



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
(ordinamento ex D.M. 270/2004)
in Amministrazione Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

La valutazione del capitale economico delle società di calcio

Dalla stima al caso dei trasferimenti avvenuti in Italia.

Ca'Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Relatore

Ch. Prof. Moreno Mancin

Laureando

Claudio Piccolo
Matricola 842916

Anno Accademico

2017 / 2018

Alla mia famiglia e a Stefania

INDICE

INDICE	3
INTRODUZIONE	4
CAPITOLO UNO: IL BUSINESS DEL CALCIO	6
1.1) LO SPORT DENTRO I CONFINI NAZIONALI.....	7
1.1.1) <i>Il Calcio Italiano</i>	10
1.2) EVIDENZE DAGLI ALTRI CAMPIONATI EUROPEI.....	21
CAPITOLO DUE: LA STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO	27
2.1) LA TEORIA.....	31
2.1.1) <i>Il criterio assoluto</i>	34
2.1.2) <i>Criterio relativo</i>	41
2.2) PER LE SOCIETÀ SPORTIVE/CALCISTICHE.....	44
2.2.1) <i>Metodi alternativi di valutazione</i>	46
CAPITOLO TRE: I 5 CAMBI DI PROPRIETÀ AVVENUTI IN SERIE A	51
3.1) A.C. MILAN.....	51
3.2) F.C. INTERNAZIONALE MILANO S.P.A.	55
3.2.1) <i>Il primo passaggio di proprietà nella stagione 2013/14</i>	55
3.2.2) <i>Il secondo passaggio di proprietà nella stagione 2016/17</i>	57
3.3) A.S. ROMA.....	59
3.4) CAGLIARI S.P.A.	60
CAPITOLO QUATTRO: I CALCOLI PROPOSTI DA KPMG	63
4.1) LA RACCOLTA DEI DATI E L'ANALISI STATISTICA.....	63
4.2) IL METODO.....	78
4.3) LE CONCLUSIONI.....	92
CAPITOLO CINQUE: I CALCOLI PROPOSTI DA FORBES	95
5.1) IL METODO USATO E I RISULTATI.....	96
5.2) LE CONCLUSIONI.....	101
CAPITOLO SEI: I RISULTATI OTTENUTI, USANDO I REALI VALORI DI TRASFERIMENTO	102
6.1) METODO DI CALCOLO KPMG E I RISULTATI.....	102
6.2) IL METODO DI CALCOLO DI FORBES E I RISULTATI.....	108
6.3) CONCLUSIONI.....	112
CONCLUSIONI	116
ALLEGATI	119
BIBLIOGRAFIA	120
SITOGRAFIA	122

INTRODUZIONE

“Il calcio che esprime più goals è il calcio più poetico.” Pier Paolo Pasolini: poeta regista, scrittore, drammaturgo e giornalista italiano (1922-1975).

Il calcio è una passione, uno sport che sa unire interi popoli e nazioni. È lo sport più conosciuto, giocato e amato in tutto il mondo. “I mondiali di calcio hanno scandito i tempi della nostra vita e scandiranno quelli di chi verrà”¹.

Negli ultimi tempi però, oltre all’aspetto “romantico” del calcio giocato fatto di successi e delusioni sportive che hanno fatto emozionare intere generazioni di tifosi, si è aggiunta la parte meno ludica ma più razionale: l’organizzazione del *business* e delle operazioni straordinarie che avvengono all’interno dei club di calcio. A questo proposito, questa tesi nasce dall’idea di comprendere come sono valutate le società sportive; come tomi per la valutazione aziendale possano intervenire in *business* particolari come quello calcistico, creando modelli con l’obiettivo di stimare l’*economic value* di queste società.

Le più note agenzie, in sede di valutazione del capitale economico, affidano la loro stima a dei criteri; questa tesi vuole capire quali parametri abbiano peso maggiore nella loro valutazione e, in seguito, utilizzando il medesimo algoritmo di calcolo, quali parametri hanno pesato nella valutazione del prezzo di cessione delle quattro società italiane riportate come casi all’interno di questa tesi.

La tesi è suddivisa in sei capitoli: il primo inizia con la descrizione di come le federazioni organizzano il calcio, partendo dall’aspetto mondiale fino all’organizzazione del calcio domestico. Prosegue con una descrizione del *business* a

¹ Cit. “Federico Buffa Racconta: Storie Mondiali”

livello economico e patrimoniale, portando dati sul valore della Serie A e comparandoli con quelli dei maggiori campionati europei.

Il secondo capitolo verte sulla teoria della valutazione del capitale economico, iniziando con la definizione stessa di *enterprise value* e la teoria dei modelli di valutazione. In seguito, si darà una spiegazione di come questi modelli sono declinati nel caso in oggetto, raccogliendo informazioni dalla letteratura delle valutazioni del capitale economico per le società sportive.

Il terzo capitolo verte sulla descrizione delle operazioni straordinarie avvenute in Italia dal 2010 fino al 2017.

Nel quarto capitolo è spiegata l'analisi fatta utilizzando il modello di calcolo teorizzata dalla prima agenzia specializzata per il calcolo dell'*economic value*: KPMG. Il capitolo inizia con l'analisi statistica per la misurazione della bontà dei dati raccolti da tutti i bilanci delle società prese come campione. L'obiettivo è capire il peso dei parametri proposti nella valutazione di KPMG. Attraverso un sistema di equazioni per capire se per tutte le categorie in cui ho diviso il campione di società, si possono presentare delle variazioni.

Il quinto capitolo è simile al quarto, con la differenza che in questo caso si vuole studiare quali parametri, usati dalla rivista *Forbes*, hanno pesato maggiormente nella loro valutazione.

Il sesto capitolo, utilizzando i dati raccolti per il calcolo dell'*economic value* e i dati presi dai bilanci delle società, ho cercato di ricostruire un modello simile a quello presente nei due capitoli precedenti, con l'obiettivo di stimare quanto hanno pesato i parametri proposti dalle due società di consulenza per il calcolo del prezzo di cessione.

CAPITOLO UNO: IL BUSINESS DEL CALCIO

Questo capitolo nasce con l'obiettivo di presentare l'evoluzione del calcio, dagli inizi fino ai nostri giorni, dall'organizzazione fino alla descrizione del suo volume d'affari in termini economici/finanziari: nel dettaglio, per quanto concerne il calcio italiano, e più in generale per il calcio europeo.

Il "giuoco" del calcio moderno nacque in Inghilterra circa alla metà dell'Ottocento all'interno dei *colleges* britannici. La prima squadra di calcio fu *Sheffield F.C.* nata nel 1858. In quegli anni nacque anche la prima federazione calcistica nazionale (*Football Association* inglese) che scrisse il primo regolamento del gioco², organizzò le prime competizioni nazionali e stilò le primissime indicazioni per amministrare il *business* del gioco del calcio.

Negli anni, il giuoco del calcio ha continuato a espandersi, uscendo dai confini inglesi e raggiungendo in modo capillare anche altre parti del mondo. Per questa ragione, nacque nel 1904 la FIFA³ (la prima federazione mondiale del giuoco del calcio) e successivamente, in ogni nazione, le proprie federazioni nazionali (per la federazione europea si è dovuto attendere il 1954, anno di nascita dell'UEFA⁴). Le federazioni nazionali formano il *board* sia delle federazioni continentali e sia quella della FIFA. Se dovessimo disegnare una scala gerarchica:

² Gestito dall'IFAB, *International Football Association Board*, cioè dall'associazione che ha avuto il compito di stilare le 17 Regole del Giuoco del Calcio. Ogni modifica apportata al regolamento entrerà in vigore la stagione sportiva successiva (in Europa la stagione sportiva inizia l'1 Luglio X e termina il 30 Giugno X+1), con il fine di rendere il regolamento "al passo con i tempi" rispecchiando le esigenze e i cambiamenti delle tattiche delle squadre.

³ *Federation International Football Association*.

⁴ *Union of European Football Associations*.

[Immagine 1.1:La piramide del calcio]



[Fonte: *Football and its future*, Francesco Manfredi]

Le federazioni nazionali rispondono a quelle continentali e, queste ultime, alla FIFA. Il *board* dell'UEFA è formato da rappresentanti delle federazioni nazionali e quelli della FIFA sia da rappresentanti delle federazioni nazionali che di quelle continentali. A cascata, le direttive imposte dalle federazioni continentali sono recepite dalle federazioni nazionali. Alle federazioni nazionali è lasciata la libertà di come lo sport, sia dal punto di vista competitivo⁵ che amministrativo⁶, venga organizzato.

1.1) LO SPORT DENTRO I CONFINI NAZIONALI

In Italia, l'organizzazione in generale è affidata al CONI, ente pubblico non ministeriale nato nel 1914 (come parte del Comitato Olimpico Internazionale) con il compito di

⁵ Come organizzare la lega, dal numero di competizioni presenti sul territorio dove la federazione nazionale ha sovranità, ecc.

⁶ Amministrativo nel senso che vengono date direttive su: -

- Organizzazione delle società,
- Regolamento del mercato dei trasferimenti di calciatori,
- Norme contabili e di revisione, ecc.

promuovere lo sport. Fino al 1997, la gestione era completamente autofinanziata dal sistema Totocalcio⁷ (dal 1998 in mano al Monopolio di Stato). Lo sviluppo dello sport in Italia, realtà che conta circa 57 mila società e associazioni sportive tra tutte le discipline di sport praticabili con l'intento di esaltare sia valori sia finalità sociali oltre a momenti di aggregazione, è affidata a CONI Servizi S.p.A. (società partecipata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze). L'esperienza culturale appena descritta unita al sentimento insito all'interno nel mondo dello sport, cioè il fattore motivazionale competitivo, fa sì che nel nostro Paese ci siano più di dodici milioni di sportivi praticanti (amatori, dilettanti e professionisti) con la conseguenza ci sia una forte accelerazione per la creazione di soggetti giuridici in grado di poter organizzare queste persone, affinché sia possibile soddisfare il loro bisogno.

“Le aziende sportive sono soggetti che hanno lo scopo di produrre e commerciare beni o servizi collegati al mondo sportivo per le quali si possono individuare ben due classi:

1. Una funzione produttiva svolgendo rapporti economici concorrendo sia dal lato della domanda sia dell'offerta con ottica di profitto di lungo periodo tramite valori di scambio;
2. Attuano l'esercizio in habitat economici particolari dove la domanda e l'offerta si sviluppa in competizione attenuata ed indiretta. Il valore aggiunto non è facilmente determinabile perché in mancanza di mercato, si fa riferimento ai valori d'uso che non sono espressione di scambi monetari su mercati competitivi”.⁸

⁷ Sistema di scommesse basato sul prevedere il risultato sportivo.

⁸ Le organizzazioni del settore dello sport, un quadro generale d'analisi e una possibile classificazione economico-aziendale, Buscarini Cristina, RIREA Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, pag. 17-18.

Queste aziende quindi, si possono suddividere in altre quattro tipologie, in base al modo in cui esse operano:

1. Imprese in ambito sportivo che hanno una funzione produttiva e operano all'interno del mercato e affrontano la competizione da entrambi i lati;
2. Amministrazioni pubbliche largamente intese che operano in assenza di mercato e cedono gratuitamente o a prezzi non remunerativi i propri servizi alla collettività;
3. Associazioni sportive e fondazioni che operano in entrambi i lati del mercato il quale è molto attenuato o assente;
4. Cooperative operanti nel settore dello sport che operano in mercati limitati e particolari.

La prima tipologia riguarda imprese che operano nel settore dello sport, svolgendo attività di produzione industriale e commerciale, comprese le società sportive professionistiche (costituite con la legge n.91/81⁹ in società di capitali con l'obiettivo di lucro), società editoriali, Istituto del Credito Sportivo, Ente pubblico con personalità giuridica.

La seconda tipologia riguarda tutte quelle organizzazioni governative che seguono il mondo dello sport, i ministeri ed hanno l'obiettivo di incoraggiare l'attività sportiva: il CONI¹⁰ e federazioni sportive collegate al Comitato¹¹.

⁹ Norme in materia tra società e sportivi professionistici

¹⁰ Con legge 426/1942, Legge istitutiva del Coni come ente pubblico.

¹¹ Federazioni sportive italiane affiliate al CONI:

Federazioni sportive: ACI (automobilismo), FIDAL (atletica leggera), FIBa (*badminton*), FIBS (*baseball* e *softball*), FIB (bocce), FIDS (danza sportiva), FIDASC (discipline armi sportive), FIGC (calcio e *futsal*), FICK (canoa e *kayak*), FIC (canottaggio), FCI (ciclismo), FICr (cronometristi), FGI (ginnastica), FIG (golf), FIGH (pallamano), FIGS (*squash*), FIH (*hockey* su prato), FISR (*hockey* e pattinaggio su rotelle), FIJLKAM (*judo*, lotta e *karate*), FMI (motociclismo), FIM (motonautica), FIP (pallacanestro), FIPAV (pallavolo) · FIPM (*pentathlon* moderno) · FIPSAS (pesca sportiva e subacquea) · FIPCF (sollevamento pesi e culturismo), FPI (pugilato), FIR (rugby a 15 e a 7), FIS (scherma), FISW (sci nautico e *wakeboard*), FIN (sport acquatici), AeCI (sport dell'aria), FISE (sport equestri), FISG (sport del

La terza tipologia riguarda associazioni sportive riconosciute con personalità giuridica o non riconosciute che si definiscono come le prime entità che si organizzano per fare sport in modo dilettantistico quali: enti di promozione sportiva, fondazioni operanti in ambito sportivo, associazioni e società dilettantistiche e associazioni di categoria (es. l'Associazione Italiana Arbitri).

La quarta tipologia riguarda cooperative che operano sia dal lato della domanda sia dell'offerta in mercati limitati volte a offrire servizi sportivi con finalità mutualistica (ad es. gestione di attività e strutture rivolte al pubblico, collaborazioni con diverse federazioni sportive, enti di promozione sportiva). Queste cooperative sono fondate da educatori, animatori e dirigenti operanti all'interno del sistema sportivo, la cui attività è orientata alla mutualità¹².

1.1.1) Il Calcio Italiano

In Italia, il calcio è gestito dalla Federazione Italiana Giuoco Calcio (F.I.G.C.) la quale organizza i vari campionati italiani, dal Settore Giovanile Scolastico (S.G.S.) fino al calcio professionistico, passando per quello dilettantistico. La Lega Nazionale Dilettanti¹³ e la Lega Nazionale Professionistici¹⁴ organizzano i campionati di calcio di varie categorie. (coadiuvate da: AIC¹⁵, AIAC¹⁶ e AIA¹⁷)

ghiaccio), FISI (sport invernali), FITA (*taekwondo*), FIT (tennis), FITET (tennistavolo), FITARCO (tiro con l'arco), UITIS (tiro a segno), FITAV (tiro a volo), FITRI (*triathlon*) e FIV (vela).

Discipline associate: FASI (arrampicata), FIBiS (biliardo), FISB (*bowling*), FIGB (*bridge*), FICSF (canottaggio sedile fisso), FCrI (*cricket*), FID (dama), FIDAF (*football americano e flag football*), FIGEST (giochi tradizionali), FIKBMS (*kickboxing, muay thai, savate e shootfighting*), FISO (orientamento), FIPAP (pallapugno), FIRaft (*rafting*), FSI (scacchi), FIPT (tamburello), FITDS (tiro dinamico), FITETREC-ANTE (turismo equestre), FITw (*twirling*) e FIWuK (*wushu e kung fu*).

¹² Un esempio lo è Juvenilia, che nasce come "Editrice Juvenilia" nel 1983, fondata da educatori operanti all'interno delle società sportive, occupandosi di attività editoriale con particolare riferimento all'animazione e promozione dello sport giovanile, ispirando la propria azione alle finalità educative tipiche del mondo salesiano.

¹³ Si occupa di organizzare il settore giovanile e scolastico provinciali e regionali, la terza/seconda/prima categoria, promozione eccellenza (categorie regionali) e la Serie D.

Da quanto è dichiarato dalla FIGC, sono 1,35 milioni i tesserati alla Federazione, 12.795 società tra dilettantistiche e professionistiche e 83.142 squadre di varie categorie.¹⁸

Il nostro massimo campionato di calcio è la Serie A, formato da venti squadre, dalla stagione 2017/18, le prime quattro squadre classificate parteciperanno, la stagione successiva, alla *Uefa Champions' League*; la quinta, la sesta e la vincitrice della Coppa Italia/settima classificata¹⁹ all'*Europa League* e dalla diciottesima fino alla ventesima classificata retrocedono nella Serie B.

Il conto economico della Serie A

Dal punto di vista economico, il nostro massimo campionato di calcio ha un valore della produzione di 2.414 milioni di Euro, che si ripartisce:

¹⁴ Ha il compito di organizzare le categorie giovanili di carattere nazionale, campionato Primavera, Serie C, Serie B e Serie A.

¹⁵ Associazione Italiana Calciatori

¹⁶ Associazione Italiana Allenatori di Calcio

¹⁷ Associazione Italiana Arbitri di calcio

¹⁸ Fonte: Report Calcio 2018:

http://www.figc.it/other/Report_Calcio_2018/2018_0040_RC_Italiano_LowRes.pdf

¹⁹ Se il vincitore della Coppa Italia si posiziona tra la prima e la sesta posizione, viene preso il settimo classificato

[Grafico 1.1: la ripartizione del ricavo della Serie A dal 2011 al 2016]



[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

Da questo grafico, si può notare che la maggior fonte di ricavo (42%) deriva dai diritti televisivi (*Broadcast*). Purtroppo, il mondo del calcio italiano soffre di una problematica riferita agli stadi; infatti, essi appaiono obsoleti (fermi dai Mondiali di Calcio di Italia '90) e non sembrano in grado di raccogliere attrazione tra il pubblico che paga il biglietto (solo il 54% dei posti per i tifosi all'interno degli stadi italiani sono coperti), con la conseguenza che:

- I tifosi non sono incentivati ad andare allo stadio per assistere alle partite, preferendo guardarle alla televisione nelle giornate di condizioni metereologiche avverse;
- Il prodotto "partita di calcio" si venda con minor valore aggiunto.

