobilizzato). Optando per il secondo metodo di riclassificazione (il criterio funzionale), vengono messi in evidenza ulteriori margini oggetto di analisi come **il CCN** (capitale circolare netto) e **la PFN**.³²

2.3.1 L'analisi reddituale

Uno dei più rilevanti indicatori di bilancio che risalta la redditività dell'azienda e che in aggiunta permette di valutare il migliore investimento in termini di profittabilità, è il **ROE (Return on Equity)**.

Conoscerlo permette all'azienda di avere una visione sui risultati economici conseguiti e al tempo stesso indica la redditività del capitale di un'azienda.

$$ROE = (REDDITO NETTO DI ESERCIZIO / PATRIMONIO NETTO)$$

Definibile come “un indice di performance”, dà la possibilità all'azionista di poter misurare il tasso medio di remunerazione dei mezzi propri investiti all'interno dell'azienda dai conferenti di capitale-risparmio: è un indice di estrema sintesi in quanto esprime l'impatto della gestione aziendale nel suo complesso.

³² PAOLUCCI G., *Analisi di bilancio e finanziaria. Logica, finalità e modalità applicative*, cit.

È possibile calcolare diverse varianti del ROE (normalizzato e lordo) che permette all'azionista di compiere comparazioni del Return on Equity tra paesi con diversa pressione fiscale. Con riguardo al patrimonio netto è fondamentale tener conto di eventuali utili da distribuire e perdite di capitale da rimborsare ai soci.

Un secondo quoziente fondamentale che permette, insieme al ROE, di avere un quadro migliore in termini di performance dell'attività aziendale e di nuovi ampliamenti del business, è dato dal **Return on Investment (ROI)**.

$$ROI = (REDDITO OPERATIVO / CAPITALE INVESTITO)$$

Definito come il più importante indicatore di redditività, tanto più assumerà un alto valore in percentuale, tanto più la performance aziendale tenderà ad accrescere. L'indice in oggetto esprime il rendimento del capitale investito in azienda, indipendentemente dalle scelte di finanziamento attuate. Inoltre, l'indicatore rappresenta il presupposto fondamentale della globale redditività e palesa il grado di efficienza ed efficacia della gestione aziendale. Qualora il ROI presentasse un valore esiguo significherebbe che la società presa in questione è incapace di generare profitti dagli investimenti.

Con riferimento al reddito operativo realizzato per ogni unità di ricavo e la capacità di generare, da parte dell'azienda, profitti dalle vendite, il **ROS (Return on Sales)** è l'indicatore più idoneo da esaminare. Quest'ultimo va ad esprimere il tasso di rendimento delle vendite da cessione sul mercato dei beni e servizi prodotti.

$$ROS = (RISULTATO OPERATIVO / RICAVI NETTI DI VENDITA)$$

Collegato al ROS è l'**indice di produttività** (ricavi netti di vendita / capitale investito) che misura il grado di efficienza di produttività del capitale investito.

Il **ROD (Return on Debt)** esprime in termini percentuali quant'è il costo del capitale di terzi, in particolar modo il costo medio del denaro che l'azienda sostiene per il ricorso del capitale di terzi.

$$ROD = (ONERI FINANZIARI / CAPITALE DI TERZI)$$

La convenienza ad indebitarsi si manifesterà qualora il ROI risulti maggiore del ROD cioè quando la redditività del capitale investito riesca a far fronte al costo per il capitale reperito presso i finanziatori esterni.

Per fornire un'indicazione più appropriata della stima del valore complessivo dell'impresa si utilizza l'**EBIT**, un indicatore impiegato per verificare la capacità di copertura degli oneri finanziari (EBIT / O. F.).

Tuttavia, per l'analisi finanziaria, il **Margine Operativo Lordo (MOL) o EBITDA** è più efficace dell'EBIT in quanto tutti gli elementi che vanno a formare l'EBITDA sono tutti ricavi e costi di natura monetaria. Il ricorso all'EBITDA, anziché all'EBIT, non è comunque esente da limiti in quanto gli ammortamenti non sono un generatore di liquidità durevolmente impiegabili per pagare gli interessi e non tutti gli elementi positivi e negativi di reddito che formano l'EBITDA sono ricavi e costi effettivamente monetari.

Sussistono **indicatori** definiti "**di diagnosi**" che permettono di capire in quanto tempo si riesce a far fronte all'indebitamento finanziario ed un esempio è dato dal rapporto fra EBITDA / PFN, con valore compreso tra 0 e 1.

Attualmente, nell'epoca in cui viviamo, moltissime realtà si trovano in una situazione di rischio molto alto per via dell'aumento dei prezzi delle materie prime e dell'inflazione. Disporre di un flusso di denaro costante e regolare è imprescindibile per il pagamento di salari e fatture, ma soprattutto nell'investimento sulla crescita. La situazione di cash flow va continuamente monitorata³³.

³³ TEODORI C., *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, cit., pp. 165-183.

2.3.2 L'analisi patrimoniale e finanziaria

L'osservazione degli indici che si riferiscono a queste due aree permette di darci informazioni "congruenti" sulla solidità patrimoniale e finanziaria dell'azienda oggetto di analisi.

Per quanto attiene all'**analisi patrimoniale**, si fa riferimento all'analisi verticale, effettuata attraverso indici di composizione (vedi paragrafo 2.3 Analisi per indici e per margini). L'obiettivo è individuare com'è composto l'attivo, come sono finanziati gli impieghi e se tra fonti di finanziamento e impieghi c'è equilibrio. Due indicatori strettamente correlati che vanno ad osservare il grado di rigidità della struttura patrimoniale, sono dati dal:

$$IND. DI RIGIDITA' DEGLI IMPIEGHI = (ATTIVO FISSO / TOT. IMPIEGHI)$$

Il valore è compreso tra 0 e 1, e qualora fosse molto vicino a 1 significherebbe un alto grado di rigidità dell'azienda in cui gli investimenti tornerebbero in forma liquida più lentamente.

$$IND. ELASTICITA' DEGLI IMP. = (ATT. CORRENTE / TOT. IMPIEGHI)$$

Qualora tale indice presentasse un valore alto, significherebbe che l'azienda ha molto attivo circolante e di conseguenza dovrebbe avere una rotazione del capitale maggiore.

Riguardo alle fonti e dunque al grado di autonomia finanziaria dell'impresa è possibile considerare:

$$IND. DI AUTONOMIA FINANZIARIA = PATR. NETTO / TOT. FONTI$$

Tanto più è alto, tanto più l'azienda è autonoma finanziariamente. Si può correlare all'indice di dipendenza finanziaria ((passivo corrente + passivo consolidato) / tot. fonti).

Per esprimere tali informazioni è necessario riclassificare i documenti di stato patrimoniale e conto economico a valori percentuali.³⁴

³⁴ PAOLUCCI G., *Analisi di bilancio e finanziaria. Logica, finalità e modalità applicative*, cit.

L'**analisi finanziaria** fotografa la struttura finanziaria esistente in un determinato istante e valuta la politica degli investimenti dell'impresa (investimenti nel periodo considerato) e la politica di finanziamento (copertura del fabbisogno finanziario), ricercando attraverso l'analisi dei flussi, la variabilità del fabbisogno finanziario e delle scelte fatte per coprirlo. È una tipologia di analisi orizzontale che si avvale di indici di correlazione. I principali due gruppi sono dati dagli indici di struttura (che correlano le fonti con gli impieghi) e gli indici di liquidità che correlano gli impieghi con le fonti. Tra i primi è possibile rinvenire **il quoziente secondario di struttura** $((p.netto + p.consolidato) / attivo\ fissato)$ e **il quoziente primario di struttura** $(p.netto / attivo\ fissato)$. In merito a quest'ultimo, da un punto di vista fisiologico, il patrimonio netto non copre tutto l'attivo fisso e per evitare che l'azienda richieda dilazioni di pagamento, è importante mantenere il quoziente > 1 .

Tra gli indici di liquidità non si può non citare **il quoziente di disponibilità** o **current ratio** $(attivo\ corrente / passivo\ corrente)$ che va ad indicare il rapporto tra investimenti e fonti di finanziamento con liquidità ed esigibilità entro i 12 mesi; si mette in evidenza la capacità aziendale di far fronte alle esigibilità attraverso investimenti che ritornano liquidi entro il breve termine.

Ulteriori indicatori sono dati dal **quick ratio** o **quoziente secondario di tesoreria** $((liq.\ immediate + liq.\ differite) / passivo\ corrente)$ e **il quoziente primario di tesoreria** $(liq.\ immediate / passivo\ corrente)$ in cui la situazione "tranquilla" per un'azienda sarebbe in presenza di un valore che si avvicini a 0.5.

Inoltre, è possibile considerare indici finanziari che permettono di evidenziare la rapidità con la quale si rinnovano gli investimenti e fornire una valutazione sulla situazione finanziaria. Indicatore di carattere generale è **l'indice di rotazione del capitale investito**, dato dal rapporto tra le vendite sostenute e **il capitale investito** o **l'indice di rotazione del magazzino** $(vendite / magazzino)$, utile per valutare

l'efficienza nella gestione delle scorte, effettuare previsioni e prendere le decisioni strategiche³⁵.

³⁵ TEODORI C., *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, cit., pp. 197-214.

CAPITOLO 3:

JUVENTUS FOOTBALL CLUB S.P.A. – ANALISI DI BILANCIO DI UNA SOCIETA' DI CALCIO PROFESSIONISTICA

3.1 Storia del club e lo scandalo Calciopoli

La Juventus Football Club, fondata nel 1897 da un gruppo di studenti del Liceo Classico Massimo D'Azeglio, è una società calcistica italiana con sede nella città di Torino e una delle più blasonate nel panorama nazionale e internazionale. Disputò il primo campionato tre anni dopo la fondazione e nel 1905 conquistò il primo scudetto. Il 24 luglio 1923 viene eletto come nuovo presidente il dottor Edoardo Agnelli, fondatore della FIAT e il vero successo la società lo raggiunge nel 1930 con la vittoria di cinque scudetti consecutivi, mentre nel 1977 la prima affermazione in campo internazionale con la Coppa Uefa, la Coppa delle Coppe nel 1984 e la Coppa dei Campioni.

Dal 1994 la società oltre che a rafforzarsi in ambito sportivo, ha avviato significativi interventi normativi come l'abolizione del divieto della fine di lucro per le società sportive professionistiche e il riconoscimento della titolarità dei diritti televisivi; vi è stata una progressiva trasformazione da associazione sportiva, in società con un'entità economica attraverso una politica di autofinanziamento basata sulla compravendita di giocatori che permise di garantire una continuità in termini di competitività e rispettare al tempo stesso il bilancio societario. Rilevante è stato anche il peso del marketing e merchandising; un'epoca di grandi cambiamenti.