Minor valore aggiunto che ha poi ripercussioni su tutte le altre fonti del valore della produzione. Infatti, a supporto di questo, il ricavo da ingresso da stadio (*Matchdays*) è del 9%, stabile ormai da diverse stagioni. Questo *asset* di proprietà²⁰ ristrutturati e all'avanguardia diverrà fondamentale per ottenere sia successi sportivi e di mantenere un equilibrio economico-finanziario come richiesto dall'UEFA: infatti, con lo stadio si opterebbe per politiche di *pricing*, creare servizi sussidiari oltre alla partita di calcio, riportando in questo modo tifosi allo stadio e incrementando la *revenue*. I ricavi da sponsor e attività commerciali e le plusvalenze da cessione di giocatori hanno lo stesso peso.

[Tabella 1.1: il valore di produzione della Serie A dalla stagione 2012-13 alla 2016-17]

Serie A: valore della produzione

Campione analizzato:	20 su 20		20 su 20		19 su 20		20 su 20		20 su 20	
Valore della produzione	12-13		13-14		14-15		15-16		16-17	
Ricavi da ingresso stadio	€ 189,7m	8%	€ 192,3m	8%	€ 221,7m	10%	€ 223,9m	9%	€ 227,9m	8%
Variazione annua percentuale	+1,8%		+1,4%		+15,3%		+1,0%		+1,8%	
Ricavi da sponsor e attività commerciali	€ 341,0m	15%	€ 344,2m	15%	€ 360,9m	16%	€ 414,8m	17%	€ 477,7m	16%
Variazione annua percentuale	-0,9%		+1,0%		+4,9%		+14,9%		+15,2%	
Ricavi da diritti televisivi e radio	€ 987,4m	43%	€ 987,1m	43%	€ 1.031,9m	47%	€ 1.119,4m	46%	€ 1.224,8m	42%
Variazione annua percentuale	+8,7%		0,0%		+4,5%		+8,5%		+9,4%	
Contributi in conto esercizio	€ 35,5m	2%	€ 25,5m	1%	€ 25,5m	1%	€ 36,0m	1%	€ 28,2m	1%
Variazione annua percentuale	+56,4%		-27,8%		0,0%		+41,2%		-21,7%	
Altri ricavi e proventi diversi	€ 286,4m	12%	€ 306,5m	13%	€ 238,6m	11%	€ 243,8m	10%	€ 253,5m	9%
Variazione annua percentuale	+13,6%		+7,0%		-22,7%		+2,2%		+4,0%	
Ricavi di vendita	€ 1.839,8m	80%	€ 1.855,6m	81%	€ 1.878,6m	85%	€ 2.037,9m	84%	€ 2.212,1m	76%
Variazione annua percentuale	+7,7%		+0,9%		+1,2%		+8,5%		+8,5%	
Plusvalenze per cessione giocatori	€ 467,8m	20%	€ 443,2m	19%	€ 331,7m	15%	€ 376,0m	16%	€ 693,4m	24%
Variazione annua percentuale	+9,4%		-5,3%		-25,2%		+13,3%		+84,4%	
Valore della produzione	€ 2.307,6m	100%	€ 2.298,8m	100%	€ 2.210,3m	100%	€ 2.413,9m	100%	€ 2.905,5m	100%
Variazione annua percentuale	+7,5%		-0,4%		-3,9%		+9,2%		+20,4%	

[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

Il *trend* del totale dei ricavi di vendita è in aumento dalla stagione 2012/13, crescendo dell'8,5%. Nella stagione 2016/17 le plusvalenze hanno raggiunto il massimo assoluto del quinquennio analizzato, crescendo del 84% rispetto la stagione precedente,

²⁰ In Italia: Juventus, Udinese, Sassuolo, Frosinone e Atalanta detengono stadi di proprietà.

contribuendo ad aumentare il valore della produzione, raggiungendo 2.905 milioni di Euro.

[Tabella 1.2: il costo di produzione della Serie A dalla stagione 2012-13 alla 2016-17]

Serie A: costo della produzione											
Campione analizzato:		20 su 20		20 su 20		19 su 20		20 su 20		20 su 20	
Costo della produzione		12-13		13-14		14-15		15-16		16-17	
Costi per servizi	€ 343,5m	14%	€ 363,0m	15%	€ 354,6m	14%	€ 371,6m	14%	€ 442,8m	16%	
Variazione annua percentuale	+1,7%		+5,7%		-2,3%		+4,8%		+19,2%		
Costo godimento beni di terzi	€ 104,3m	4%	€ 75,4m	3%	€ 85,9m	3%	€ 112,5m	4%	€ 96,7m	4%	
Variazione annua percentuale	+4,9%		-27,7%		+13,9%		+31,0%		-14,0%		
Costo del lavoro	€ 1193,7m	48%	€ 1187,7m	49%	€ 1235,6m	49%	€ 1355,1m	53%	€ 1392,7m	51%	
Variazione annua percentuale	+1,0%		-0,5%		+4,0%		+9,7%		+2,8%		
Altri oneri diversi di gestione	€ 284,6m	12%	€ 275,4m	11%	€ 279,1m	11%	€ 222,7m	9%	€ 191,3m	7%	
Variazione annua percentuale	+21,5%		-3,2%		+1,3%		-20,2%		-14,1%		
Ammortamenti e svalutazioni	€ 546,4m	22%	€ 536,8m	22%	€ 543,4m	22%	€ 517,6m	20%	€ 628,7m	23%	
Variazione annua percentuale	+4,5%		-1,7%		+1,2%		-4,7%		+21,5%		
Costo della produzione	€ 2.472,5m	100%	€ 2.438,4m	100%	€ 2.498,5m	100%	€ 2.579,6m	100%	€ 2.752,3m	100%	
Variazione annua percentuale	+4,1%		-1,4%		+2,5%		+3,2%		+6,7%		

[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

Sono aumentanti anche i costi di produzione, in misura minore rispetto al valore della produzione, anche se dobbiamo rilevare che l'Ebit della Serie A in questa stagione è positivo, dovuto a un incremento delle plusvalenze da cessione dei Diritti delle Prestazioni Sportive (DPC).²¹

²¹ È il valore dei calciatori e allenatori che prestano la propria prestazione sportiva che è iscritta tra le immobilizzazioni immateriali delle società sportive.

[Tabella 1.3: l'andamento dei costi per il personale tesserato

Costi relativi al personale tesserato e valore della produzione					
	12-13	13-14	14-15	15-16	16-17
Costo imputabile al personale tesserato	€ 1.558,3m	€ 1.542,6m	€ 1.588,7m	€ 1.678,6m	€ 1.785,1m
di cui: Personale tesserato	€ 1.102,5m	€ 1.085,0m	€ 1.135,8m	€ 1.248,9m	€ 1.267,1m
di cui: Ammortamento diritti calciatori	€ 455,8m	€ 457,7m	€ 452,8m	€ 429,7m	€ 518,0m
<i>Personale tesserato/v.pdz</i>	48%	47%	51%	52%	44%
<i>Costo imputabile al personale tesserato/v.pdz</i>	68%	67%	72%	70%	61%
<i>Personale tesserato/ricavi di vendita</i>	60%	58%	60%	61%	57%
<i>Costo imputabile al personale tesserato/ricavi di vendita</i>	85%	83%	85%	82%	81%

[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

Il lavoro (sportivo e non) è la voce di costo più alta del conto economico, rappresentando il 51% del totale del costo di produzione. Il 44% è l'incidenza del costo del personale tesserato sul valore della produzione. Il dato a valore relativo è in calo mentre, in valore assoluto, la variazione rispetto la stagione precedente è aumentata del 6,34%, segno che in questi ultimi anni le società sono tornate a investire sulla "rosa di giocatori", costruendo squadre più competitive in grado di ottenere risultati sportivi, generando maggior spettacolo con il fine di incrementare i ricavi e l'*economic value*.

[Tabella 1.4, i dati riepilogativi della Serie A nel 2016-17]



Campione analizzato		20 su 20
Dati chiave/Indici		16-17
Valore della produzione		€ 2.906m
Costi operativi		(€ 2.124m)
Ebitda		€ 782m
Ammortamenti e svalutazioni		(€ 629m)
Ebit		€ 153m
Proventi (oneri) straordinari e finanziari		(€ 89m)
Ebt		€ 64m
Imposte		(€ 93m)
Risultato netto		(€ 30m)
<i>Costo del lavoro p.tesserato/ricavi di vendita</i>		57%
<i>Patrimonio netto/totale attività</i>		7%
<i>Debiti finanziari/totale debiti</i>		38%

[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

L'EBITDA è positivo per 782 milioni di €, risultato in aumento rispetto alle passate stagioni, ciò significa che la gestione caratteristica dell'intera Serie A genera marginalità. Questo margine è eroso dagli ammortamenti dei DPC. Rispetto gli anni precedenti, EBIT e l'utile ante imposte sono positivi. Il risultato netto, tuttavia, è ancora negativo a causa della gestione tributaria; costringendo i proprietari delle società di calcio a indebitarsi o a continue ricapitalizzazioni per ripianare le perdite.

Lo stato patrimoniale della Serie A

Nel campionato di Serie A, possiamo notare che il valore dell'attivo delle società non ha avuto grandi incrementi, restando tendenzialmente stabile.

[Tabella 1.5: totale attività della Serie A dalla stagione 2012-13 fino alla 2016-17]

Ripartizione attività 2012-2017					
€ MILIONI	12-13	13-14	14-15	15-16	16-17
Diritti pluriennali prestazioni calciatori	1.105,7	1.121,6	948,1	1.174,3	1.514,4
Altre immobilizzazioni	968,9	1.014,3	972,2	903,9	915,7
Attivo circolante	1.405,6	1.442,0	1.393,2	1.383,7	1.739,8
Altre attività	42,4	35,1	45,0	51,3	99,5
Attività totali	3.522,6	3.612,9	3.358,6	3.513,2	4.269,3

[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

L'attivo immobilizzato rappresenta la voce più importante. Infatti, circa il 56,92% del totale attività è costituito da immobilizzazioni. Tale voce, è incrementata dai DPC che rappresentano un terzo del totale attivo e il 62% del totale delle immobilizzazioni. Sono immobilizzazioni le quali hanno una durata definita da un contratto tra le due parti (società e atleta professionista) e possono essere cedute o svincolate al termine del contratto a "parametro zero".

Dal punto di vista delle passività, le società si affidano soprattutto ai mezzi di terzi per finanziare gli impieghi, in particolar modo verso le banche e istituti di credito. Con il

Financial FairPlay si richiede alle società la possibilità di diminuire il debito, in modo tale da ottenere l'equilibrio finanziario richiesto. Il totale dei debiti è aumentato a discapito dei mezzi propri (soprattutto quelli finanziari).

I debiti commerciali stanno diminuendo, mentre aumentano i debiti tributari/previdenziali, dovuto probabilmente a un aumento degli stipendi verso i calciatori.

[Tabella 1.6: il debito della Serie A dalla stagione 2011-12 fino alla 2015-16]

Evoluzione dei debiti totali					
€ MIGLIAIA	12-13	13-14	14-15	15-16	16-17
Debiti finanziari	947.066	1.129.326	1.254.559	1.176.990	1.366.314
Debiti commerciali	489.460	490.447	435.959	420.651	387.780
Debiti tributari/previdenziali	250.720	261.805	268.107	281.402	310.023
Debiti verso enti settore specifico	683.807	663.007	654.644	800.551	989.905
Debiti verso società del gruppo/correlate	95.304	102.427	48.767	72.031	65.560
Altri debiti	480.311	446.240	312.198	314.541	504.923
Totale debiti	2.946.668	3.093.253	2.974.234	3.066.166	3.624.506

[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

Per quanto concerne il macro gruppo delle passività, possiamo notare le variazioni del patrimonio netto aggregato contabile, che varia ogni anno in base ai redditi netti delle società oltre che al numero di ricapitalizzazioni effettuate dalle proprietà. Da notare che nella stagione 2014/15 esso è addirittura negativo (poiché in quell'anno la società Parma Calcio è fallita); tuttavia, dalle stagioni successive, dopo varie ricapitalizzazioni e sfruttando l'autofinanziamento generato, il patrimonio netto nella stagione 2016/17 è di 301,1 milioni di €.

[Tabella 1.7: totale passività Serie A dalla stagione 2011-12 fino al 2015-16]

Ripartizione passività 2012-2017

€ MILIONI	12-13	13-14	14-15	15-16	16-17
Patrimonio netto	254,1	197,9	(12,8)	75,2	301,1
Fondi rischi e TFR	121,2	123,8	197,5	140,1	130,5
Debiti	2.946,7	3.093,3	2.974,2	3.066,2	3.624,5
Altre passività	200,6	197,9	199,7	231,7	213,2
Passività totali	3.522,6	3.612,9	3.358,6	3.513,2	4.269,3

[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

Passiamo ora ad analizzare alcuni indicatori proposti dal CoViSoc²² per indicare lo stato di solidità delle società calcistiche.

Partendo dal primo, il rapporto debiti finanziari e valore della produzione, secondo le norme NOIF²³, il rapporto dov'essere minore di 1,75. Questo indice (chiamato di indebitamento) evidenzia la capacità generata dai flussi di ripagare il debito e gli interessi. Il dato per la stagione 2016/17 (valore aggregato) è pari 0,47.

Un altro indicatore richiesto è l'incidenza del costo del lavoro complessivo (indipendentemente esso sia per il personale tesserato o dipendente) sui ricavi di vendita (al netto delle plusvalenze). In particolar modo, il valore del dato del costo del lavoro aggregato per la stagione 2016/17 è pari a 1.392,7 milioni di €, mentre i ricavi di

²² Commissione di vigilanza delle società professionistiche: organo istituito con l'articolo 78 del N.O.I.F. che ha il compito di monitorare la situazione economico-finanziaria delle società calcistiche, ai sensi della legge n. 91/1981, ed ha poteri consultivi, di controllo e di proposta.

²³ Norme Organizzazione Interne della Federazione. Secondo il piano quadriennale, dalla stagione 2018/19 è fatto obbligo alle squadre il raggiungimento del pareggio di bilancio e l'equilibrio finanziario.

vendita sono di 2.212,1 milioni di €. Questo indicatore serve a monitorare se le società sportive sono in grado di generare flussi di cassa positivi per coprire il costo del personale dipendente e tesserato. Secondo il CoViSoc, per la stagione 2016/17, il valore dev'essere inferiore dello 0,8; in modo che la società abbia un margine per remunerare altri costi di gestione. Il dato aggregato per la Serie A per la stagione 2016/17 è di 0.63.

Un terzo indicatore è l'indice di liquidità il quale mette in relazione le attività correnti con le passività correnti che, per la stagione 2016/17 dev'essere maggiore di 0,5. Ho deciso di segnalare la presenza di questo indice ma che non sarà possibile calcolarlo poiché l'indebitamento di breve periodo non è esplicitato all'interno del report.

Il mancato rispetto di questi tre indicatori comporta delle sanzioni, come indicato nella tabella successiva:

[Tabella 1.8: le sanzioni previste dal CoViSoc]

SANZIONI PER MANCATO RISPETTO DEGLI INDICATORI				
INDICE	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
DI LIQUIDITA'	Non richiesti per l'ammissione al campionato		Validi per l'ammissione al campionato	
DI INDEBITAMENTO	Obbligo di presentazine piano di riequilibrio in caso di mancato rispetto degli indicatori			
DEL COSTO DEL LAVORO	Nessuna sanzione	Limitazione alla ampagna di trasferimento (saldo attivo economico/finanziario)		

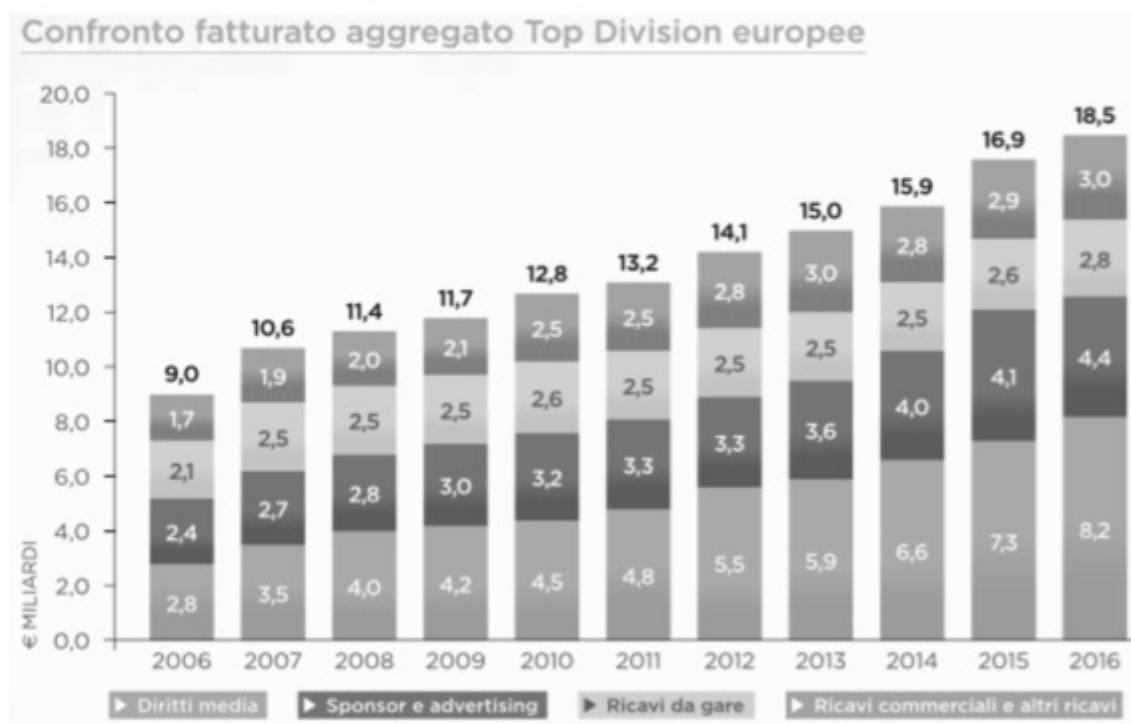
[Fonte: www.iltifosobilanciato.it]

Altro indicatore importante è il rapporto tra i mezzi di terzi e i mezzi propri. A questo riguardo, per la stagione 2016/17 il valore è di 0.08, ciò significa che le società calcistiche della Serie A hanno un alto livello di indebitamento.