Dall'esercizio 1994/1995 il fatturato della Juventus F.C. è stato costantemente in crescita e la società ha posto particolare attenzione al consolidamento delle

funzioni amministrative e commerciali per agevolare la crescita economica, raddoppiando negli ultimi dieci anni il numero interno degli addetti. Nel corso della storia della società è stata altresì posta attenzione all'attività di preparazione atletica del settore giovanile che ha formato atleti come Boniperti e Del Piero, con il principale obiettivo di diffondere i valori e la passione dello sport. Importanti interventi furono presi nel 2001, anno in cui le Azioni Juventus sono state quotate su MTA di Borsa Italiana e furono avviate le trattative con il Comune di Torino per l'acquisizione di un diritto reale che assicurasse la disponibilità del complesso sportivo Stadio Delle Alpi.

Questo sistema fu gravemente sconvolto nella s.s. 2005-2006 con lo scoppio dello **scandalo Calciopoli** in cui la Juventus fu la principale accusata insieme alla Fiorentina, Lazio e Milan nel primo filone d'inchiesta e Arezzo e Reggina nel secondo filone. Il processo condannò "La Vecchia Signora" con la revoca degli ultimi due scudetti e la retrocessione in Serie B con 9 punti di penalizzazione da scontare nel successivo campionato (s.s. 2006-2007). Fu necessario ricostituire l'ossatura societaria, una nuova dirigenza che dovette affrontare l'esodo di alcune bandiere non intenzionate a partecipare ad un campionato di serie inferiore. La conseguenza fu sia una svalutazione del brand, uno dei più potenti nel mondo calcistico fino a poco tempo prima, sia della rosa in quanto la società dovette accettare le offerte che riceveva senza poter trattenere i giocatori al loro valore reale. Molti sponsor abbandonarono il club come la Tamoil con cui era stato

firmato un accordo di € 240.000.000 in 10 anni; a livello sportivo, dopo il ritorno in Serie A e qualche piccolo exploit con un secondo e terzo posto e ottimi risultati in campo europeo, il club si illuse che il progetto fosse più valido di quello che era in realtà e complice qualche decisione sbagliata nel pianificare le strategie di mercato, la squadra fece due settimi posti consecutivi, causando l'esclusione dalle Coppe Europee e la rinuncia a importanti entrate aggiuntive.

La mossa che permise di evitare quella sorte di "circolo vizioso" che avrebbe potuto mantenere la squadra nella mediocrità sia sportiva che economica fu la nomina di Andrea Agnelli, 48 anni dopo il padre Umberto e la costituzione di una nuova dirigenza e un organico di calciatori dal carattere vincente guidato dall'allenatore Antonio Conte, scelto direttamente dal presidente. Agnelli puntò ad una serie di provvedimenti dirigenziali per poter diversificare i ricavi della società ed importanti interventi furono l'edificazione di uno stadio di proprietà, un centro medico-scientifico ed un importante centro sportivo ed amministrativo.

La Juventus F.C. riuscì attraverso la strategia commerciale, "Less is More", ad ottenere una maggiore visibilità del brand e delle aziende che la sponsorizzano (Allianz, Jeep) ed attraverso l'uso massiccio dei social media, la società riuscì a raddoppiare gli introiti del club, triplicando il valore di mercato della rosa nei tre anni seguenti. Raggiungendo cifre eccezionali per gli standard del calcio italiano, l'effetto è stato il ritorno all'interno della top ten europea per valore redditizio.

Per sottolineare l'efficienza gestionale manageriale della società venne coniato un termine dagli organi di stampa: "Stile Juventus". Attraverso questa espressione si vuole identificare una realtà organizzata, una "Vecchia Signora" che combina le regole dell'étiquette e la rigorosa disciplina del mondo industriale³⁶.

3.2 Analisi dei bilanci della società negli anni 2019-2020-2021

La crisi sanitaria legata alla pandemia SARS-Cov-2 ha condizionato fortemente la gestione finanziaria della Juventus F.C. e gli effetti economici negativi hanno limitato fortemente il previsto progetto di crescita legato ad un incremento dei ricavi a seguito dell'investimento di Ronaldo. A subirne un crollo sono state soprattutto le plusvalenze, i ricavi di gara che si sono azzerati ed un'importante riduzione dei ricavi di vendita di prodotti e licenze. In merito al valore della produzione, ovvero il fatturato incrementato delle giacenze della produzione di esercizio e diminuito del valore delle giacenze delle produzioni passate, si è assistito ad un calo del 22% (€ 621.456.394 → 480.711.754) nel triennio 2019. Con l'acquisto di Cristiano Ronaldo si è cercato di perseguire una sfida rischiosa per poter alzare il livello strutturale dei ricavi (senza plusvalenze), ma l'aver aggregato alla rosa molteplici parametri zero con stipendi cospicui ed effettuato ulteriori errori gestionali, hanno costretto la proprietà ad aumentare il capitale. In

³⁶ <https://www.juventus.com/>

risposta alla contrazione delle entrate e a costi divenuti a quel punto troppo alti, la Juventus F.C ha cercato sistematicità al calciomercato, operando al tempo stesso sulle manovre stipendi.