1.2) EVIDENZE DAGLI ALTRI CAMPIONATI EUROPEI

Per quanto riguarda il calcio al di fuori dei confini nazionali, i 4 campionati più importanti a livello UEFA sono il *benchmark* di riferimento. Il calcio rappresenta in termini di ricavi il 46% del totale fatturato (circa 20,4 miliardi di €) dello *sport business* mondiale, generato prevalentemente in Europa²⁴. In termini aggregati, possiamo notare che i fatturati, per le squadre europee, hanno un *trend* di crescita di circa il 10% ogni anno. Rimangono abbastanza stazionari i ricavi provenienti da stadio, la crescita del fatturato è dovuta in buona sostanza dai ricavi provenienti dai diritti televisivi, che in media crescono più del 10%.

[Grafico 1.2: la suddivisione in categorie dei ricavi per le *Top division* europee]



[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

²⁴ Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2017

[Tabella 1.9: il conto economico delle *Top League* europee]

Conto Economico delle Top League

Il Conto Economico delle Top League europee nel 2016 - dati medi per società

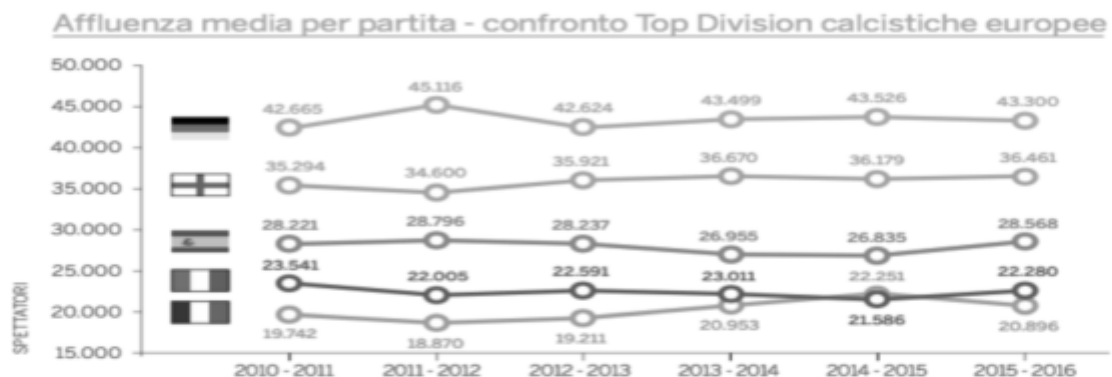
					
Numero di società	20	18	20	20	20
Ricavi media	€ 129,2m	€ 53,2m	€ 63,0m	€ 60,5m	€ 33,0m
Ricavi da gare	€ 39,0m	€ 27,1m	€ 22,7m	€ 9,9m	€ 11,3m
Sponsor, advertising e attività commerciale	€ 73,5m	€ 61,3m	€ 31,6m	€ 21,2m	€ 25,9m
Altri ricavi	€ 2,7m	€ 8,0m	€ 9,0m	€ 8,6m	€ 3,9m
Totale ricavi	€ 244,4m	€ 149,6m	€ 126,3m	€ 100,2m	€ 74,2m
Stipendi per il personale	€ 153,9m	€ 75,3m	€ 71,5m	€ 68,2m	€ 51,0m
Costi operativi	€ 62,8m	€ 57,7m	€ 35,7m	€ 29,5m	€ 25,8m
Costi netti non operativi	€ 5,9m	€ 8,3m	€ 7,6m	€ 6,6m	€ 2,9m
Costi netti da trasferimenti	€ 31,6m	€ -1,5m	€ 3,6m	€ 6,3m	€ -6,6m
Totale costi	€ 254,2m	€ 139,8m	€ 118,5m	€ 110,4m	€ 73,1m
Risultato netto	€ -9,8m	€ 9,8m	€ 7,8m	€ -10,2m	€ 1,2m
Percentuale di club in utile 2016	60%	78%	90%	60%	70%
Risultato netto aggregato 2010-2016	€ -1.433,2m	€ +343,8m	€ +266,7m	€ -1.769,2m	€ -409,5m
Rapporto stipendi/fatturato 2016	63%	50%	57%	68%	69%
Rapporto fatturato/passivo 2016	76%	157%	84%	59%	77%
Crescita media annua fatturato medio Top Division 2010-2016	+10,5%	+8,6%	+7,5%	+4,1%	+5,5%
Crescita media annua PIL procapite 2010-2016	+2,8%	+2,9%	+2,0%	+1,0%	+2,1%
Livello polarizzazione - Diritti TV*	1,3x	2,3x	4,1x	3,3x	2,4x
Livello polarizzazione - sponsor, advertising e attività commerciale*	52%	52%	81%	49%	76%

[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

In termini aggregati medi, il totale dei ricavi conseguiti nei vari campionati (Inghilterra, Germania e Spagna) sono superiori rispetto a quelli italiani, dovuto alla migliore capacità di riempire gli stadi, contratti di sponsorizzazione e pubblicità redditizi e a una migliore attività commerciale. L'Inghilterra si dimostra superiore in tutte queste fonti di ricavo, ma per quanto concerne il campionato italiano, il ricavo da diritti televisivi è inferiore solo a quello inglese. I costi sostenuti per il personale sono più elevati in *Premier League*, giustificati dal fatto che in quel campionato militano i migliori giocatori. La loro presenza crea maggior spettacolo: nonostante sostengano elevati costi per il personale, hanno maggiori proventi dai diritti televisivi, dalle sponsorizzazioni, pubblicità e dall'attività commerciale. In Italia, i bassi ricavi generati dalla biglietteria unito ai costi del personale in linea con quelli di Spagna e Germania, fanno sì che la

redditività sia negativa. Noi spendiamo per il personale quanto gli altri paesi, per contro non si riesce a riempire lo stadio quanto loro, come dimostrato dal grafico successivo.











[Grafico 1.3: affluenza di pubblico allo stadio dalla stagione 2010-11 alla 2015-16]













[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2017]

Il valore dell'attivo di stato patrimoniale è maggiore nel campionato inglese, soprattutto per ciò che riguarda la parte dei diritti alle prestazioni sportive, dove il valore è almeno il doppio rispetto al singolo valore proveniente da ogni campionato. L'Italia è dietro tra il valore dei diritti alle prestazioni sportive ma soffre sulla parte delle immobilizzazioni materiali, solo 6 su 20 società possiedono lo stadio di proprietà. Dal punto di vista dell'attivo, i primi tre campionati hanno un livello di patrimonializzazione molto più elevato. La situazione italiana è molto più sofferente e lontana (in termini percentuali) rispetto ai valori dei *top* campionati, dovendo ricorrere a finanziamento dai soci o dalle banche. Il rapporto patrimonio netto contabile/attivo immobilizzato delle società inglesi è al 57%, in Germania al 62% e in Spagna al 37%; mentre in Italia si arriva al 5%.

[Tabella 1.10: il totale attivo e passivo delle 10 Top League nel 2015]

Attività totali - 10 Top League 2016		Immobilizz. materiali	Diritti plur. alle prestaz. dei calciatori	Altre immobilizz.	Cassa	Crediti per trasferimenti	Altre attività correnti	Totale attività
	ING	2.915,9	2.602,1	757,5	1.498,6	562,7	1.724,6	10.061,4
	GER	1.007,8	782,3	229,0	389,9	302,4	256,2	2.967,6
	SPA	1.171,3	1.061,8	516,8	394,2	310,2	551,9	4.006,1
	ITA	346,1	1.252,0	590,6	191,1	574,0	551,2	3.505,0
	FRA	621,4	463,3	55,6	248,0	345,9	477,7	2.212,0
	RUS	168,4	157,8	222,3	52,5	39,8	112,6	753,5
	TUR	48,7	132,4	230,7	39,2	20,0	267,3	738,3
	OLA	166,8	108,7	41,5	146,3	83,9	76,1	623,4
	POR	417,7	285,2	255,9	54,3	142,8	160,5	1.316,5
	SCO	156,7	14,5	1,3	28,6	17,5	25,8	244,3

DATI IN € MILIONI

Passività totali - 10 Top League 2016		Patrimonio netto	Debiti bancari e commerc.	Debiti verso gruppi e parti correlate	Altre passività a lungo termine	Debiti fiscali e da oneri sociali	Debiti per trasferimenti	Debiti verso dipendenti	Altre passività a breve termine	Totale passività
	ING	3.607,7	1.519,3	887,4	457,0	438,6	1.179,7	73,6	1.898,1	10.061,4
	GER	1.255,0	259,6	343,9	255,1	115,8	187,9	23,5	526,9	2.967,6
	SPA	1.016,3	666,9	87,7	352,7	375,5	444,0	456,3	606,7	4.006,1
	ITA	102,0	1.144,0	94,6	214,0	320,9	798,7	168,3	662,3	3.505,0
	FRA	281,2	449,7	456,7	61,0	215,2	248,5	115,0	384,7	2.212,0
	RUS	185,3	316,9	62,0	1,0	28,5	29,3	38,0	92,5	753,5
	TUR	-638,6	622,8	62,9	99,6	99,7	56,8	128,1	306,9	738,3
	OLA	197,5	150,0	14,2	15,0	29,3	60,2	15,9	141,4	623,4
	POR	111,8	652,4	6,8	145,6	44,2	141,2	16,2	198,3	1.316,5
	SCO	132,1	11,2	9,7	21,0	10,5	3,5	0,2	56,2	244,3

DATI IN € MILIONI

[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

In conclusione, da quando è entrato in vigore il piano quadriennale 2015-2019 stilato dal CoViSoc, obbligando le società a rispettare il pareggio di bilancio e l'equilibrio

finanziario, il valore del patrimonio netto contabile delle società italiane sta aumentando e le perdite si stanno attenuando (passando da 250 milioni di Euro nel 2015/16 a 30 milioni nel 2016/17, con una variazione di -88%). A mio avviso, “il problema del calcio italiano deriva da dirigenti dotati di scarsa visione di sistema, infrastrutture obsolete (l’età media degli stadi in Italia è di 60 anni²⁵) e una legislazione lontana rispetto i moderni paesi europei”. Tutto questo non ha permesso alle società di investire, creando servizi aggiuntivi e stadi all’avanguardia. Altri Paesi europei hanno saputo impiegare le proprie risorse in progetti redditizi e sui settori giovanili, creando un sistema in grado di autofinanziarsi, raggiungendo il *Break Even Point* richiesto dal *Fair Play Finanziario* UEFA alle società di calcio. Prendendo ad esempio il modello tedesco, dopo il fallimento della nazionale a Euro 2000, i club di calcio tedeschi sono stati obbligati a creare accademie giovanili per la crescita dei talenti; è stato creato un *network* di contatto per mettere insieme accademie e centri di formazione. I frutti di questo investimento (che si aggira attorno al miliardo di €) sono stati raccolti dal 2006 in avanti, ottenendo successi sia in campo europeo sia mondiale (anche per le nazionali giovanili e maggiori)²⁶. Con il grafico successivo, è evidenziato il numero di costruzioni/ristrutturazioni degli stadi europei.

²⁵ [Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

²⁶ Fonte: <http://www.pagina99.it/2017/07/24/ius-soli-calcio-tedesco-nazionale/>

[Grafico 1.4: la situazione degli stadi in Europa]



[Fonte: FIGC Report Calcio Italiano 2018]

Come si evince, l'Italia non è nemmeno inserita nei dettagli di questo grafico poiché solo sei stadi sono stati costruiti in Italia dal 2010 (di cui due ristrutturati); molto lontani dai valori delle altre nazioni Europee. Da notare che in questo grafico, a primeggiare è la Polonia, uno dei due Paesi a ospitare la competizione europea per nazionali nel 2012, usufruendo di contributi UEFA per migliorare e costruire nuovi impianti.

CAPITOLO DUE: LA STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO

Con questo capitolo si cerca di spiegare come la dottrina aziendalistica per la valutazione del capitale economico delle aziende, partendo dalla teoria fino alle tecniche utilizzate per stimare il valore economico di questo particolare *business*, le società calcistiche. Partendo dalla teoria classica (Metodi reddituali e finanziari fino al metodo dei multipli), si evidenzieranno le differenze riscontrabili con i metodi utilizzati dalle varie società di consulenza specializzate nella loro valutazione economica.

L'enterprise value (EV) o capitale economico è la sommatoria del valore di mercato del capitale proprio più il capitale di terzi (debito) e indica il valore del *business* indipendentemente dalla struttura finanziaria utilizzata per finanziare le attività aziendali.

La misurazione del capitale economico è un processo di valutazione effettuato da organismi interni e/o terzi e imparziali con il compito di assegnare un valore all'impresa in base al fine dell'operazione. Questo valore diviene essenziale ed è influenzato da come l'insieme dei beni tangibili e intangibili sono organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa. La valutazione del patrimonio è fatta in occasione della chiusura ordinaria del bilancio, in sede di valutazione del capitale durante operazioni straordinarie, per la valutazione della *performance* aziendale, valutazioni di bilancio eseguite da società preposte alla revisione iscritte alla borsa valori²⁷ oppure a seguito di procedimenti giudiziari. La valutazione del capitale economico può essere eseguita per

²⁷ D.P.R. n. 136 del 31 marzo 1975, il controllo contabile e la certificazione dei bilanci delle SPA quotate in borsa

l'azienda, nel suo complesso, o a determinate attività e passività identificate dall'imprenditore che ha deciso di isolare (il cosiddetto ramo aziendale).

Alle misurazioni è richiesto, per la rappresentazione del valore, alcune caratteristiche fondamentali affinché la valutazione sia attendibile, rispettando fedelmente la realtà:

- “Razionalità ossia nata seguendo un processo logico, chiaro e convincente;
- Largamente condivisa da tutti coloro i quali ne abbiano interesse alla vita dell'azienda;
- Obiettiva ovvero che sia fatta utilizzando dati reali;
- Generale ovvero che il metodo usato si possa applicare anche ad altre aziende simili e operanti nello stesso mercato;
- Neutrale²⁸.”

Entrando nello specifico tra i fini della valutazione del patrimonio aziendale, quando la stima è fatta a seguito della redazione del bilancio di chiusura, i vincoli disposti dai principi contabili influenzano il risultato, dando una rappresentazione della situazione aziendale in base ai principi contabili utilizzati: infatti, se la valutazione è eseguita utilizzando i principi contabili nazionali, la solennità recitata dall'art. 2423-bis del cod. civ.²⁹ dev'essere rispettata; mentre se sono utilizzati i principi contabili internazionali

²⁸ Guatri Bini, Il nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, 2005.

²⁹ Principi di redazione del bilancio. Nella redazione del bilancio devono essere osservati i seguenti principi:

- 1) la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato;
- 2) si possono indicare esclusivamente gli utili realizzati alla data di chiusura dell'esercizio;
- 3) si deve tener conto dei proventi e degli oneri di competenza dell'esercizio, indipendentemente dalla data dell'incasso o del pagamento;
- 4) si deve tener conto dei rischi e delle perdite di competenza dell'esercizio, anche se conosciuti dopo la chiusura di questo;
- 5) gli elementi eterogenei ricompresi nelle singole voci devono essere valutati separatamente;
- 6) i criteri di valutazione non possono essere modificati da un esercizio all'altro. Deroche al principio enunciato nel numero 6) del comma precedente sono consentite in casi eccezionali. La nota integrativa deve motivare la deroga e indicarne l'influenza sulla rappresentazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico.

come metodo di redazione del bilancio, con l'introduzione del concetto di *fair value*³⁰ (valore equo), si apre la possibilità di iscrivere a bilancio determinate poste a valore di mercato superando il concetto del costo storico.

Per quanto concerne la valutazione del patrimonio in sede di operazioni straordinarie, la valutazione stessa è alla base della negoziazione tra le controparti, identificando un valore "astratto" su cui iniziare la contrattazione. Per operazioni straordinarie, s'intende il complesso di operazioni che per loro natura non sono di ordinaria amministrazione e con fine ultimo la modificazione dell'assetto proprietario, segnando la vita societaria. Possono far nascere una nuova società mediante fusione tra più società, scindere e costituire due società diverse, modificare l'assetto proprietario e il pacchetto di controllo, liquidare o cambiare ragione sociale alla società e infine affittare l'azienda a un'altra società. Tutte queste operazioni, hanno il pregio di essere singolari e non essere analoghe le une dalle altre ad eccezione dell'affitto di società.

Vari indicatori quali l'EVA³¹ o il REI³² sono utilizzati dai vari analisti di mercato per dare il loro valore alle società; tali indicatori sono utilizzati quantificare la *performance*

³⁰ IFRS 13, par. 9: *Fair Value* come il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione.

³¹ L'Economic Value Added è un indicatore che consente di calcolare il valore creato dall'azienda. Si calcola:

$$EVA = (r - c) * capitale\ investito$$

$$EVA = NOPAT - WACC * capitale\ investito$$

r: rendimento del capitale investito (NOPAT/capitale investito)

c: costo del capitale investito (WACC)

NOPAT: *Net Operating Profit After Taxes*

WACC: costo medio ponderato del capitale

[Fonte: Borsa Italiana; <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/eva146.htm>]

³² Il Risultato Economico Integrato esprime una misura di performance economica periodale non basata solo sulla dinamica del valore, ma considerando oltre il risultato contabile "normalizzato", la variazione di valore degli *asset* intervenuta nel periodo. Si calcola:

$$REI = RN + \Delta P + \Delta I$$

RN: reddito contabile normalizzato del periodo, al netto degli utili "illusori" causati da eventuali spirali inflattive;

dell'azienda ovvero se l'azienda ha creato o distrutto valore in un intervallo di riferimento, considerando i fatti aziendali accaduti.

Valutare significa, inoltre, dare garanzie a tutti gli stakeholder sul valore degli *assets* aziendali, potrebbe essere un metodo per la valutazione dei manager all'interno dei rami aziendali che formano l'azienda o l'amministratore delegato per l'azienda nel suo complesso. L'interesse finale resta sempre la creazione di valore che vada a vantaggio degli azionisti.

Pocanzi dissi che la stima del valore è influenzata da determinati fattori di origine interna o esterna. Per quanto concerne alle variabili di tipo esterno che impattano sul valore, possiamo suddividerle in due macro classi:

- 1) Dovuto a fatti all'interno del settore o mercato in cui l'azienda opera,
- 2) Dovuto a fatti generali legati all'andamento macro-economico nel suo complesso.

Soffermandoci al punto numero uno, in base all'andamento, dal numero di competitors e di consumatori, della conformazione, in base alla struttura del mercato/settore di riferimento dell'impresa e di come gli operatori si comportano, ecc., si riflette e condiziona il risultato finale della stima.

Al punto numero due, l'andamento generale dell'ambiente esterno dove è inserita l'azienda. L'intero ambiente macro-economico fa variare completamente le stime al rialzo o al ribasso. Queste sono le variabili più difficilmente ipotizzabili perché influenzate da fattori tecnologici come scoperte scientifiche, cambiamenti geopolitici, fattori irrazionali, ecc.

ΔP : variazione delle plusvalenze e/o minusvalenze latenti (contabilmente inesprese) su alcune categorie di beni e su poste contabili del passivo

ΔI : variazione del valore dello *stock* dei beni immateriali (risorse intangibili), ovvero differenza tra la somma dei valori di tali beni all'inizio e alla fine del periodo considerato. [La valutazione d'azienda, di Daniele Balducci, 2006; cap. 12, pag. 297]

Per quanto concerne le variabili interne invece, il modo di operare all'interno del mercato, organizzare le proprie attività tangibili e intangibili, sostenere rischi specifici e la formazione dei flussi attesi dal management sono basi informative che influenzano l'approccio valutativo.

Altro motivo di influenza del risultato è dovuto dal fine dell'operazione: infatti se l'operazione ha lo scopo di far entrare nuovi capitali all'interno della società (come un'operazione di acquisizione di controllo), il risultato sarà ben differente rispetto a un ingresso di quote di capitali ininfluenti sul controllo (premio di maggioranza). Il compito finale sarà quello di rendere quantificabile l'impatto delle due variabili e trasformarlo in termini numerabili.

“Possiamo definire il capitale economico pertanto come l'ipotetico valore cui potrebbe essere scambiata (ceduta/acquisita) una determinata impresa³³”.

2.1) LA TEORIA

La dottrina aziendalistica negli anni si è consolidata, teorizzando due approcci per la valutazione del capitale economico.

In base al tipo di società cui si va a eseguire la valutazione, l'analista finanziario o chi per lui, decide il metodo più congruo per rappresentare l'azienda, utilizzando due approcci:

- ✓ Criteri assoluti;
- ✓ Criteri relativi.

³³ Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS, di U. Sòstero, F. Cerbioni, C. Saccon; cap. 6 La valutazione delle aziende nei processi di aggregazione, McGraw-Hill Education, capitolo a cura di Moreno Mancin, pag. 164.

Sicuramente, i risultati ottenuti potranno divergere l'uno dall'altro (sarà motivo di preoccupazione se la divergenza è molto ampia con la conseguenza che i valori ottenuti possano andare a inficiare il risultato dando una rappresentazione non reale). Questo complesso metodologico di filtraggio delle basi informative (interne ed esterne) è fatto usando l'approccio assoluto quando contiene esclusivamente elementi razionali perché basati su formule che per loro natura escludono qualsiasi fonte irrazionale; ci si basa su risultati validi, stimando in modo più puntuale i flussi di cassa o risultati residuali attesi, razionalizzando i tassi di capitalizzazione, di crescita e di attualizzazione. L'approccio relativo, per contro, contiene sia elementi razionali legati alla prestazione aziendale, sia fattori di efficienza dei mercati fino ad arrivare a componenti irrazionali. La relazione non si basa su lunghi periodi di analisi ma si sofferma su periodi temporali limitati, semplificando le attese di crescita legate alla capacità di generare reddito corrente.

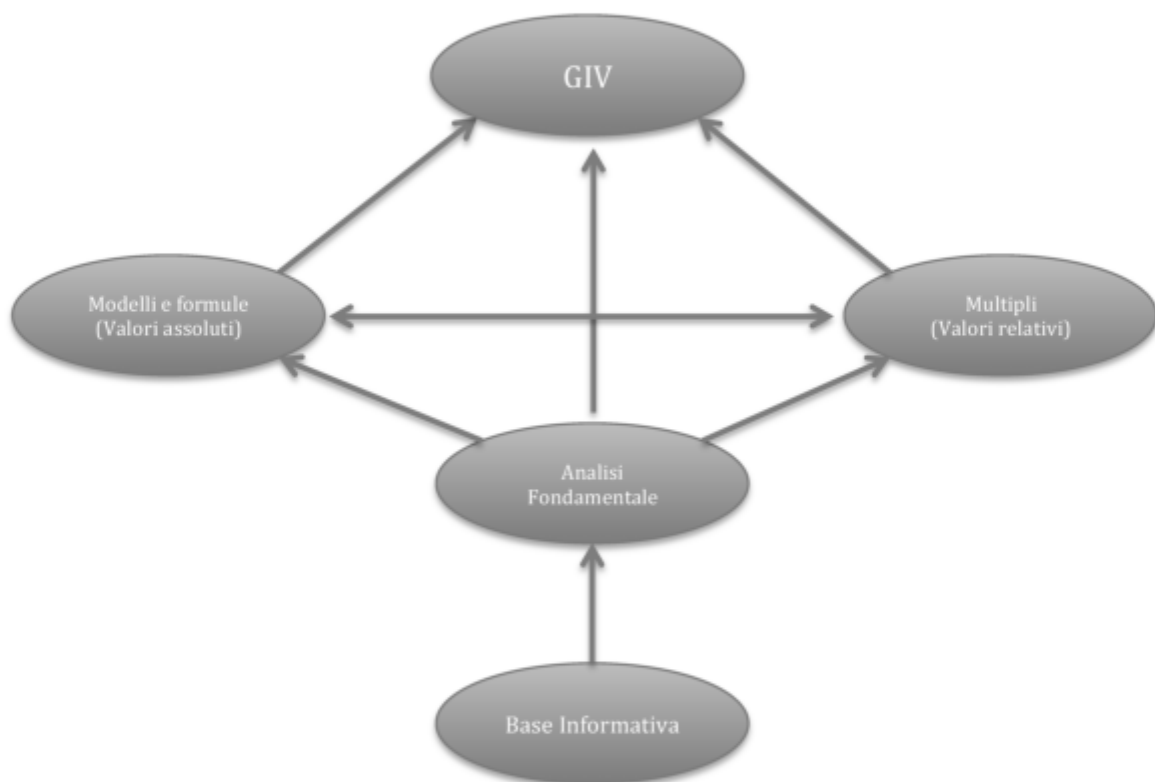
Il problema che entrambi i metodi possono riscontrare sta nel fatto che non riescono esattamente a quantificare l'impatto che potranno avere le componenti irrazionali dove: nel primo metodo non sono tenute in considerazione, nel secondo si rischia di sottostimarle o sovrastimarle con la conseguenza che le formule utilizzate siano inadeguate e/o obsolete. Per porre rimedio a questa situazione, la pratica aziendalistica è corsa in soccorso idealizzando il Giudizio Integrato di Valore, in altre parole un processo valutativo in grado di dare maggior importanza alla base informativa e all'analisi fondamentale, utilizzando valutazioni per mezzo di moltiplicatori e ricorrendo a più modelli e formule per le valutazioni assolute. "Un processo che si basa su tre pilastri:

- a) Valori assoluti, ispirati a modelli e formule, che conducono a una misura fondata su vari principi, criteri, metodi. In sede applicativa si traducono nelle soluzioni

valutative del capitale economico (W_e), del valore potenziale (W_p), del valore potenziale controllabile (W_c), cioè in uno o più degli indirizzi di metodo corrispondenti a tali concezioni.

- b) Valori relativi, fondati sui moltiplicatori di società comparabili o di transazioni comparabili. Indichiamo questo secondo pilastro con il simbolo M;
- c) Base informativa e analisi fondamentale”³⁴.

[Figura 2.1: lo schema del Giudizio Integrato di Valore]



[Fonte: Guatri, Bini, il nuovo trattato sulle valutazioni delle aziende, Università Bocconi Editore, 2006, pag. 37]

Questi pilastri non sono messi in ordine gerarchico ma devono cercare di integrarsi tra di loro, raggiungendo così il risultato finale.

³⁴ Cit. Guatri, Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Università Bocconi Editore, 2006, pag. 37 e seg.

Entrando più nel dettaglio, il significato di “pilastro dei valori assoluti” è: utilizzare la base informativa e applicare, su di essa, modelli e formule consolidate dalla dottrina e dalla pratica, differenziandosi per la capacità di individuare *key drivers* da collegare mediante formule matematiche. Per applicare il modello è necessario che le formule applicate siano coerenti, obiettive e non siano derivate da scelte arbitrarie o da convenzioni semplificatrici, neutralizzando gli interessi contrastanti che ci potrebbero essere tra *stakeholder*, azionisti e manager.

Il ricorso ai multipli serve a “identificare le leve del valore e le variabili di contesto (leve dei prezzi) che guidano i prezzi del mercato finanziario, nella prospettiva di una migliore copertura dello spettro di informazioni rilevanti ai fini della valutazione, sulla base comunque della considerazione che valori e prezzi sono categorie logiche differenti.”³⁵

In conclusione, il giudizio finale dev’essere un’unione tra i valori assoluti e quelli relativi e per farlo si tende a utilizzare lo strumento dell’analisi fondamentale unito alla base informativa.

Tutto ciò detto, il prezzo o valore di cessione di un’azienda è combinazione di due fattori: il primo è il valore economico rappresentato dalla valutazione eseguita dagli esperti finanziari; il secondo elemento è rappresentato dalla forza contrattuale eseguita dalle controparti in sede di negoziazione.

2.1.1 Il criterio assoluto

Seguendo la strada dei modelli assoluti, in base alle informazioni a disposizione, si può valutare le aziende, secondo questi metodi:

³⁵ Cit. Guatri, Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Università Bocconi Editore, 2006, pag. 41

- Metodo reddituale;
- Metodo Finanziario;
- Metodo misto patrimoniale/reddituale.

Questi modelli hanno in comune il fatto che è richiesta maggior base informativa.

Metodo reddituale

Il classico modo per valutare un'azienda è la sua capacità di generare reddito.

Il metodo reddituale prende in considerazione la capacità dell'impresa di generare flussi reddituali residuali, pertanto il valore sarà maggiore quanto migliore sarà la sua capacità nel generarli. Utilizzando questo criterio, "l'azienda è considerata non tanto quale sommatoria dei valori dei singoli elementi che compongono il suo patrimonio, ma in una visione complessiva, alla stregua di un investimento vero e proprio e, dunque, sulla base dei risultati che sarà in grado di ottenere".³⁶ La problematica che si evince da questo metodo è l'utilizzo del reddito come parametro di valutazione perché, essendo una misura generata da conto economico, ha come caratteristica quella di essere formata da stime e congetture che creano distorsioni del reale valore dovute dalla disciplina contabile utilizzata o da politiche di bilancio di chi lo redige.

Il primo presupposto che vado ad analizzare è la capacità dell'azienda di generare il medesimo flusso reddituale in un periodo perpetuo.

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

W = valore del capitale economico

³⁶Cit. Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS; McGraw-Hill Education, pag. 167

R = reddito medio normale atteso dalla gestione futura dell'impresa

i = tasso di attualizzazione

Questa formula prevede l'attualizzazione del reddito medio normale atteso dell'impresa per un tasso di attualizzazione. Innanzitutto la formula è molto semplicistica perché si pone sul presupposto che l'azienda sia in grado di generare lo stesso reddito medio normale per un periodo perpetuo, prospettiva assolutamente poco realistica.

Il secondo presupposto che vado ad analizzare è stimare la capacità dell'azienda di generare una serie di redditi con riferimento ad un'analisi futura per l'anno "n".

In questo caso:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Rt}{(1+i)^t} + \frac{Wn}{(1+i)^n}$$

dove:

W = il valore del capitale economico

R_t = reddito futuro atteso al periodo t

i = tasso di attualizzazione

W_n = valore terminale dell'azienda al periodo n.

In questo caso, il valore deriva dalla somma dell'attualizzazione dei redditi medi al periodo t e all'attualizzazione del valore terminale al periodo n dell'azienda portato al periodo t. Usando questo metodo, sarà possibile stimare i flussi reddituali non oltre ai 3/5 anni, ottenendo un risultato più preciso.

Metodo finanziario

Per quanto riguarda il modello assoluto, le aziende possono essere valutate utilizzando metodi finanziari che si basano sui flussi di cassa disponibili per i portatori di interesse. I portatori di interesse di una società cui sono destinati i flussi residuali, ovvero dopo aver remunerato la gestione caratteristica, sono gli azionisti e prestatori di capitale di debito. Utilizzando questo metodo, la struttura finanziaria influenza il valore. Infatti, per Modigliani e Miller, “in un mondo in presenza di imposte, il valore di un’impresa levered (indebitata) è maggiore rispetto a un’impresa unlevered (non indebitata):

$$VL = VU + tcD$$

dove:

VL = valore impresa levered

VU = valore impresa unlevered

tcD = valore scudo fiscale dato da tc (aliquota fiscale) moltiplicato per il valore di mercato del debito.”³⁷

Per calcolare il valore di un’azienda usando quest’approccio, utilizzo il *Discounted Cash Flow (DCF Method)* ovvero la sommatoria dei flussi di cassa attualizzati prospettici a disposizione di un investitore e quindi prelevabili.

Per calcolare il valore del capitale economico, posso seguire due strade alternative le quali mi permetteranno di trovare il medesimo valore dell’*equity*.

Il primo approccio è denominato *asset side*, ovvero al valore di tutto l’attivo aziendale, dedotto il debito, trovo il valore di mercato dell’*equity*.

Il procedimento da seguire sarà:

³⁷ Cit. *Corporate finance* – Seconda edizione by Ross, Hillier, Westerfield, Jaffe, Jordan, 2015, contenuta in “*Politiche finanziarie e strategie di investimento*”, Mc Graw-Hill Education, pag. 20 e seg.

- Individuazione dei FCFO (*Free Cash Flow From Operations*) di ogni singolo periodo, ovvero i flussi di cassa disponibili derivante dalla gestione caratteristica dell'azienda;
- Individuazione appropriata del tasso di sconto WACC (*Wheighted Avarage Cost of Capital*). Utilizzo questo tasso per trovare il costo medio ponderato del capitale che finanzia la gestione caratteristica dell'azienda;
- Il *terminal value* dell'azienda alla fine del periodo;
- La posizione finanziaria netta.

Seguendo il procedimento, il risultato che otterrò sarà il valore economico dell'*equity*.

Quindi:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFO_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{TV_n}{(1 + wacc)^t} - PFN$$

dove:

W = valore dell'impresa

FCFO_t = Flusso di cassa della gestione operativa

TV = il valore terminale

PFN = posizione finanziaria netta

Wacc = il costo medio ponderato del capitale dato dalla formula:

$$Wacc = Ke \times \frac{E}{(D + E)} + Kd \times \frac{D \times (1 - tc)}{(E + D)}$$

dove:

E = Capitale proprio

D = Capitale di debito

Ke = costo del capitale proprio

Kd = costo del capitale di debito

Tc = aliquota fiscale.

Seguendo invece, un percorso *equity side* invece, la stima del capitale economico viene fatta utilizzando i flussi residuali a disposizione degli azionisti. Con questo procedimento, è richiesto un tasso che vada a stimare solo il costo del capitale proprio dell'azienda.

La formula utilizzata sarà:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+i)^t} + \frac{EV_n}{(1+i)^t}$$

dove:

W = valore di mercato dell'*equity*

FCFE = *Free Cash Flow to equity*, il flusso di cassa che residua a disposizione degli azionisti

EV = il valore terminale *equity side* al periodo n

i = tasso di attualizzazione³⁸.

Metodo misto: patrimoniale e patrimoniale/reddituale

Utilizzando questo metodo misto patrimoniale/reddituale, storicamente, evidenzia il valore di avviamento (*goodwill, G*), mettendo a confronto la differenza tra il risultato

³⁸ Tasso di sconto: sono usati per attualizzare i flussi medi normali e sono definiti come il rendimento medio minimo richiesto dagli azionisti (sia attuali sia potenziali) che decidono a investire il proprio capitale all'interno dell'azienda o in un'attività finanziaria equipollente la quale entrambe abbiano lo stesso rischio. Il rendimento richiesto dev'essere uguale o superiore al rendimento dei titoli privi di rischio e un premio per il rischio. Questo tipo di tasso è chiamato *CAPM*.

$$CAPM = R_O + \beta \times (R_M - R_O)$$

R_O = Rendimento dei titoli privi di rischio (titoli di stato dei paesi più solidi, es. Bund tedesco)

β = Beta del titolo ovvero la variazione che il titolo assume quando varia il mercato

R_M = Rendimento del mercato.

(R_M - R_O) = Premio per il rischio.

del modello economico (We) e il valore patrimoniale (K). Se lo dovessimo esprimere nel caso di rendita perpetua:

$$G = \frac{R}{i} - K$$

se:

$$\frac{R}{i} > K = \textit{goodwill} \quad \frac{R}{i} < K = \textit{badwill}$$

Il metodo del valore medio, esprime il valore economico seguendo un approccio di cautela, definendolo come “la media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di capitale economico espresso con la formula della rendita perpetua”³⁹.

$$W_M = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R}{i} \right)$$

Il modello con stima autonoma del *goodwill*, che necessita la determinazione di due elementi:

- a) Il patrimonio netto rettificato a valori correnti (K^1),
- b) Il valore di avviamento, identificando quindi la capacità di creare sovra redditi futuri, calcolato come la differenza tra il reddito medio normale (R) che ci si attende dall’impresa (usando sempre i metodi esposti precedentemente) e il reddito normale per il settore di appartenenza, quindi considerando il mercato in cui l’azienda è inserita e moltiplicarlo per il valore del patrimonio netto precedentemente individuato⁴⁰.

$$\textit{avviamento} = \sum_1^n \frac{(R - iK^1)}{(1 + i)^n}$$

Da questa formula, se io aggiungessi l’avviamento a K^1 , otterrei il valore del capitale economico della società.

³⁹ Guatri Bini, Nuovo trattato delle valutazioni aziendali, Università Bocconi Editore, pag. 601

⁴⁰ Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali, Moreno Mancin, G. Giappichelli Editore, pag. 40

Con l'approccio *EVA* (*Economic value added*), misura il risultato periodico, detraendo il costo del capitale investito dal flusso *NOPAT*.⁴¹ La depurazione, utilizzando questo flusso, è completa perché elimina tutti i costi legati al capitale investito. Come tasso di sconto utilizzo il WACC.