Il bilancio di esercizio 2019/2020 (come si evince dalla riclassificazione del conto economico nella figura 3.2) si chiuse con una perdita di € 89.7 milioni mentre nell'esercizio 2020/2021 con una perdita consolidata di € 209.9 milioni dovuta dall'acquisizione dell'intero capitale sociale della società B&W Nest S.r.l che gestisce il "J Hotel". L'effetto della pandemia è stato un perdurare delle perdite con minori ricavi ordinari per € 92.7 milioni per via della mancanza di ricavi da stadio e minori proventi da gestione diritti calciatori per € 128.8 milioni dovuta a causa della carenza di liquidità nel calciomercato. In controtendenza ne ha beneficiato il mondo dell'e-commerce con un aumento dei ricavi di sponsorizzazione e pubblicità compensando in minima parte i ricavi del canale dei negozi fisici.

Ad aumentare di circa 9 punti percentuali sono stati i costi operativi, di circa € 35.000.000 a causa dell'aumento del costo del personale tesserato; considerando l'incremento degli ammortamenti e accantonamenti, ha giovato un ruolo centrale l'impairment su Cristiano Ronaldo di € 14.000.000, ceduto il 31/08/2021 al Manchester United a cui si deve aggiungere il riscatto di Romero da parte dell'Atalanta, generando una svalutazione per € 4.800.000. Il mancato

raggiungimento dei quarti nella UEFA Champions League ha contribuito ad aumentare le perdite³⁷.

- Soffermendo l'attenzione sul **risultato d'esercizio, al netto delle imposte**, nel 2019/2020 era negativo per € 89.682.106, arrivando ad un complessivo negativo per € 209.885.432.
- Il patrimonio netto da € 239.204.587 nel 2019/2020 è passato a € 28.438.822 con un **incremento dell'indebitamento finanziario** di € 4 milioni come mostrato dal sottoscritto nella tabella sotto riportata.

RAPPRESENTAZIONE INDEBITAMENTO FINANZIARIO NEL TRIENNIO 2019-21

| voce /000€ | 30/06/2019 | 30/06/2020 | 30/06/2021 |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|
| Disponibilità liquide | 9.745,00 | 5.917,00 | 10.534,00 |
| + Attività finanziarie vincolate (depositi vincolati) | - | 4.875,00 | - |
| - Debiti v/soci | - | - | - |
| - Debiti v/banche | 118.102,00 | 124.641,00 | 103.317,00 |
| - Debiti v/altri finanziatori per factoring | 179.839,00 | 82.832,00 | 96.409,00 |
| - Debiti obbligazionari | 175.278,00 | 175.696,00 | 176.096,00 |
| - Passività finanziarie (strumenti derivati) | - | - | - |
| - Diritto d'uso IFRS 16 | - | 12.787,00 | 23.931,00 |
| = Indebitamento Finanziario Netto | - 463.474,00 | - 385.164,00 | - 389.219,00 |

Figura 3.1 Fonte: elaborazione personale da Relazione Finanziaria annuale Juventus FC (2019-21)

L'indebitamento finanziario è un buon indicatore che permette di misurare il quantitativo dei debiti di un'azienda rispetto al suo patrimonio netto o la percentuale di finanziamenti esterni rispetto ai fondi propri dell'azienda³⁸.

³⁷ <https://www.juventus.com/it/club/investitori/bilanci-prospetti/bilanci-relazioni#0--season-2020-21>;

Come si evince dalla figura 3.1, la società Juventus, in un momento storico segnato dalla pandemia, presenta un rapporto di indebitamento elevato e ciò sta a significare come l'azienda abbia difficoltà a finanziarsi con fondi propri, dipendendo fortemente dai finanziamenti esterni. Ciò potrebbe causare rischi di insolvenza da parte degli investitori in quanto saranno chiamati a ripagare i debiti con gli interessi, influenzando negativamente sulla redditività dell'azienda.

³⁸ TEODORI C., *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, cit., pp. 152-155.