Quindi:

$$EVA = NOPAT - WACC * CAPITALE INVESTITO$$

2.1.2 Criterio relativo

Il metodo dei multipli

In questi ultimi anni, questo criterio ha avuto una maggiore diffusione: si è reso disponibile un maggior numero di prezzi di riferimento, di operazioni di *private equity* condotte da intermediari di mercato; una lievitazione dei prezzi di borsa; aumenta l'importanza dei beni intangibili (*intangibles*) e con questo tipo di valutazione si riesce a tenere in considerazione il valore di questi ultimi; un vantaggio informativo dovuto all'uso dei multipli in un contesto di difficoltà nell'eseguire previsioni; si diffonde l'importanza di dover misurare le performance aziendali, soprattutto per quel che riguarda il valore dell'impresa; un miglioramento delle funzionalità primarie dei mercati finanziari oltre che a un aumento dei listini di borsa.

L'uso dei multipli quindi, dà una valutazione relativa perché integra, rettifica l'informazione contenuta nel reddito contabile (definito come *proxy* della capacità di creare reddito). Ogni multiplo di mercato possiede tre pilastri su cui devono appoggiare perché il dato sia attendibile:

⁴¹ *NOPAT* (*Net Operating Profit After Taxes*), ovvero è il flusso operativo a disposizione di tutti gli investitori (Capitale proprio e di debito) dopo aver pagato le imposte.

- Razionale;
- Dimostrabile;
- Validabile.

La prima, si richiede ci sia un legame teorico tra la quantità aziendale presa a riferimento dal multiplo e il valore dell'impresa. La seconda, deve esserci la possibilità di poter giustificare la distribuzione dei multipli tra loro comparabili. Con la terza qualità, occorre individuare la migliore versione possibile del multiplo.

Per utilizzare questo metodo, occorre ottenere informazioni riguardanti società appartenenti allo stesso settore (i dati delle società quotate sono più facili da ottenere), applicandoli ai dati di bilancio della società *target* (quella che noi vorremo analizzare). I dati utilizzabili sono: fatturato, margine operativo lordo (*EBITDA*⁴²), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta e *cash flow*. I multipli sono il rapporto tra il valore di mercato e i dati di bilancio.

I principali multipli sono:

- *Economic Value/Sales*
- *Economic Value /EBITDA*
- *Economic Value /EBIT*⁴³
- *Prezzo/EBITDA*
- *Prezzo/E*
- *Prezzo/Sales*

⁴² *Earnings Before Interest Taxes Depreciation Amortization*, il reddito dell'impresa basato solo dalla gestione operativa.

⁴³ *Earnings Before Interest Taxes*, ovvero il flusso prima delle imposte disponibile prima di remunerare gli investitori dell'azienda.

- *Prezzo/Cash Flow*
- *Prezzo/Patrimonio Netto*
- *Debito/Equity*

Le condizioni di applicabilità del metodo dei multipli sono:

- “Qualità delle fonti d’informazione,
- Attendibilità delle fonti d’informazione,
- Rappresentatività dei volumi di negoziazioni (elevate),
- Comparabilità per tipo di attività,
- Comparabilità per dimensioni dell’azienda,
- Comparabilità per tassi di crescita,
- Comparabilità per struttura aziendale,
- Comparabilità per struttura finanziaria.”⁴⁴

Se dovessimo confrontare il metodo dei multipli con quello del *discounted cash flow (DCF)*, il metodo dei multipli è più rapido, comparando più società tra loro. Permette di valutare aziende senza dover prevedere l’andamento futuro e si riesce a raggiungere un valore economico anche nel caso in cui il flusso residuale sia negativo. Per contro, molta soggettività unita alla difficoltà a ricercare aziende simili da porre a confronto, si rischia di sopravvalutare o sottovalutare l’*Economic Value*.

Invece, il metodo *DCF* è più razionale perché le fonti dove provengono i dati sono frutto di un’elaborazione di una previsione esplicita dei risultati aziendali futuri cui è applicato un tasso di attualizzazione ai flussi di cassa impliciti con il risultato che

⁴⁴ Cit. La valutazione dell’azienda, Daniele Balducci, Edizioni FAG Milano, pag.- 340.

saranno convertiti in valori economici alla data in cui si effettua la valutazione. Il metodo è più attendibile perché la stima va fatta tenendo in considerazione il tutto il contesto aziendale (tecnologico, commerciale, normativo, ecc.) unite alle stime su: crescita di fatturato, margini di redditività, impegni per gli investimenti in capitale fisso e circolante, aliquote d'imposta, ecc.

2.2 PER LE SOCIETÀ SPORTIVE/CALCISTICHE

Le *performance* economiche delle società sportive sono collegate ai risultati sportivi raggiunti durante la stagione e non prevedibili a inizio anno con la conseguenza che, in termini economici, non sia possibile una stabilità dei flussi finanziari e reddituali oltre alla possibilità che la somma di tutti i flussi possa essere negativa. Per questo motivo, l'utilizzo del metodo *DCF* diventa complicato. L'*UEFA*, con l'introduzione del *Fair Play Finanziario*⁴⁵, sta obbligando le società a contare solo sul proprio autofinanziamento derivante dal profitto che essa genera e sulla diminuzione del debito, con l'obiettivo di dare una stabilità al calcio europeo sul lungo periodo, pena esclusione dalle coppe europee (Champions League ed Europa League). Poche società calcistiche a livello europeo, rispettando questo parametro, riescono a generare profitti e renderli stabili al fine di utilizzare il metodo *DCF*.

Per risolvere questo problema, gli analisti hanno teorizzato alternativi metodi di valutazione: il metodo *Forbes*, il metodo KPMG, la valutazione di borsa, la valutazione dei broker e delle società in fallimento⁴⁶.

⁴⁵ <https://it.uefa.com/insideuefa/protecting-the-game/financial-fair-play/index.html>

⁴⁶ *What is the optimal method to value a football club*, Tom Markham:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238265

Valutazione di borsa

Le società, le cui azioni sono quotate in un mercato efficiente di capitali, “il prezzo delle azioni rappresenta il valore economico della società”⁴⁷. *L’economic value* di una società calcistica è rappresentato dal numero delle azioni moltiplicato per il valore espresso dal titolo inserito nel listino di Borsa Valori (patrimonializzazione di borsa) sommato al valore di mercato del debito. La valutazione di borsa è una buona approssimazione della realtà. Purtroppo, solo poche società calcistiche sono quotate nelle rispettive borse valori (in Europa se ne contano 22). Nella nostra Lega di Serie A, Juventus F.C., A.S. Roma e Lazio S.S. sono le uniche squadre quotate.⁴⁸ L’esiguo numero di società quotate obbliga gli analisti a utilizzare un altro modo per valutare le società calcistiche, mentre per le società presenti nella borsa valori, questa valutazione potrebbe essere una valida alternativa perché, per natura dei dati utilizzati, la borsa valori rispecchia esattamente le informazioni provenienti dalla società.

Valutazione dei broker

La valutazione del valore di mercato tramite dei mediatori (broker) consiste in un’analisi fatta al bilancio di esercizio della società, più precisamente, allo stato patrimoniale il quale valuta il patrimonio netto contabile della società e al conto economico dove si ottengono informazioni sulle performance reddituali della società. Questo valutazione è eseguita su dati storici, che per questi broker sono più significativi e raggiungono una valutazione più attendibile. I principali *assets* societari che sono maggiormente indicativi sono:

- lo stadio di proprietà e i centri di allenamento (tangibili);

⁴⁷ Cit. Modigliani e Miller 8, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment

⁴⁸ Nel mercato MTA di Piazza Affari, Milano.

- i diritti alle prestazioni calcistiche dei calciatori e atleti (intangibili).

2.2.1) Metodi alternativi di valutazione

La maggioranza delle società calcistiche non sono quotate e non è possibile eseguire una stima utilizzando valori di borsa. Non è possibile utilizzare il *DCF method* perché non porterebbe ad alcun risultato poiché gli *FCFO/FCFE* sono negativi e i tassi di attualizzazione non sono stimabili. La pratica aziendale (in questo caso i GIV) ci viene incontro analizzando la base informativa, proponendo algoritmi che ci permette di rappresentare il reale valore della società utilizzando sia multipli di mercato sia valori sia tengano in considerazione le attività intangibili della società. Il fine è quello di neutralizzare le variazioni dovute alle performance sportive dovute durante la stagione agonistica.

I modelli di valutazione realizzate da alcune società di consulenza sono:

- Metodo *Forbes*;
- Metodo KPMG.

I metodi proposti, valutano le performance dell'azienda in tutti i campi (usando dati contabili ed extracontabili) e propongono il loro valore di mercato. Il motivo che l'analisi viene eseguita in questo modo è:

1. La maggior parte delle società calcistiche hanno un risultato economico negativo⁴⁹, quindi il metodo *DCF* non potrebbe essere utilizzato;

⁴⁹ Secondo una ricerca condotta da Calcio&Finanza, nella stagione 2015/16 (caratterizzata dal fallimento della società Parma Calcio, solo 6 su 20 squadre hanno terminato la stagione con un risultato economico positivo): <http://www.calcioefinanza.it/2017/03/20/bilanci-serie-a-2016-fatturato-costi/>

2. Il fatturato durante le varie stagioni ha ampi scostamenti, poiché risente sia dei risultati sportivi della stagione che del numero di partite giocate oltre alla partecipazione alle coppe europee. Queste variabili incidono sui ricavi da diritti televisivi e su quelli derivanti dall'incasso dei biglietti allo stadio (*Matchdays*);
3. Va tenuto in considerazione il valore delle attività intangibili quale il valore del *brand* e dei diritti alle prestazioni sportive, oltre all'attività promozionale svolta dalla società all'interno dei social networks.

Metodo Forbes

Forbes è una rivista statunitense che da anni stila classifiche sul valore delle società calcistiche europee. È utilizzato un metodo simile sperimentato sulle società sportive statunitensi e declinato, dal 2004, per valutare i club europei mediante l'utilizzo di un algoritmo basato su: il fatturato della società calcistica, i prezzi delle transazioni passate delle società calcistiche, lo stadio (dalla capienza fino al fatto se lo stadio è di proprietà o meno) e il valore del *brand*. Il dato sul fatturato è suddiviso per categorie: *matchdays*, *commercial*, *broadcasting*; Forbes lo ottiene dallo studio *Deloitte & Touche "Football Money League"*⁵⁰.

Il metodo valutativo proposto da Forbes si basa su quattro parti, dove tre delle quattro parti da valutare sono già disponibili dal rapporto fatto da Deloitte:

- *Matchdays*⁵¹;
- *Commercial*⁵²;

⁵⁰ https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/deloitte-football-money-league.html?utm_source=facebook&utm_medium=social_media&utm_content=duk1&utm_campaign=facebook_to_dfml2014

⁵¹ Riguardano i ricavi fatti dalla società sportiva durante le partite giocate (n° di spettatori e abbonati) nel proprio stadio.

- *Broadcasting*⁵³;
- *Brand*⁵⁴.

I valori dati dal *report* di Deloitte sono in Euro i quali saranno cambiati in Dollari a un tasso medio di periodo. A quel punto, utilizzando la formula proposta da Forbes, potremmo ottenere il valore economico delle società sportive.

Metodo KPMG

KPMG è una società di consulenza nata nei Paesi Bassi che da qualche anno stila la sua classifica sul valore delle società calcistiche europee, chiamata: “*Football clubs’ valuation – The European Elite 20***”⁵⁵. A differenza di *Forbes* che si appoggia a *Deloitte*, KPMG esegue dei propri studi sui fatturati della società, aggiungendoci, però, altri parametri per completare il suo algoritmo.

KPMG prende il ricavo come parametro principale di valutazione perché:

- i dati sono più accessibili e non subiscono distorsioni derivanti dai metodi contabili di redazione del bilancio,
- gli utili per molti club calcistici sono negativi; utilizzando i ricavi, invece, si possono valutare anche i club con reddito negativo,
- il reddito netto è più volatile rispetto ai ricavi.

I risultati sono comparati con società quotate sul listino di borsa e con trasferimenti di proprietà che sono avvenuti negli ultimi anni nei club di *football*. L’algoritmo di calcolo si basa su cinque parametri principali:

⁵² Riguarda i ricavi della società avuti dalla vendita del merchandising, dai contratti di sponsorizzazione e altri ricavi commerciali che la società riesce ad ottenere.

⁵³ Riguarda i ricavi ricevuti dai diritti televisivi della società per la trasmissione delle partite.

⁵⁴ Disponibile dal rapporto redatto *50 Football Brand Finance*, classifica dei 50 *brand* calcistici stilata nel sito di *Brand Finance*

⁵⁵ <https://home.kpmg.com/it/it/home/insights/2017/06/Football%20Clubs%E2%80%99%20Valuation:%20the%20European%20Elite%202017.html>

1. Profittabilità dove si prende in considerazione il rapporto costi/ricavi delle ultime due stagioni sportive. Gli stipendi dei calciatori e dello staff tecnico è una grossa voce di conto economico, in questo caso, un rapporto alto indica una minore capacità di generare reddito
2. La popolarità, nei *social network*, ha una forte correlazione con i successi sportivi dei club di calcio. Viene dunque tenuto in considerazione il numero di *followers* iscritti nei principali *social networks* (*Twitter*, *Instagram* e *Facebook*) e nel canale *Youtube* (che sarà disponibile dal prossimo rapporto). Un alto numero di seguaci indica una buona popolarità della squadra e quindi maggiore visibilità e impegno anche da parte dei *fans*.
3. Va tenuto in considerazione il potenziale sportivo della società, cioè la capacità di ottenere successi sportivi con la conseguenza di ottenere maggiori ricavi dai diritti televisivi e dal maggior pubblico allo stadio per le partite casalinghe. Più la squadra affascina la tifoseria e ottiene più risultati sportivi, maggiore sarà il suo valore che andrà tenuto in considerazione in sede di valutazione. Il valore di mercato della squadra è pubblicata sul sito tedesco Transfermarkt,⁵⁶ dove sono presenti tutte le quotazioni dei singoli giocatori.
4. Per l'algoritmo, anche le entrate dei diritti televisivi sono importanti (oltre che già concordate a inizio campionato e per gli anni futuri).
5. Possedere lo stadio è di proprietà è importante per l'algoritmo; infatti, avere la proprietà degli stadi fa incrementare i ricavati dei club di calcio.⁵⁷

⁵⁶ <https://www.transfermarkt.de/>

⁵⁷ Tutti questi parametri appena descritti sono tratti dal rapporto 2017 effettuato da “KPMG The European Elite 2017, pg. 18-19 Our methodology; <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/05/football-clubs-valuation-the-european-elite-2017.pdf>

Tenendo in considerazione questi cinque parametri, KPMG darà la propria valutazione la quale si troverà all'interno di un *range* (Top, bottom e valore medio). Il risultato che loro propongono, è *l'Economic Value*, in altre parole la base di partenza per una contrattazione; il prezzo di vendita finale sarà diverso, deciso dalla forza contrattuale tra il venditore e l'acquirente.

CAPITOLO TRE: I 5 CAMBI DI PROPRIETÀ AVVENUTI IN SERIE A

Questo capitolo ha l'obiettivo di descrivere le operazioni straordinarie avvenute, dal 2010 a oggi, e il modo in cui è stato calcolato l'*economic value* come base di partenza della trattativa. Con questo capitolo, ho voluto fotografare la situazione economica/finanziaria delle società italiane che in questi ultimi anni hanno mutato il loro assetto proprietario, stimando il loro valore del capitale economico di cessione. Utilizzando gli algoritmi proposti da *FORBES* e *KPMG*, i risultati illustrati in questo capitolo, saranno utilizzati per ricostruire i pesi dati ai parametri per capire cos'ha influito nella loro valutazione.

In Serie A, dalla stagione 2010/11 sono avvenuti cinque cambi di proprietà, con l'ingresso di nuovi imprenditori con l'intento di fare *business* nel mondo sportivo, sostituendo storici proprietari di squadre. Dall'inizio di questo decennio, si è potuto assistere all'ingresso di soci stranieri all'interno della Serie A, dagli americani per l'A.S. Roma fino ai cinesi per A.C. Milan ed F.C. Internazionale.

I cinque cambi degli assetti proprietari, avvenuti in anni diversi e con diverse tecniche di acquisizione sono: A.C. Milan, F.C. Internazionale (sia nel 2014 che 2016), A.S. Roma e Cagliari S.p.A.

3.1) A.C. MILAN

La prima società che vado ad analizzare è *A.C. Milan*, la quale è stata una delle società calcistiche protagoniste del calcio europeo dalla fine degli anni 80 del secolo scorso fino al 2011. *Fininvest S.p.A.*, holding della *Famiglia Berlusconi*, era la proprietaria del

99,93% delle azioni di *A.C. Milan*. Nel 2016, *Rossoneri Sport Investment Lux* (dell'imprenditore cinese *Li Yonghong*) e *Fininvest S.p.A.* hanno intrapreso delle trattative per il successivo passaggio di proprietà che avverrà in aprile 2017. La compagine societaria di *A.C. Milan* controlla:

- *Milan Entertainment S.r.l.*, società che si occupa di allocare diritti televisivi e tutti gli eventi promozionali;
- *Milan Real Estate S.p.A.*, società immobiliare che tra i propri *assets* ha il centro di allenamento "*Milanello*", "*MilanLab*" e "*Casa Milan*";
- Una compartecipazione (al 50% con *F.C. Internazionale*) in *M-I Stadio S.r.l.*, società che gestisce lo "*stadio Meazza di San Siro*", Milano, per le partite casalinghe delle due società milanesi;
- è presente anche *Fondazione Milan – Onlus*.

L'era del Presidente Berlusconi è iniziata nel 1986 con l'acquisizione di una società a rischio fallimento e, dopo diversi anni, portò la stessa a ottenere successi in campo sportivo e a incrementare la sua popolarità, intraprendendo politiche societarie di crescita verso paesi che a inizi anni 2000 erano in via di sviluppo come Sud – Est asiatico, Giappone e Cina. *A.C. Milan* è la prima società italiana ad avere il maggior numero di tifosi non italiani⁵⁸, cosa che, come vedremo, ha dato molto valore durante le trattative per la vendita della società.

Le trattative iniziarono nel 2016 e terminarono nel 2017. La caratteristica di quest'operazione si descrive come una "*LBO*"⁵⁹. Infatti, "*Rossoneri Sport Investment*

⁵⁸ Fonte: Calcio e Finanza <http://www.calcioefinanza.it/2017/10/24/numero-tifosi-squadre-italiane-all-estero-milan-juventus-inter/>

⁵⁹ *Leverage Buy Out*: con questa modalità di acquisizione, la società acquirente identifica la società-target da acquisire e la acquista mediante una *NewCo* di sua proprietà. Questa società "veicolo" è creata dalla

Lux” è la società veicolo costituita da “*Sino Europe Sport Investment Luxembourg S.a.r.l.*” (*il socio*). Il dettaglio dell’operazione si può trovare nella nota integrativa del bilancio consolidato della società *A. C. Milan*, in particolare nella voce “Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell’esercizio⁶⁰”: “In data 13 aprile 2017 la proprietaria *Fininvest S.p.A.* ha ceduto la sua partecipazione del 99,93% al socio veicolo [ecc.] dando esecuzione al contratto sottoscritto il 4 agosto 2016. La valutazione complessiva (*economic value*) della società è stata stimata in 740 milioni di € di cui 220 milioni di situazione debitoria alla data del 30/06/2016. Nell’ambito dell’operazione, sempre all’interno della nota integrativa, si rilevano i seguenti fatti:

- Un finanziamento da parte del socio di importo in linea capitale di 10 milioni di €;
- Un finanziamento da 73 milioni di € per rimborsare un finanziamento soci erogato da *Fininvest S.p.A.* ”⁶¹

Il finanziatore di quest’operazione finanziaria è la società *Project Redblack S.a.r.l.*⁶² Le garanzie sono: un pegno sul “conto corrente entrate”, un pegno sui diritti di proprietà intellettuale (marchi) di proprietà della capogruppo, un atto di cessione del credito derivante dal *broadcast*, una cessione dell’archivio immagini della società oltre che un atto di pegno relativo alle azioni di proprietà detenute dal socio sulla capogruppo.

società acquirente e dotata di un esiguo capitale proprio. La *NewCo* viene indebitata fino a raggiungere il valore del prezzo di acquisizione. Il veicolo appena indebitato, mette, inizialmente, le sue azioni proprie a garanzia dell’investimento tramite debito e, al termine dell’operazione, le attività della società target saranno messe a garanzia del debito [Principi di finanza aziendale, cap. 31 Settima edizione by Brealey, Myers, Allen, Sandri, 2015, pag. 750]

⁶⁰ Come stabilito dall’*OIC 29*, è fatto obbligo indicare i fatti positivi o negativi che sono intervenuti dopo la chiusura dell’esercizio, ovverosia i fatti avvenuti tra la chiusura dell’esercizio e la data di redazione del bilancio.

⁶¹ Cit. Bilancio Consolidato 2016 di “*Associazione Calcio Milan S.p.A.*” pag. 50-51.

⁶² Le *holding* proprietarie di questa società sono: *King George Investments LLC* e *Genio Investments LLC*, (entrambe con sede in *Delaware*, USA).

Mentre, nel bilancio consolidato di *Fininvest S.p.A.* è specificato in nota integrativa che quest'ultima ha ceduto il 99,93% di *A. C. Milan a Rossoneri Sport Investment* pattuendo una quota di cessione pari a 740 mln di € di cui 220 mln di € di situazione debitoria ma il corrispettivo incassato è di 606 mln di € (compresa la quota di 90 milioni di € come rimborso ai versamenti in conto capitale) oltre ad alcune correzione al prezzo concordato.

Questo è il prospetto della cessione:

[Tabella 3.1: Riepilogo dati di cessione di A.C. Milan]

in mln di €	Milan EV pattuito
EV al 30/6/2016	740
Debito	220
W ⁶³	540

[Fonte: elaborazione personale tratta dal bilancio 2016 di *A. C. Milan S.p.A.*]

Tabella 3.2: riepilogo reale cessione di *A.C. Milan S.p.A.*]

Quota effettivamente incassata *in mln di €		
606	90	rimborso
W	516 ⁶⁴	
Debito	220	
EV al 13/4/2017 ⁶⁵	736	

[Fonte: elaborazione personale tratto dal bilancio 2016 di *Fininvest S.p.A.*]

La quota incassata da *Fininvest S.p.A.* è di 516 milioni di €, il 4,44% in meno rispetto alla quota concordata (di 540 milioni di €).

⁶³ W in finanza aziendale indica la quota del valore di mercato dell'*Equity*.

⁶⁴ 516 = 606 (quota effettivamente incassata) – 90 (Rimborso del prestito)

⁶⁵ $Ev = W + Debito$

3,2) F.C. INTERNAZIONALE MILANO S.P.A.

La seconda società milanese a passare di proprietà in quest'ultimo decennio è stata *F.C. Internazionale S.p.A.*, nata nel 1908 e che nel 2014 ha cambiato proprietà. Come si può leggere nel bilancio non consolidato 2014, l'operazione è partita il 30 giugno 2013, iniziando da alcune operazioni di ricapitalizzazione compiute da *Internazionale Holding S.r.l.* (socio che possedeva il 98,31% della società) poiché il club ha presentato il suo bilancio di esercizio con pesanti perdite, coperte con un versamento da 11 milioni di € ed ulteriori finanziamenti soci (che si trasformeranno in versamenti in conto capitale il 14 novembre 2014 a seguito della rinuncia da parte dei soci stessi)⁶⁶.

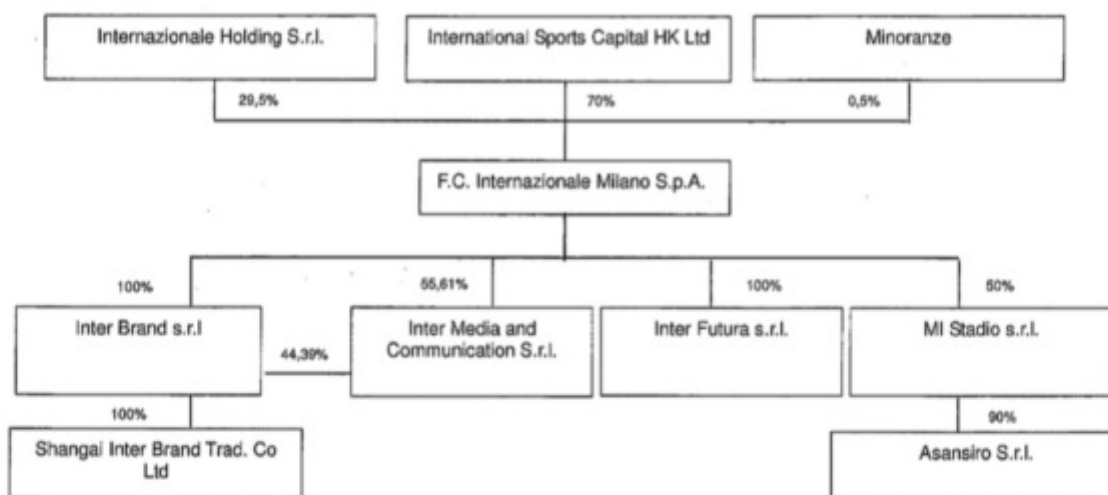
3.2.1) Il primo passaggio di proprietà nella stagione 2013/14

Con il primo passaggio di proprietà, si evince che nel novembre 2013 è stato deliberato in assemblea un aumento di capitale a titolo oneroso in via inscindibile⁶⁷, per nominali 10,5 milioni € con sovrapprezzo di 64,5 milioni di € con l'emissione di nuove azioni riservate a *International Sports Capital HK Limited*, società veicolo (che nell'anno successivo cambierà il nome in *International Sports Capital HK S.p.A.*). Con questa operazione, il veicolo societario diventerà azionista di maggioranza di *F.C. Internazionale Milano*, acquisendo con 75 milioni di € il 70% della società. Il nuovo assetto societario dunque sarà il seguente:

⁶⁶ Vedi allegato A: andamento del patrimonio netto dal 30/06/2013 al 30/06/2017.

⁶⁷ Ovvero è valido solo se totalmente sottoscritto dai soci/azionisti

[Immagine 3.1: Organizzazione del gruppo F.C. Internazionale Milano S.p.A.]



[Fonte: Bilancio non consolidato 2014 di F.C. Internazionale Milano S.p.A.]

Più in dettaglio, questa è la situazione ante aumento di capitale:

[Tabella 3.3: dettaglio ante aumento di capitale]

Dettagli operazione ante aumento	Capitale Sociale	Altre riserve	Tot. PN	% Partecipazione
Internazionale Milano SPA	4.500	9.929	14.429	100,00%
Internazionale Holding	4.424	9.761	14.185	98,31%
Soci di minoranza	76	168	244	1,69%

[Fonte: elaborazione personale presa dal bilancio non consolidato 2013 di F.C.

Internazionale Milano S.p.A.]

[Tabella 3.4: dettaglio post aumento di capitale]

Aumento di capitale 2014	Capitale sociale	Altre riserve	PN	% Partecipazione	W
International Sports Capital HK LTD	10.500	64.500	75.000	70%	75.000
Internazionale Holding	4.424	4.761	9.185	29,49%	31.855
Soci di minoranza	76	168	244	0,51%	548
FC Internazionale Milano	15.000	69.429	84.429	100%	107.403
Debito al 30/06/2013					454.091
Economic Value					561.494

[Fonte: elaborazione personale tratto dal bilancio non consolidato 2014 di F.C.

Internazionale Milano S.p.A.]

A seguito di questa operazione di acquisizione, la società *International Sports Capital HK S.p.A.* ha acquisito la società per 75 milioni di € per 70% delle quote, con 15,9 milioni di € come premio di maggioranza (equivalente al 21,20% del totale acquisizione⁶⁸). L'*equity* complessivo ammonta a 107,403 milioni di €, con una posizione debitoria di 454,091 milioni di €. L'*economic value* complessivo è di € 561,494 milioni.

3.2.2) Il secondo passaggio di proprietà nella stagione 2016/17

Il secondo passaggio di proprietà di *F.C. Internazionale Milano S.p.A.* è avvenuto nel 2016. La complessa operazione straordinaria ha avuto inizio con un aumento di capitale (*step 1*) e, in seguito, con una cessione di quote (*step 2*).

Step 1: l'aumento di capitale è stato di 4,195 milioni di € di capitale sociale e di 137,805 milioni di € come riserva sovrapprezzo azioni (corrispondente al 21,85% della proprietà della società), sottoscritto da *Great Horizont S.a.r.l.*, società che acquisirà il pacchetto maggioritario di *Internazionale Milano S.p.A.*

Step 2: una cessione di quote da parte di *International Sports Capital HK S.p.A.* ha portato la sua partecipazione all'8,01%. A questo punto, *Great Horizont S.a.r.l.* possiede il 68,54% di *Internazionale Milano S.p.A.* *Internazionale Holding S.r.l.* ha

⁶⁸ Calcolo premio di maggioranza:

[Tabella 3.5: il calcolo del premio/sconto di controllo]

70% Del PN	59.100	30,00%	25.328,70
Prezzo pagato	75.000	Partecip. Deten.	9.429
Premio di magg.	15.900	Sconto di minor.	15.900
% Premio	21,20%		

[Fonte: elaborazione personale tratta dal bilancio non consolidato di *F.C. Internazionale Milano S.p.A.*]

ceduto completamente la sua partecipazione a *International Sports Capital HK S.p.A.* Al termine dell'operazione, *Great Horizont S.a.r.l.* ha pagato complessivamente 150,952 milioni di €, con premio di maggioranza di 13,475 milioni di € corrispondente all'8,93%⁶⁹.

[Tabella 3.6: STEP 1, dettaglio aumento di capitale 2016]

Aumento di capitale 2016	Capitale sociale	Riserva sovrapp.	PN	% Partecipazione
Great Horizon S.a.r.l.	4.195	137.805	142.000	21,85%
Altri Soci di minoranza	15.000	43.580	58.580	78,15%
Totale	19.195	181.385	200.580	100,00%

[Fonte: elaborazione personale bilancio non consolidato 2016 di *F.C. Internazionale Milano S.p.A.*]

[Tabella 3.8: STEP 2, dettaglio post cessione quote di *International Sports Capital HK S.p.A.*]

Cessione di quote ISC	Capitale sociale	Riserva sovrapp.	PN	% Partecipazione
Great Horizon S.a.r.l.	13.157	137.805	150.962	68,54%
International Sports Capital HK S.p.A.	1.538	43.580	49.618	8,01%
Internazionale Holding	4.424			23,05%
Altri Soci di minoranza	76			0,40%
Totale	19.195	181.385	200.580	100%

⁶⁹ Premio per il controllo definito come il maggior valore pagato per acquisire il controllo della società che, per l'anno 2016, corrisponde a:

[Tabella 3.7: calcolo premio di controllo per l'anno 2016]

68,54% del PN	137.487
Prezzo pagato	150.962
Premio di magg.	13.475
% Premio	8,93%

[Fonte: elaborazione personale tratto dal bilancio non consolidato 2016 di *F.C. Internazionale Milano S.p.A.*]

[Fonte: elaborazione personale bilancio non consolidato 2016 di *F.C. Internazionale Milano S.p.A.*]

[Tabella 3.9: tabella riassuntiva post operazione straordinaria]

Cessione di quote IH	Capitale sociale	Riserve sovrapp.	PN	% Partecipazione	W
Great Horizon S.a.r.l.	13.157	137.805	150.962	68,54%	150.962
International Sports Capital HK S.p.A.	5.962	43.580	49.618	31,06%	69.278
Altri soci di minoranza	76			0,40%	
Totale	19.195	181.385	200.580	100,00%	220.240
Debito al 30/06/2016					290.549
Economic Value					510.789

[Fonte: elaborazione personale bilancio non consolidato 2016 di *F.C. Internazionale Milano S.p.A.*]

Il totale di W è di 220,240 milioni di € a seguito di questa complessa operazione straordinaria, con un totale del debito stimato al 30/06/2016 di 290,549 milioni di €. L'*economic value* è stimato in 510,789 milioni di €.

3.3) A.S. ROMA

A.S. Roma S.p.A. è una delle due società della capitale italiana, quotata presso la borsa valori di Milano. Tra tutte queste società, è stata la prima ad aver cambiato assetto societario, trasferendo la proprietà a soci non italiani. È stata acquisita il 15 aprile 2011 da una cordata formata da *Di Benedetto AS Roma LLC* e *Unicredit S.p.A.* che hanno acquisito il pacchetto di controllo di *Roma 2000*, società appartenente al gruppo *Compagnia Italtroli, Holding* della società capitolina. Da come si evince dal bilancio

2011, è stata promossa un'offerta pubblica d'acquisto⁷⁰, con l'impegno di pagare per cassa un prezzo di 0,6781€ ogni azione diversa da quelle costituenti la partecipazione di maggioranza, per un controvalore massimo di 29,570 mln di €. I capitali necessari per finanziare quest'operazione sono stati apportati pro quota dai soci della Holding. La Holding è partecipata al 60% da *Di Benedetto AS Roma LLC* e al 40% da *Unicredit S.p.A.*

Il valore totale dell'acquisizione è stato di 60,3 mln di € per il 67,097% del capitale sociale di *A.S. Roma*, di 6 mln di € per il 100% di *A.S. Roma Real Estate s.r.l.* e 4 mln di € per il 100% di *Brand Management*, società di gestione del marchio e diritti televisivi⁷¹.

[Tabella 3.10: tabella riassuntiva post operazione straordinaria]

% DI PARTECIPAZIONE	67,097%	100%
A.S. ROMA	60,3	89,87
A.S. ROMA REAL ESTATE		6,00
BRAND MANAGEMENT		4,00
TOTALE W PAGATO	60,3	99,87
DEBITO AL 30/06/2010		130,63
ECONOMIC VALUE		230,50

[Fonte: bilancio consolidato 2011 di *A.S. Roma S.p.A.*]

3.4) CAGLIARI S.P.A.

Nel 2014, *Cagliari S.p.A.* ha cambiato il suo assetto proprietario dopo che la *Famiglia Cellino* ha alienato la sua partecipazione alla società *Fluorid Group s.r.l.* Infatti, come riportato nella nota integrativa del bilancio non consolidato 2014 di *Cagliari S.p.A.* (con

⁷⁰OPA: Offerta pubblica d'acquisto come disciplinato dall'Art. 106 d.lgs. 58/98

⁷¹ Confermato pure dalla nota integrativa collegata al bilancio di *Compagnia Italtroli S.p.A.*

un'operazione di *Merger Leverage Buyout*⁷²): il 10 giugno 2014 *Fluorid Group s.r.l.* ha costituito una società veicolo (chiamata *Casteddu S.r.l.*) la quale ha acquistato *Cagliari S.p.A.* Sempre con quanto riportato in nota integrativa, nel 2015 la società *Casteddu s.r.l.* si è fusa con la *Fluorid Group s.r.l.* Il costo sostenuto da *Casteddu S.r.l.* per l'acquisizione è di 48 milioni di € per l'acquisto della partecipazione totalitaria, stimando una posizione debitoria di 64,799 mln di €. Il valore totale dell'*economic value* è di 112,799 mln di €.

CONCLUSIONE

I valori di W sono inferiori rispetto all'*economic value* e, la maggior forma di finanziamento che hanno queste società è tramite l'indebitamento verso terzi. Studiando i bilanci, ho potuto notare che per calcolare il capitale economico di *A.C. Milan S.p.A.*, non era possibile utilizzare il metodo *DCF* poiché i flussi di cassa residuali sono negativi⁷³. A mio avviso “il suo risultato ottenuto è sproporzionato rispetto al valore delle altre squadre presenti in questo capitolo”. È l'unico caso dove W è maggiore rispetto al valore del debito.

Per quanto riguarda *F.C. Internazionale S.p.A.*, tra le due operazioni, il valore economico è diminuito, ma è aumentato quello di W. È diminuito il capitale economico giacché il valore stesso degli *assets* è calato, poiché la squadra non ha raggiunto successi in ambito sportivo e non sono stati fatti dovuti investimenti. L'esposizione debitoria è diminuita e, allineando le politiche societarie a quanto richiesto da CoViSoc

⁷² *Merger Leverage Buyout: Mlbo* ovvero classica operazione di *leverage buyout* ma che si conclude con una fusione tra la società *raider* (ovvero la società che effettua l'acquisizione) e il soggetto *target* (l'obiettivo su cui si basa l'acquisizione).

⁷³ Fonte: rendiconto finanziario 2016 presente nel bilancio consolidato 2016 di *A.C. Milan S.p.A.*

e UEFA. W è aumentato, dovuto principalmente al miglioramento della situazione economica/finanziaria.