3.2.1 Analisi dello stato patrimoniale riclassificato nei tre esercizi

| | 30/06/2019 | 30/06/2020 | 30/06/2021 |
|--------------------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|
| ATTIVO | | | |
| Attivo immobilizzato (AI) | | | |
| Immobilizzazioni Immateriali | 456.543.737,00 | 557.628.486,00 | 483.871.063,00 |
| <i>di cui DPC</i> | 421.042.929,00 | 508.423.169,00 | 431.551.996,00 |
| Immobilizzazioni Materiali | 156.696.721,00 | 161.417.264,00 | 164.391.767,00 |
| Immobilizzazioni Finanziarie | 156.715.722,00 | 190.980.821,00 | 69.533.836,00 |
| <i>di cui crediti v/Enti settore</i> | 109.267.970,00 | 165.744.085,00 | 43.592.385,00 |
| Totale Attivo immobilizzato | 769.956.180,00 | 910.026.571,00 | 717.796.666,00 |
| Attivo Corrente (AC) | | | |
| Magazzino | 7.884.460,00 | 9.150.867,00 | 9.127.022,00 |
| Liquidità immediate | 9.744.722,00 | 5.917.079,00 | 10.533.461,00 |
| Liquidità differite | 154.175.257,00 | 251.781.707,00 | 170.353.960,00 |
| <i>di cui crediti v/Enti settore</i> | 89.982.013,00 | 130.448.731,00 | 97.952.738,00 |
| Totale Attivo Corrente | 171.804.439,00 | 266.849.653,00 | 190.014.443,00 |
| TOTALE ATTIVO | 941.760.619,00 | 1.176.876.224,00 | 907.811.109,00 |
| PASSIVO E NETTO | | | |
| Patrimonio Netto | 31.242.712,00 | 239.204.587,00 | 28.438.822,00 |
| Passività Consolidate | 519.951.503,00 | 502.739.159,00 | 511.695.951,00 |
| <i>di cui debiti v/Enti settore</i> | 39.243.263,00 | 176.483.803,00 | 121.515.006,00 |
| <i>di cui debiti finanziari</i> | 431.387.181,00 | 261.613.062,00 | 343.081.109,00 |
| Passività Correnti | 390.566.404,00 | 434.932.478,00 | 367.676.336,00 |
| <i>di cui debiti v/Enti settore</i> | 181.622.230,00 | 124.215.606,00 | 143.514.191,00 |
| <i>di cui debiti finanziari</i> | 41.831.708,00 | 134.343.143,00 | 56.671.075,00 |
| TOTALE PASSIVO E NETTO | 941.760.619,00 | 1.176.876.224,00 | 907.811.109,00 |

Figura 3.2 - Fonte: elaborazione personale da Relazione Finanziaria annuale Juventus FC (2019-21)

Analizzando la riclassificazione dello stato patrimoniale si può dedurre una riduzione delle attività totali di circa 23 punti percentuali rispetto al bilancio chiuso il 30/06/2019; si noti un aumento della voce relativa alle immobilizzazioni materiali, in cui la presenza di uno stadio di proprietà (c.d. Allianz Stadium) ed altre infrastrutture sportive (c.d. J Medical, J Hotel, lo Juventus Training Center Continassa, lo Juventus Museum), avvicinano la struttura di bilancio della società agli standard dei club europei. I diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori

netti sull'attivo (definiti nella figura 3.2 alla voce "di cui DPC") subiscono un incremento rispetto al 2019, passando da 43.2% a 47.5% e la voce "Terreni e fabbricati" aumenta del 3.2%. In riferimento all'IFRS n.16, riguardante gli aspetti gestionali contabili dei leasing, nell'esercizio 2020/2021 si evidenzia un valore contabile dei diritti d'uso pari a € 23.931 (a fronte dei € 12.787 dell'esercizio chiuso al 30/06/2020), riguardanti gli immobili adibiti a negozi ed uffici e la contabilizzazione dei contratti d'affitto della sede sociale e del JTC (Centro Sportivo della Juventus F.C.). Ulteriore aspetto ricavabile dallo schema di riclassificazione dello Stato Patrimoniale è la riduzione del capitale investito, da € 417.600.000 a € 206.700.000.

In contabilità generale per valutare l'equilibrio economico e la performance patrimoniale si calcola determinati indici di bilancio (si vedi paragrafo 2.3 Analisi per indici e per margini); un esempio è dato **dall'indice di solvibilità totale/corrente e l'indice di indebitamento**. Quest'ultimo va ad indicare l'ammontare di fonti di finanziamento apportate direttamente e indirettamente dai soci, rispetto al totale complessivo delle fonti di finanziamento dell'impresa³⁹. L'indice di solvibilità fornisce informazioni circa la capacità di un debitore di mantenere gli impegni presi con i propri creditori, restituendo, nei tempi appropriati, il denaro ricevuto in prestito. Il corrispettivo indice, impiegato

³⁹ DEVALLE D., PISONI P., *Analisi finanziaria*, cit., pp. 164-165.

principalmente da istituti finanziari, definisce il livello di stabilità finanziaria di una società. Nel nostro caso:

- INDICE DI SOLVIBILITA' CORRENTE: Attivo corrente / Passivo corrente – $190.014 / 367.676 = 0.51$. Diminuendo rispetto all'esercizio 2019/2020 (-0.10), questo risultato scaturito sta ad indicare come l'attivo a breve non sia in grado di coprire i debiti a breve termine.
- INDICE DI SOLVIBILITA' TOTALE: Attività totali / Debiti totali = 1.032
Ciò vuol dire che la società possiede dei beni ed è in grado, attraverso il valore di quest'ultimi, di pagare i debiti. La società, quando tale indicatore è > 1, sarà solvibile.
- INDICE DI INDEBITAMENTO: Patrimonio netto / Totale passività –
Nell'esercizio 2020/2021 si ha avuto un valore pari a 0.032, con una equity ratio pari al 3.1%; tale indicatore deve muoversi intorno all'1. Nella presente analisi si ha che il capitale di terzi prevale sui mezzi propri. Le norme FIGC prevedono che qualora si presentasse un valore inferiore al livello-soglia stabilito in 1.2, l'indicatore sarà utilizzato come correttivo al fine di ridurre l'importo necessario per ripianare l'eventuale carenza finanziaria determinata dall'indicatore di liquidità, che è quello più importante.

L'indice di solvibilità corrente, definito anche come **Indicatore di Liquidità della FIGC**, è il più importante indicatore del FPF (Fair Play Finanziario italiano)

ed è finalizzato a verificare la capacità della società di far fronte agli impegni finanziari con scadenza entro i 12 mesi. La soglia minima stabilita dalla FIGC per la Serie A è di 0.8⁴⁰; è altresì fondamentale verificare, come previsto dall'art. 85 N.O.I.F⁴¹, che la misura minima venga rispettata tanto al 31/03, per la sessione di mercato estiva, quanto al 30/09 per la sessione di mercato invernale.

⁴⁰ <https://www.figc.it/media/182127/63-valori-indicatori-di-controllo.pdf>

⁴¹ <https://www.figc.it/>

3.2.2 Analisi del conto economico riclassificato nei tre esercizi

| | 30/06/2019 | 30/06/2020 | 30/06/2021 |
|---|------------------------|------------------------|-------------------------|
| Ricavi da gare | 70.652.591,00 | 49.200.379,00 | 7.751.571,00 |
| Ricavi da diritti televisivi | 206.642.858,00 | 166.378.556,00 | 235.310.322,00 |
| Ricavi da sponsorizzazioni | 108.842.634,00 | 129.560.768,00 | 145.907.636,00 |
| Ricavi commerciali | 44.026.765,00 | 31.725.193,00 | 25.303.332,00 |
| Ricavi da gestione calciatori | 157.186.818,00 | 172.020.621,00 | 43.179.105,00 |
| Altri | 34.104.728,00 | 24.538.574,00 | 23.259.788,00 |
| Valore della Produzione | 621.456.394,00 | 573.424.091,00 | 480.711.754,00 |
| Acquisti di materie | 21.235.145,00 | 15.350.011,00 | 15.872.696,00 |
| Acquisti di servizi | 81.236.433,00 | 71.126.279,00 | 63.582.421,00 |
| Oneri da gestione calciatori | 15.521.017,00 | 31.123.416,00 | 37.328.857,00 |
| Altri costi operativi | 12.717.676,00 | 12.184.348,00 | 9.655.748,00 |
| Valore Aggiunto | 490.746.123,00 | 443.640.037,00 | 354.272.032,00 |
| Costi per il per il personale | 327.751.391,00 | 284.339.057,00 | 322.893.423,00 |
| EBITDA | 162.994.732,00 | 159.300.980,00 | 31.378.609,00 |
| Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni | 178.324.029,00 | 226.361.697,00 | 228.572.871,00 |
| RO - EBIT | - 15.329.297,00 | - 67.060.717,00 | - 197.194.262,00 |
| ± Risultato della gestione accessoria e finanziaria | - 11.568.538,00 | - 14.596.377,00 | - 10.605.909,00 |
| Risultato prima delle imposte | - 26.897.835,00 | - 81.657.094,00 | - 207.800.171,00 |
| Imposte | 12.997.959,00 | 8.025.012,00 | 2.085.261,00 |
| Risultato Netto di esercizio | - 39.895.794,00 | - 89.682.106,00 | - 209.885.432,00 |

Figura 3.3 - Fonte: elaborazione personale da Relazione Finanziaria annuale Juventus FC (2019-21)

Come mostrato dalla presente riclassificazione del conto economico a valore aggiunto (si veda *paragrafo 2.2.2 La riclassificazione del conto economico*), si può notare come negli ultimi anni la pandemia abbia influenzato negativamente e in misura rilevante voci come i ricavi da gare e i ricavi commerciali con un conseguente inevitabile impatto sia di natura economico-patrimoniale sul risultato d'esercizio e sul patrimonio netto; sia di natura finanziaria sul cash-flow e sull'indebitamento. Il fatturato netto, nel triennio 2019-21, è aumentato soprattutto grazie all'accrescimento dei ricavi TV, in quanto le partite della stagione

precedente (s.s 2019/2020) sono state posticipate a causa della pandemia nei mesi di luglio e agosto 2021. Inoltre, il calo dei ricavi dei negozi fisici è stato in parte coperto dall'aumento dei ricavi dell'e-commerce. Il Covid ha inoltre provocato un calo del 5.53% dei ricavi da vendita di prodotti e licenze che comprendono la gestione della attività di vendita, licenza di prodotti ufficiali e l'organizzazione della Juventus Accademy. Ulteriori effetti sono stati il calo dei ricavi da gara dell'84.2% (€ 49.200.379 → € 7.751.571) e un aumento dei proventi da gestione diritti calciatori di € 128.840.000, inclusivo di plusvalenze per € 29.943.000, in forte calo di € 136.241.000. In linea generale nel 2021 assistiamo ad un calo dei ricavi per cessione temporanea diritti calciatori ed altri ricavi da gestione calciatori mentre per i costi operativi si osserva una differenza aumentativa pari a € 34.246.781 milioni, ossia del 8.5% in misura superiore al decremento percentuale dei ricavi operativi lordi (16.2%). In aggiunta, rispetto a quanto è stato auspicato dal Fair Play Finanziario, l'incidenza sul fatturato netto dei costi relativi al personale tesserato, nel 2020/2021, risulta essere inferiore (68.2%), mentre prendendo in esame il costo del personale non tesserato, l'incidenza sul fatturato risulta essere in linea.

Ulteriore voce ricavabile dallo schema di conto economico è quella degli oneri. Al 2020/2021 si osserva un aumento sia degli oneri da gestione calciatori che oneri per acquisto temporaneo diritti calciatori e le commissioni insieme agli oneri

accessori su diritti pluriennali calciatori e tesserati non capitalizzati, risultano essere i componenti maggiormente rilevanti.