Si può notare come queste pratiche aziendalistiche finalizzate per cambiare l'assetto proprietario e utilizzate prevalentemente per aziende che operano in *business* "convenzionali", si possano adattare a queste particolari società.

CAPITOLO QUATTRO: I CALCOLI PROPOSTI DA KPMG

L'obiettivo di questo capitolo è individuare, attraverso il metodo proposto dalla società di consulenza KPMG, quanto i parametri proposti incidano sulla valutazione dell'*Enterprise Value*

Come già spiegato nel capitolo 2, i cinque parametri sono:

- Quanto incidono sulla valutazione i ricavi da *broadcast* e gli incassi da ingresso allo stadio;
- Il valore della rosa di giocatori nella corrente stagione, utilizzando le quotazioni proposte dal sito *www.Transfertmarkt.de*;
- L'incidenza dei costi del personale tesserato sui ricavi prendendo la media della stagione sportiva attuale e quella precedente;
- Il numero di *followers* che la società ha nei *social media* (*Facebook, Twitter e Instagram*);
- Se la società possiede lo stadio di proprietà tra le proprie attività.

4.1) LA RACCOLTA DEI DATI E L'ANALISI STATISTICA

KPMG pubblica una classifica formata da 32 società degli 8 maggiori campionati di calcio europei. La nazione con più squadre presenti nel 2017 (che raccoglie le basi informative contabili ed extra-contabili della stagione 2015/16) è l'Inghilterra con otto (presenti soprattutto nella parte alta della classifica), seguita da Spagna e Italia con sei. Qui di seguito la lista completa presente per l'anno 2017:

[Tabella 4.1: la classifica dell'EV delle 32 squadre stilata da *FORBES*]

CLUBS in mln di €	TOP POINT	MID POINT	BOTTOM POINT
MAN UTD	3186	3095	3004
REAL MADRID	3057	2976	2895
BARCELONA	2943	2765	2668
BAYERN MNC	2523	2445	2367
MAN CITY	2049	1979	1909
ARSENAL	2029	1956	1882
CHELSEA	1674	1599	1524
LIVERPOOL	1400	1330	1260
JUVENTUS	1277	1218	1158
TOTTENHAM	1044	1011	978
PSG	1049	998	948
BORUSSIA DTM	1025	971	917
ATLETICO DE MADRID	815	793	771
SCHALKE 03	719	691	663
MILAN	590	547	504
LEICESTER	482	462	442
EVERTON	483	457	431
ROMA	473	453	433
INTER	451	429	407
NAPOLI	431	409	388
GALATASARAY	398	377	357
FENERBAHÇE	368	349	330
BENFICA	353	340	326
LIONE	334	317	301
ATHLETIC BILBAO	315	300	285
AJAX	290	274	258
SEVILLA	273	261	249
VALENCIA	246	235	225
LAZIO	240	227	215
BESIKTAS	231	219	207
PSV	220	210	201
O.M.	196	187	179

[Fonte: Rielaborazione personale tratto da KPMG Football Club valuation 2017]

Il risultato di KPMG è un *range* di valori: dal minimo chiamato “*BOTTOM POINT*” al massimo chiamato “*TOP POINT*”. Il valore intermedio è chiamato “*MID POINT*”.

Per ricercare quanto incide ogni singolo peso sulla valutazione del capitale economico fatta da KPMG, ho selezionato 18 squadre e ho provveduto a raggrupparle per singole

categorie. Le 18 selezionate sono: *Manchester United, Real Madrid, Barcellona, Bayern Munchen, Manchester City, Benfica, Ajax, Lazio, Borussia Dortmund 09, Roma, Chelsea, Liverpool, Tottenham, Everton, Leicester, Inter, Milan, Napoli*. Queste squadre sono state raggruppate in:

- club della *Seria A italiana*;
- club della *Premier League inglese*;
- club quotate nel mercato azionario di borsa valori;
- le prime cinque squadre di questa classifica.

Per quanto riguarda la ricerca dei dati: 3 dei 5 parametri sono dati contabili ottenuti dai bilanci dei club di calcio, il parametro “popolarità” è un dato extra-contabile, ottenuto dopo la ricerca del numero di *followers* tra le pagine ufficiali gestite dalle società nei *social networks*⁷⁴. Il valore di mercato della rosa è recuperato dal sito tedesco *www.transfertmarkt.de* (come indicato nel loro report).

La profittabilità è il primo parametro considerato e si basa su un *ratio* che calcola l’incidenza dei costi degli stipendi dello staff sportivo⁷⁵ sui ricavi netti⁷⁶. Per calcolare questo *ratio*, è necessario fare il rapporto tra il valore assoluto del costo del personale strettamente legato al mondo sportivo e dei ricavi netti per la stagione 2015/16 e 2014/15. Dai risultati ottenuti, si esegue una media aritmetica. Se la media aritmetica di questi due risultati tende a uno, minore è la marginalità del club.

La popolarità è il secondo parametro considerato e si basa sulla ricerca del numero di *followers* presenti sulle pagine ufficiali di *Facebook, Twitter e Instagram* delle società.

⁷⁴ *Facebook, Twitter e Instagram*

⁷⁵ Tra allenatori, diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, tecnici e tutti quei costi del personale che girano attorno al mondo sportivo, i quali rappresentano la maggior uscita finanziaria per i club di calcio.

⁷⁶ Per ricavi netti si intende il valore della produzione al netto delle plusvalenze conseguite dalla cessione delle immobilizzazioni (tra cui i diritti alla prestazione sportiva).

Il successo sportivo della squadra è direttamente correlato al numero di *followers*: più la squadra ottiene risultati sportivi positivi ed è attiva sui *social networks*, più incrementa la risonanza e il numero di tifosi. L'incremento della fama porta a:

- Un aumento delle presenze allo stadio (abbonamenti e ricavi da biglietti);
- Una maggior vendita del merchandising della società
- Sottoscrivere contratti di sponsorizzazioni più redditizi poiché la società è in grado di raggiungere un più ampio pubblico.

Il potenziale sportivo è il terzo parametro preso in considerazione: il dato è ricavato dal sito *www.transfertmarkt.de* dove è presente la quotazione di mercato dei diritti alle prestazioni sportive di tutti club europei per stagione sportiva. In questo caso, è stato utilizzato il valore di mercato della stagione 2016/17 (dato disponibile al termine della sessione estiva del "Calciomercato"⁷⁷).

Il *broadcasting* (diritti televisivi) è il quarto parametro preso in considerazione: il dato sui ricavi da diritti televisivi è disponibile dai bilanci societari, diviso per competizione. In quest'analisi è utilizzato il dato 2015/16.

L'ultimo parametro indicato nel documento è lo stadio di proprietà e prende in considerazione il ricavo generato dalla biglietteria. Possiamo indicare che, nella lista delle 32 società presenti, a parte le italiane (ad esclusione della Juventus), tutti i club presenti hanno lo stadio di proprietà.

Per i bilanci delle società calcistiche italiane ed estere, ho utilizzato le banche dati AIDA e ORBIS.

⁷⁷ Periodo dell'anno in cui le federazioni permettono alle società il trasferimento dei diritti alle prestazioni sportive degli atleti.

Delle 32 società presenti, ho scelto 18 squadre (poiché i bilanci 2014/15 e 2015/16 erano disponibili all'interno delle banche dati) e le ho raggruppate per le seguenti categorie:

- *Benfica, Borussia Dortmund, Lazio, Roma e Ajax* sono cinque società quotate nei propri rispettivi mercati azionari;
- *Lazio, Roma, Inter, Milan e Napoli* sono cinque società che partecipano nel campionato italiano che non hanno lo stadio di proprietà;
- *Everton, Leicester, Tottenham, Chelsea e Liverpool* sono un campione di cinque società che partecipano alla *Premier League inglese* e che hanno lo stadio di proprietà;
- *Real Madrid, Manchester City, Manchester United, Barcellona e Bayern Munchen* sono le prime cinque società con il maggior *economic value* presente in questa classifica.

[Tabella 4.2: i dati complessivi dei 18 *clubs di football*]

KPMG (€)	REVENUE 2015/16	REVEUE 2014/15	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST/REVENUE 2014/15	MEDIA STAFF COST/REVENUE (X)	VALORE DELLA ROSA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAYS 2016/17 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
INTER	182,600	164,800	0,585	0,612	0,599	352,150	79,016	28,560	12,569
MILAN	220,269	209,075	0,658	0,712	0,685	226,280	87,912	25,472	35,910
NAPOLI	143,167	125,824	0,562	0,622	0,592	310,850	92,697	15,348	6,206
ROMA	219,400	180,600	0,646	0,695	0,671	319,580	133,459	52,138	12,042
LAZIO	91,800	110,400	0,618	0,533	0,575	170,630	67,878	7,531	1,585
LEICESTER	151,185	122,669	0,624	0,550	0,587	175,000	126,400	15,400	45,101
EVERTON	162,300	164,700	0,608	0,553	0,580	284,350	110,200	23,500	5,242
CHELSEA	386,578	369,153	0,676	0,686	0,681	513,633	167,885	81,838	70,951
LIVERPOOL	354,445	349,961	0,690	0,557	0,624	335,569	145,220	73,351	46,446
TOTTENHAM	246,390	230,659	0,477	0,513	0,495	328,204	129,619	47,901	14,865
BENFICA	126,075	101,974	0,487	0,585	0,536	195,050	68,460	27,267	5,667
AJAX	93,422	105,412	0,502	0,426	0,464	114,450	22,440	22,476	4,102
BVB 09	281,261	263,601	0,499	0,447	0,473	321,050	82,564	46,768	23,544
MAN UTD	605,310	464,165	0,451	0,513	0,482	533,250	164,910	125,209	113,124
REAL MADRID	619,710	575,000	0,495	0,503	0,499	743,100	167,577	239,769	194,477
BARCELONA	616,100	560,697	0,603	0,658	0,631	787,200	168,142	128,583	187,937
BAYERN MNC	592,000	474,000	0,440	0,480	0,460	595,400	136,200	113,200	49,430
MAN CITY	460,167	413,187	0,505	0,551	0,528	621,400	159,068	61,692	45,101

[Fonte: Rielaborazione personale tratto dai bilanci delle società, *transfermarkt.de* e indagini *social network*]

Incrociando i dati della tabella 5.1 e 5.2, ho eseguito una regressione multipla con l'obiettivo di determinare la bontà dei dati utilizzati. Per eseguire la regressione multipla, è necessario individuare le variabili indipendenti e la variabile dipendente. Nel nostro caso, le variabili indipendenti sono i parametri proposti da KPMG e la variabile dipendente è l'“*economic value 2017*”. Ho eseguito tre analisi (chiamate: *TOP – MID – BOTTOM*) perché ho mantenuto costante i valori delle variabili indipendenti e ho variato i valori della variabile dipendente (utilizzando i *range* di valore stimato).

Analisi TOP

Inizio l'analisi con il valore massimo stimato da KPMG:

[Tabella 4.3: i dati per l'analisi TOP]

SQUADRE	MEDIA STAFF COST/REVENUE	VALORE DELLA ROSA 2016/17*	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16*	MATCHDAYS 2015/16*	NUMERO DI FANS**	Economic Value 2017*
INTER	0,59857	352,150	79,016	28,560	12,569	451
MILAN	0,68524	226,280	87,912	25,472	35,910	590
NAPOLI	0,59194	310,850	92,697	15,348	6,206	431
LEICESTER	0,58712	175,000	126,400	15,400	45,101	482
EVERTON	0,58036	284,350	110,200	23,500	5,242	483
CHELSEA	0,68095	513,633	167,885	81,838	70,951	1674
LIVERPOOL	0,62378	335,569	145,220	73,351	46,446	1400
TOTTENHAM	0,49519	328,204	129,619	47,901	14,865	1044
BENFICA	0,53599	195,050	68,460	27,267	5,667	353
AJAX	0,46407	114,450	22,440	22,476	4,102	290
LAZIO	0,57512	170,630	67,878	7,531	1,585	240
BVB 09	0,47296	321,050	82,564	46,768	23,544	1025
ROMA	0,67061	319,580	133,459	52,138	12,042	473
MAN UTD	0,48158	533,250	164,910	125,209	113,124	3186
REAL MADRID	0,49912	743,100	167,577	239,769	194,477	3057
BARCELONA	0,63076	787,200	168,142	128,583	187,937	2843
BAYERN MNC	0,45962	595,400	136,200	113,200	49,430	2523
MAN CITY	0,52796	621,400	159,068	61,692	45,101	2049
*valori in mln di €			**valore in mln di follower			

[Fonte: elaborazione personale]

Questi dati, nel loro complesso, formano questi risultati descrittivi⁷⁸:

[Tabella 4.4: l'analisi descrittiva TOP]

MEDIA STAFF COST/REVENUE		VALORE DELLA ROSA 2016/17		DIRITTI TELEVISIVI 2015/16		MATCHDAYS 2015/16		NUMERO DI FANS		Economic Value 2017	
Media	0,564495437	Media	384,8414746	Media	117,2025771	Media	63,11135094	Media	48,57216667	Media	1255,222222
Errore standard	0,017864924	Errore standard	47,27713189	Errore standard	10,11905523	Errore standard	13,73160679	Errore standard	13,96308334	Errore standard	245,066905
Mediana	0,577737872	Mediana	324,6271809	Mediana	128,0094175	Mediana	47,33471917	Mediana	29,727	Mediana	807,5
Deviazione standard	0,075794454	Deviazione standard	200,5798833	Deviazione standard	42,99151543	Deviazione standard	58,25827365	Deviazione standard	59,24034548	Deviazione standard	1039,730822
Varianza campionaria	0,005744799	Varianza campionaria	40232,28959	Varianza campionaria	1843,115017	Varianza campionaria	3394,026449	Varianza campionaria	3509,418533	Varianza campionaria	1081040,183
Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.5: Tabella analisi TOP dei coefficienti di correlazione]

⁷⁸ Statistica descrittiva: studia i criteri di rilevazione, classificazione e sintesi dei dati raccolti da una popolazione o da un campione. [Cit. Introduzione alla statistica, Sheldon M. Ross, Apogeo, pag.14]

	MEDIA STAFF COST/REVENUE	VALORE DELLA ROSA 2016/17	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16	MATCHDAYS 2015/16	NUMERO DI FANS	Economic Value 2017
MEDIA STAFF COST/REVENUE	1					
VALORE DELLA ROSA 2016/17	-0,089829455	1				
DIRITTI TELEVISIVI 2015/16	0,165802308	0,799497956	1			
MATCHDAYS 2015/16	-0,234670611	0,845229914	0,68896133	1		
NUMERO DI FANS	-0,024666177	0,83067446	0,694039587	0,890704737	1	
Economic Value 2017	-0,278270972	0,911740063	0,781723908	0,89058424	0,855157266	1

[Fonte: elaborazione personale]

Questa tabella indica la correlazione singola che esiste tra tutti parametri proposti da KPMG. Soffermandomi nell'ultima riga di questa tabella dove è rappresentata la correlazione tra i cinque parametri proposti da KPMG e l'*Economic Value 2017* stimato, si può evidenziare che la correlazione tra l'*economic value* e la media dello *staff cost/revenue* è negativa (inversamente proporzionale), mentre con gli altri quattro parametri la correlazione è positiva (direttamente proporzionale).

Continuando con la regressione multipla sempre su questi dati, si ottengono questi risultati:

[Tabella 4.6: statistica di regressione multipla analisi TOP]

<i>Statistica della regressione</i>	
R multiplo	0,968080436
R al quadrato	0,937179731
R al quadrato corretto	0,911004619
Errore standard	310,173473
Osservazioni	18

[Fonte: elaborazione personale]

Con questa tabella, è stato calcolato R^2 corretto definito come coefficiente di determinazione⁷⁹ nelle regressioni multiple. È la proporzione tra la variabilità dei dati e

⁷⁹ $\overline{R^2} = 1 - (1 - R^2) \times \frac{n-1}{n-k-1}$ dove:

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS} = 1 - \frac{RSS}{TSS};$$

la correttezza del modello statistico i cui valori sono compresi tra 0 e 1. Se il modello tende a 0, i dati non spiegano nulla mentre se tende a 1, il modello spiega perfettamente i dati. Questo valore di $\overline{R^2}$ significa che i regressori predicono bene il valore della nostra variabile dipendente del campione.

[Tabella 4.7: Riepilogo dei dati regressione multipla, analisi TOP]

	Coefficienti	Errore standard	Stat t	Valore di significatività	Inferiore 95%	Superiore 95%	Inferiore 95,0%	Superiore 95,0%
Intercetta	1517,92748	697,0415125	2,177671563	0,050102272	-0,795510505	3036,65047	-0,795510505	3036,65047
MEDIA STAFF COST/REVENUE	-3785,004437	1250,337208	-3,027186917	0,010521449	-6509,255187	-1060,753687	-6509,255187	-1060,753687
VALORE DELLA ROSA 2016/17	1,823108511	0,882912307	2,06488062	0,06124013	-0,10059215	3,746809172	-0,10059215	3,746809172
DIRITTI TELEVISIVI 2015/16	7,299084148	3,24785294	2,247356725	0,044207291	0,222620492	14,3755478	0,222620492	14,3755478
MATCHDAYS 2015/16	1,021010101	3,591508439	0,284284478	0,781038393	-6,804214565	8,846234767	-6,804214565	8,846234767
NUMERO DI FANS	5,19630739	3,200204609	1,623742237	0,130390287	-1,776339469	12,16895425	-1,776339469	12,16895425

[Fonte: elaborazione personale]

La funzione di regressione multipla è:

$$\overline{EV} = 1517,92748 - 3785,004437x + 1,823108511y + 7,299084148t + 1,021010101v + 5,19630739z^{80}$$

Le 18 squadre utilizzate per l'analisi TOP ha dato i seguenti risultati: il valore di R^2 corretto è di 0,911 e, poiché il dato tende a 1, per definizione significa che i dati utilizzati sono buoni.

ESS = devianza spiegata dal modello;
TSS = devianza totale;
RSS = devianza residua;
n = numero delle osservazioni;
k = numero di regressori.
⁸⁰ Con questa funzione definisco:
x = parametro *media staff cost/revenue*
y = parametro *valore della rosa*
t = *diritti televisivi*
v = *matchdays*
z = numero di *followers*.