Esaminando il conto economico, delle considerazioni in merito all'**EBIT**. L'Earnings Before Interest and Taxes, misura di risultato operativo prima degli oneri finanziari e delle imposte, viene utilizzato per la definizione dei flussi di cassa, ottenibile rielaborando il conto economico in: valore della produzione, costo del venduto, costi operativi, costi non monetari (Accantonamenti, Ammortamenti, Svalutazioni). La Juventus F.C., nell'esercizio 2020/2021, perseguì un risultato operativo negativo pari a € 10.605.909 (- € 3.990.468 rispetto all'esercizio 2019/2020).

A dimostranza della perdita di efficienza economica-finanziaria si consideri l'**EBITDA** che nel triennio 2019-21 è passato da € **162.994.732** → **159.300.980** → **31.378.609** (una riduzione al 30/06/2021, rispetto al 30/06/2019, dell'81% circa).

CONCLUSIONI

“Il rettangolo di gioco” un tempo circoscritto esclusivamente dai confini nazionali e dagli stadi, si è allargato oltre ogni immaginazione soprattutto per effetto dell’intreccio tra progresso tecnologico e globalizzazione economica. Quest’ultima ha reso il calcio uno sport ubiquitario, praticato in ogni angolo del mondo ove si ha nei club nazionali ed internazionali la presenza di giocatori provenienti da diverse parti del mondo. Una diversità che crea multiculturalità nelle squadre, promuovendo la comprensione interculturale e la collaborazione reciproca tra giocatori di nazionalità diversa.

Inoltre, un’importante incidenza si è avuta con l’introduzione di competizioni internazionali come la Coppa del Mondo FIFA e la UEFA Champions League, eventi che fungono da piattaforma per la condivisione che va oltre le barriere culturali e linguistiche; l’evoluzione dei mass media, della trasmissione televisiva e della comunicazione digitale permettono la fruizione di questo spettacolo sportivo oramai ovunque, a prezzi accessibili e con qualunque tipo di supporto informatico.

Negli ultimi cinque anni, come tutti i club europei, anche la Juventus è stata pesantemente colpita dalle restrizioni della pandemia. Osservando l’analisi di bilancio nel triennio 2019-21, la società ha registrato una flessione dei ricavi, minori costi per il personale tra il 2019 e 2020, accompagnato tutto ciò da una riduzione dei costi operativi. L’inevitabile calo dei ricavi è stato parzialmente

compensato dall'andamento positivo della pubblicità e delle vendite in rete (in crescita del 60%). Le vendite di prodotti, licenze e altro legato agli eventi negli stadi sono state penalizzate dal perdurare della pandemia. Ulteriore aspetto che ha inciso profondamente è stata la chiusura quasi totale degli impianti sportivi, impattando sugli introiti derivanti dai giorni di gara.

Una soluzione in risposta ai problemi causati dalla pandemia, che porterebbe entrate nelle casse dei club, è data dalla Super League, una competizione privata tra le 20 squadre più forti e ricche d'Europa. JP Morgan, una delle maggiori banche statunitensi, potrebbe fornire un contributo pari a € 3.5 miliardi a supporto dei piani di investimento in infrastrutture e altri € 3 miliardi versati come anticipo sui ricavi, per bilanciare l'impatto del Covid. Nel lungo periodo si stima un totale di € 10 miliardi ovvero il triplo di quanto garantirebbero le attuali coppe europee⁴².

È stata ufficialmente presentata nell'aprile 2021 e alcuni giorni dopo viene annullata per via delle proteste di tifosi e autorità del calcio come UEFA e FIFA. Pensiero contrario è quello del presidente della Juventus definendo la Super League come un "grido d'aiuto".

Analizzando i risultati a livello finanziario nell'ultimo esercizio esaminato, chiuso il 30/06/2021 con un risultato d'esercizio negativo pari a € 209.885.432, il suo

⁴² CIPOLLA A., *Quanti soldi vale la Superlega? I possibili guadagni per Juve, Inter e Milan*, 2021.

commento non avrebbe potuto essere più significativo. Come la maggior parte dei club in Europa, la Juventus sta lottando per sopravvivere a causa delle restrizioni che si sono avute e del crollo finanziario del settore intero. Questa nuova competizione potrebbe rappresentare la migliore risposta in termini di merito sportivo, ma per un club come la Juventus è un grido disperato contro un sistema che sta andando verso l'insolvenza.

Appare evidente come vi sia la necessità che le istituzioni a livello nazionale e no, intervengano affinché il calcio viri verso un futuro economicamente sostenibile in quanto la pandemia ha evidenziato delle fragilità nel settore, il quale necessita una riformulazione.

BIBLIOGRAFIA

- RANDI R. (2021), *Le nuove raccomandazioni contabili della FIGC*, PDF.
- NICOLELLA G., FERRARI L. (2019), *Le regole economico/finanziarie previste dalla FIGC e le prospettive europee*, PDF.
- PITTIGLIO M. (2018), *Titolo VI – Controlli sulla gestione economica finanziaria delle società professionistiche*, PDF.
- OIC (2022), *Principi contabili-Composizione e schemi del bilancio d'esercizio OIC 12*, fondazioneoic.eu, PDF.
- GRAVINA G., *Il bilancio d'esercizio e l'analisi delle performance nelle società di calcio professionistiche. Esperienza nazionale e internazionale*, Franco Angeli, Milano, 2016.
- CATUOGNO S., *Economia aziendale e ragioneria generale. Analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, 2021.
- BARTOLI F., *Il rendiconto finanziario dei flussi di liquidità*, 2008.
- OIC 24, *Immobilizzazioni immateriali*, 2019.
- GUERANI A. (2018), *Non solo plusvalenze. Guida smart ai bilanci delle società di calcio*, Il Sole 24 Ore.
- BENOLDI A., SOTTORIVA C., *La disciplina della redazione del bilancio di esercizio delle società di calcio. Confronto con l'esperienza internazionale ed*

impatto del c.d. «Financial Fair Play», «Rivista di diritto ed economia dello sport», (2011), Vol. VII, Fasc. 1.

BELLINAZZO M. (2013), *Gli Ias (i principi contabili internazionali) in soccorso del Fair play finanziario*, Il Sole 24 Ore.

PAOLUCCI G., *Analisi di bilancio e finanziaria. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2023, Sesta edizione.

DEVALLE D., PISONI P., *Analisi finanziaria*, Giuffrè Editore, 2016.

TEODORI C., *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2017.

CIPOLLA A., *Quanti soldi vale la Superlega? I possibili guadagni per Juve, Inter e Milan*, 2021.

SITOGRAFIA

<https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2022/02/09/societa-calcio->

[professionistiche-analisi-caratteristiche-organi-formazione-bilancio-fiscalita](https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2022/02/09/societa-calcio-)

https://www.repubblica.it/sport/calcio/2024/05/06/news/covisoc_scheda_come_fu
[nzione-422834901/](https://www.repubblica.it/sport/calcio/2024/05/06/news/covisoc_scheda_come_fu)

<https://www.gazzettaufficiale.it/>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bilancialcacio-209.htm>

<https://www.wallstreetitalia.com/calcio-tutto-quello-che-ce-da-sapere-sui-bilanci-dei-club/>

<https://fiscomania.com/plusvalenze-calcio/>

<https://sport.sky.it/calcio/serie-a/2023/01/27/plusvalenze-calcio-cosa-sono>

https://www.repubblica.it/sport/calcio/serie-a/juventus/2023/01/21/news/plusvalenze_calcio_che_cosa_sono_inchiesta_juventus-384509346/

<https://www.iusinitinere.it/plusvalenze-fittizie-e-manipolazione-del-mercato-il-caso-juventus-f-c-44005>

<https://www.juventus.com/>

<https://www.juventus.com/it/club/investitori/bilanci-prospetti/bilanci-relazioni#0--season-2020-21;>

<https://www.figc.it/>

<https://www.figc.it/media/182127/63-valori-indicatori-di-controllo.pdf>

RINGRAZIAMENTI

Desidero innanzitutto ringraziare la Prof.ssa Lucia Montanini, relatrice della presente tesi di laurea, per la disponibilità dimostratami durante l'intero percorso di stesura dell'elaborato.

Un ringraziamento speciale va ai miei genitori e a mio fratello. Grazie per avermi aiutato a superare i momenti più difficili, senza di voi non sarei mai potuto arrivare a questo importante traguardo.

Ringrazio, inoltre i miei nonni, mio zio e tutti i familiari che hanno fatto sentire il loro affetto nei miei confronti.

Pur non essendo presente fisicamente in questo giorno speciale, dedico questa tesi anche a mio nonno Pasquale che sarà presente nella mia memoria per sempre.

Un grazie speciale a Giorgia, la persona che più di tutte in questi tre anni è stata capace di capirmi e di sostenermi nei momenti difficili. Grazie a lei ho avuto il coraggio di sperimentare nuove idee, di mettermi in gioco, abbattere quelle barriere che mi ponevo inconsciamente e di capire che, in fondo, gli ostacoli esistono per essere superati.

Dedico questo traguardo ai colleghi di corso, le persone con cui ho condiviso attimi di gioia e di tristezza, ma che nonostante tutto sono rimasti accanto a me in questi anni di Università e nei mesi della tesi di laurea, aiutandomi in questo meraviglioso percorso di approfondimento delle conoscenze acquisite. Grazie a

Manuel, Luca e Niccolò con i quali ho condiviso esperienze che porterò con me, soprattutto nell'ultimo anno accademico.

Inoltre, vorrei ringraziare Tommaso e Cristiano, due amici se non fratelli che mi hanno visto precipitare nello sconforto e poi aiutato ad uscirne. Grazie per avermi trasmesso un rinnovato entusiasmo e coraggio.

Grazie al Ponte Volley, ai ragazzi con i quali condivido momenti di agonismo combinato al divertimento; al presidente Stefano che mi ha accolto da ragazzino, visto crescere, diventando capitano della prima squadra. Pur non essendo fisicamente presente in questo giorno speciale, so che da lassù esulterai per ogni nostro punto.

Infine, un grazie a me stesso, ai sacrifici fatti e alla resilienza mostrata, permettendomi di rialzarmi nei momenti più difficili, raggiungendo i miei obiettivi.

Quella che si è conclusa e stata un'esperienza unica, che mi ha permesso di crescere ed imparare.

Grazie di cuore a tutti coloro che l'hanno resa possibile.