La correlazione tra “*economic value 2017*” il parametro “*media staff cost/revenue*” è di -0,2783 ciò significa che la relazione tra la variabile indipendente “*media staff cost/revenue*” e la variabile dipendente “*economic value 2017*” è inversamente proporzionale; infatti il coefficiente angolare di x (che rappresenta il parametro “*media staff cost/revenue*”) è negativo (-3785,004). Gli altri parametri hanno una correlazione molto forte con la variabile dipendente (poiché i dati tendono a 1) e sono direttamente proporzionali (i coefficienti angolari nella funzione di regressione multipla sono positivi).

Analisi MID

Per l’analisi *MID*, ho variato il valore della variabile dipendente “*economic value 2017*” (utilizzando i dati *MID*) e ho mantenuto costanti i dati delle variabili indipendenti (i parametri). Ho eseguito il medesimo procedimento adottato per l’analisi *TOP*, ottenendo i seguenti risultati:

[Tabella 4.8: i dati per l’analisi *MID*]

SQUADRE	MEDIA STAFF COST/REVENUE	VALORE DELLA ROSA 2016/17*	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16*	MATCHDAYS 2015/16*	NUMERO DI FANS**	Economic value 2017*
INTER	0,59857	352,150	79,016	28,560	12,569	429
MILAN	0,68524	226,280	87,912	25,472	35,910	547
NAPOLI	0,59194	310,850	92,697	15,348	6,206	409
LEICESTER	0,58712	175,000	126,400	15,400	45,101	462
EVERTON	0,58036	284,350	110,200	23,500	5,242	457
CHELSEA	0,68095	513,633	167,885	81,838	70,951	1599
LIVERPOOL	0,62378	335,569	145,220	73,351	46,446	1330
TOTTENHAM	0,49519	328,204	129,619	47,901	14,865	1011
BENFICA	0,53599	195,050	68,460	27,267	5,667	340
AJAX	0,46407	114,450	22,440	22,476	4,102	274
LAZIO	0,57512	170,630	67,878	7,531	1,585	227
BVB 09	0,47296	321,050	82,564	46,768	23,544	971
ROMA	0,67061	319,580	133,459	52,138	12,042	453
MAN UTD	0,48158	533,250	164,910	125,209	113,124	3095
REAL MADRID	0,49912	743,100	167,577	239,769	194,477	2976
BARCELONA	0,63076	787,200	168,142	128,583	187,937	2765
BAYERN MNC	0,45962	595,400	136,200	113,200	49,430	2445
MAN CITY	0,52796	621,400	159,068	61,692	45,101	1979
* In mln di €				** In mln di followers		

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.9: Analisi descrittiva *MID*]

MEDIA STAFF COST/REVENUE		VALORE DELLA ROSA 2016/17		DIRITTI TELEVISIVI 2015/16		MATCHDAYS 2015/16		NUMERO DI FANS		Economic value 2017	
Media	0,564495437	Media	384,8414746	Media	117,2025771	Media	63,11135094	Media	48,57216667	Media	1209,388889
Errore standard	0,017864934	Errore standard	47,27713189	Errore standard	10,11905523	Errore standard	13,73160679	Errore standard	13,96308334	Errore standard	238,8630906
Mediana	0,577737872	Mediana	324,6271809	Mediana	128,0094175	Mediana	47,33471917	Mediana	29,727	Mediana	759
Deviazione standard	0,075794454	Deviazione standard	200,5798833	Deviazione standard	42,93151543	Deviazione standard	58,25827365	Deviazione standard	59,24034548	Deviazione standard	1013,410267
Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.10: Tabella analisi *MID* dei coefficienti di correlazione]

	MEDIA STAFF COST/REVENUE	VALORE DELLA ROSA 2016/17	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16	MATCHDAYS 2015/16	NUMERO DI FANS	Economic value 2017
MEDIA STAFF COST/REVENUE	1					
VALORE DELLA ROSA 2016/17	-0,089829455	1				
DIRITTI TELEVISIVI 2015/16	0,165802308	0,799497956	1			
MATCHDAYS 2015/16	-0,234670611	0,845229914	0,68896133	1		
NUMERO DI FANS	-0,024666177	0,83067446	0,694039587	0,890704737	1	
Economic value 2017	-0,281620572	0,912000253	0,780386026	0,891656034	0,85642165	1

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.11, Statistica di regressione multipla *MID*]

Statistica della regressione	
R multiplo	0,969172468
R al quadrato	0,939295272
R al quadrato corretto	0,914001635
Errore standard	297,1874026
Osservazioni	18

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.12: Riepilogo dei dati regressione multipla, analisi *MID*]

	Coefficienti	Errore standard	Stat t	Valore di significatività	Inferiore 95%	Superiore 95%	Inferiore 95,0%	Superiore 95,0%
Intercetta	1498,033266	667,8583909	2,243040271	0,044552439	42,89483551	2953,171696	42,89483551	2953,171696
MEDIA STAFF COST/REVENUE	-3736,204768	1197,989188	-3,118729956	0,008875731	-6346,398981	-1126,010555	-6346,398981	-1126,010555
VALORE DELLA ROSA 2016/17	1,77330497	0,84594731	2,096235722	0,057930787	-0,069855882	3,616465822	-0,069855882	3,616465822
DIRITTI TELEVISIVI 2015/16	7,058778852	3,111874687	2,268336473	0,042565648	0,27858636	13,83897134	0,27858636	13,83897134
MATCHDAYS 2015/16	0,948048041	3,441142319	0,275503874	0,787615826	-6,549556993	8,445653075	-6,549556993	8,445653075
NUMERO DI FANS	5,164381536	3,066221254	1,684282088	0,117936377	-1,51634067	11,84510374	-1,51634067	11,84510374

[Fonte: elaborazione personale]

La funzione di regressione multipla sarà:

$$EV = 1498,033266 - 3736,204768x + 1,77330497y + 7,05877885t \\ + 0,948048041v + 5,16381536z$$

Al termine dell'analisi *MID*, possiamo concludere che al diminuire del valore della variabile dipendente, R^2 corretto aumenta (0,914), ciò significa che i regressori utilizzati nel modello predicono ancor meglio il valore della variabile dipendente. Anche per quest'analisi, il tipo di correlazione che esiste tra la *media staff cost/revenue* e la variabile dipendente è negativa. Al diminuire del valore dell'*economic value 2017*, il coefficiente angolare di x aumenta (passando da -3785,004 a -3736,205).

Analisi BOTTOM

L'ultima analisi che ci rimane da eseguire è la "*BOTTOM*": ho mantenuto costante le variabili indipendenti e ho variato la variabile dipendente (utilizzando il valore dell'*economic value 2017 "Bottom"*), ottenendo i seguenti risultati:

[Tabella 4.13: i dati per l'analisi *BOTTOM*]

SQUADRE	MEDIA STAFF COST/REVENUE	VALORE DELLA ROSA 2016/17*	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16*	MATCHDAYS 2015/16*	NUMERO DI FANS**	Economic value 2017*
INTER	0,59857	352,150	79,016	28,560	12,569	407
MILAN	0,68524	226,280	87,912	25,472	35,910	504
NAPOLI	0,59194	310,850	92,697	15,348	6,206	388
LEICESTER	0,58712	175,000	126,400	15,400	45,101	442
EVERTON	0,58036	284,350	110,200	23,500	5,242	431
CHELSEA	0,68095	513,633	167,885	81,838	70,951	1524
LIVERPOOL	0,62378	335,569	145,220	73,351	46,446	1260
TOTTHENAM	0,49519	328,204	129,619	47,901	14,865	978
BENFICA	0,53599	195,050	68,460	27,267	5,667	326
AJAX	0,46407	114,450	22,440	22,476	4,102	258
LAZIO	0,57512	170,630	67,878	7,531	1,585	215
BVB 09	0,47296	321,050	82,564	46,768	23,544	917
ROMA	0,67061	319,580	133,459	52,138	12,042	433
MAN UTD	0,48158	533,250	164,910	125,209	113,124	3004
REAL MADRID	0,49912	743,100	167,577	239,769	194,477	2895
BARCELONA	0,63076	787,200	168,142	128,583	187,937	2688
BAYERN MNC	0,45962	595,400	136,200	113,200	49,430	2367
MAN CITY	0,52796	621,400	159,068	61,692	45,101	1909
* In mln di €				** In mln di followers		

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.14: Analisi descrittiva *BOTTOM*]

MEDIA STAFF COST/REVENUE		VALORE DELLA ROSA 2016/17		DIRITTI TELEVISIVI 2015/16		MATCHDAYS 2015/16		NUMERO DI FANS		Economic value 2017	
Media	0,564495437	Media	384,8414746	Media	117,2025771	Media	63,11135094	Media	48,57217	Media	1163,667
Errore standard	0,017864924	Errore standard	47,27713189	Errore standard	10,11905523	Errore standard	13,73160679	Errore standard	13,96308	Errore standard	232,6926
Mediana	0,577737872	Mediana	324,6271809	Mediana	128,0094175	Mediana	47,33471917	Mediana	29,727	Mediana	710,5
Deviazione standard	0,075794454	Deviazione standard	200,5798833	Deviazione standard	42,93151543	Deviazione standard	58,25827365	Deviazione standard	59,24035	Deviazione standard	987,2311
Varianza campionaria	0,005744799	Varianza campionaria	40232,28959	Varianza campionaria	1843,115017	Varianza campionaria	3394,026449	Varianza campionaria	3509,419	Varianza campionaria	974625,3
Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18	Conteggio	18

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.15: Tabella analisi *BOTTOM* dei coefficienti di correlazione]

	MEDIA STAFF COST/REVENUE	VALORE DELLA ROSA 2016/17	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16	MATCHDAYS 2015/16	NUMERO DI FANS	Economic value 2017
MEDIA STAFF COST/REVENUE	1					
VALORE DELLA ROSA 2016/17	-0,089829455	1				
DIRITTI TELEVISIVI 2015/16	0,165802308	0,799497956	1			
MATCHDAYS 2015/16	-0,234670611	0,845229914	0,68896133	1		
NUMERO DI FANS	-0,024666177	0,83067446	0,694039587	0,890704737	1	
Economic value 2017	-0,285003536	0,912233932	0,778901092	0,892655028	0,857724052	1

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.16: statistiche di regressione multipla *BOTTOM*]

<i>Statistica della regressione</i>	
R multiplo	0,970246481
R al quadrato	0,941378233
R al quadrato corretto	0,916952497
Errore standard	284,4999069
Osservazioni	18

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.17: Riepilogo dei dati regressione multipla, analisi *BOTTOM*]

	Coefficienti	Errore standard	Stat t	Valore di significatività	Inferiore 95%	Superiore 95%	Inferiore 95,0%	Superiore 95,0%
Intercetta	1477,842775	639,3462455	2,311490503	0,039368742	84,82697244	2870,858577	84,82697244	2870,858577
MEDIA STAFF COST/REVENUE	-3686,656655	1146,84475	-3,214608301	0,00742842	-6185,41671	-1187,896599	-6185,41671	-1187,896599
VALORE DELLA ROSA 2016/17	1,725076161	0,80983221	2,130164916	0,054538849	-0,039396647	3,48954897	-0,039396647	3,48954897
DIRITTI TELEVISIVI 2015/16	6,815017482	2,979022836	2,287668762	0,041104466	0,324284308	13,30575066	0,324284308	13,30575066
MATCHDAYS 2015/16	0,867200402	3,294233407	0,263248014	0,796825095	-6,310317609	8,044718412	-6,310317609	8,044718412
NUMERO DI FANS	5,138253312	2,935318435	1,750492639	0,105531714	-1,257256153	11,53376278	-1,257256153	11,53376278

[Fonte: elaborazione personale]

in questo caso, la funzione di regressione che si viene a creare sarà:

$$EV = 1477,842775 - 3686,656655x + 1,725076161y + 6,815017482t + 0,867200402v + 5,138253312z.$$

Al diminuire dell'*economic value 2017*, il valore di R² corretto aumenta (0,9169).

Dopo aver definito le tre funzioni di regressione multipla per i tre “*economic value*” dati dal modello (*TOP – MID – BOTTOM*), ho utilizzato i valori di x, y, t, v, z di ogni singola società calcistica del campione e ho calcolato per i coefficienti delle relative funzioni trovate. Il risultato è espresso nella tabella 4.18.

[Tabella 4.18: risultati derivanti dal moltiplicare le variabili dipendenti con i coefficienti delle funzioni di regressione multipla]

SQUADRE	TOP				MID				BOTTOM			
	Economic Value 2017	EV funzione regressione multipla	% Variazione	Superiore Inferiore	Economic value 2017	EV funzione regressione multipla	% Variazione	Superiore Inferiore	Economic value 2017	EV funzione regressione multipla	% Variazione	Superiore Inferiore
LAZIO	240	164	31,85%	Superiore	227	146	35,54%	Superiore	215	129	39,91%	Superiore
AJAX	290	178	38,57%	Superiore	274	168	38,68%	Superiore	258	158	38,79%	Superiore
MILAN	590	191	67,61%	Superiore	547	169	69,05%	Superiore	504	148	70,70%	Superiore
BENFICA	353	402	-13,82%	Inferiore	340	380	-11,68%	Inferiore	326	358	-9,70%	Inferiore
INTER	451	566	-25,40%	Inferiore	429	536	-24,91%	Inferiore	407	506	-24,43%	Inferiore
NAPOLI	431	569	-31,94%	Inferiore	409	539	-31,68%	Inferiore	388	509	-31,12%	Inferiore
ROMA	473	652	-37,89%	Inferiore	453	613	-35,30%	Inferiore	433	573	-32,44%	Inferiore
EVERTON	483	695	-43,95%	Inferiore	457	661	-44,67%	Inferiore	431	627	-45,50%	Inferiore
LEICESTER	482	787	-63,36%	Inferiore	462	755	-63,31%	Inferiore	442	722	-63,29%	Inferiore
BVB 09	1.025	1.086	-5,93%	Inferiore	971	1.049	-8,04%	Inferiore	917	1.012	-10,39%	Inferiore
LIVERPOOL	1.400	1.145	18,22%	Superiore	1.330	1.097	17,52%	Superiore	1.260	1.049	16,75%	Superiore
TOTTENHAM	1.044	1.314	-25,89%	Inferiore	1.011	1.267	-25,33%	Inferiore	978	1.220	-24,71%	Inferiore
CHELSEA	1.674	1.555	7,13%	Superiore	1.599	1.494	6,58%	Superiore	1.524	1.433	5,96%	Superiore
MAN CITY	2.049	2.111	-3,02%	Inferiore	1.979	2.042	-3,16%	Inferiore	1.909	1.973	-3,34%	Inferiore
BAYERN MNC	2.523	2.230	11,60%	Superiore	2.445	2.161	11,63%	Superiore	2.367	2.091	11,67%	Superiore
MAN UTD	3.186	2.587	18,81%	Superiore	3.095	2.511	18,86%	Superiore	3.004	2.436	18,91%	Superiore
BARCELONA	2.843	2.901	-2,03%	Inferiore	2.765	2.817	-1,87%	Inferiore	2.688	2.733	-1,69%	Inferiore
REAL MADRID	3.057	3.462	-13,25%	Inferiore	2.976	3.366	-13,09%	Inferiore	2.895	3.269	-12,92%	Inferiore

[Fonte: elaborazione personale]

Possiamo notare che all’interno del *range [Top – Bottom]*, sette società hanno una valutazione di KPMG maggiore rispetto a quello derivante dalla funzione di regressione lineare ed 11 inferiore.

Le stime proposte dalla società di revisione rispetto ai risultati ottenuti dalle funzioni di regressione sono molto variabili, con picchi di valori superiore di oltre il 67%⁸¹ di *A. C.*

⁸¹ $\Delta \% = \frac{(EV\ 2017 - EV\ FUNZIONE\ DI\ REGRESSIONE)}{EV\ 2017}$

Milan (ciò significa che per i dati raccolti e messi in relazione, il valore che loro stimano è sopravvalutato). KPMG sopravvaluta il *Man Utd* (che per KPMG è la squadra con maggior valore al mondo) e sottovaluta *Real Madrid* che è la seconda in classifica KPMG (squadra che ha raggiunto, in questi ultimi anni, i massimi successi sportivi).

Se dovessimo stilare una classifica delle squadre con maggior *economic value*, utilizzando la funzione di regressione, *Real Madrid* sarebbe in testa, seguita dal *Barcellona* e *Man Utd*. In coda, A.C. Milan sarebbe terzultima (da metà classifica che KPMG lo colloca). *Barcellona* e *Man City* sono le uniche squadre in linea con la valutazione stimata dalla funzione di regressione multipla e da KPMG poiché rimangono all'interno di un intervallo di variazione tra $\pm 5\%$.

Conclusione

Possiamo concludere che se teniamo costanti le variabili dipendenti, al diminuire del valore della variabile dipendente (l'*economic value*), R^2 corretto cresce, e quindi l'affidabilità dei regressori per la variabile dipendente aumenta. Si può dedurre che, se la valutazione di queste società è fatta in modo più prudente, l'attendibilità del modello aumenta. I dati ricercati dai bilanci di esercizio sono buoni ed utilizzabili per ricercare il peso che KPMG dà ad ogni parametro per la stima del suo capitale economico.

4.2) IL METODO

Dopo aver realizzato quest'analisi, ho suddiviso le diciotto squadre in quattro sottocategorie formate da cinque società, in modo tale da riuscire a formare un sistema, sintetizzabile nella seguente struttura:

$$\begin{cases} EV_1 = \alpha x_1 + \beta y_1 + \gamma t_1 + \delta v_1 + \varepsilon z_1 \\ EV_2 = \alpha x_2 + \beta y_2 + \gamma t_2 + \delta v_2 + \varepsilon z_2 \\ EV_3 = \alpha x_3 + \beta y_3 + \gamma t_3 + \delta v_3 + \varepsilon z_3 \\ EV_4 = \alpha x_4 + \beta y_4 + \gamma t_4 + \delta v_4 + \varepsilon z_4 \\ EV_5 = \alpha x_5 + \beta y_5 + \gamma t_5 + \delta v_5 + \varepsilon z_5 \end{cases} \quad [1.1]$$

Le 5 società di Serie A

La prima categoria selezionata è quella delle società di calcio italiane che non hanno, tra le proprie attività di stato patrimoniale, lo stadio di proprietà.

In questa lista, ci sono: *F. C. Internazionale, A.C. Milan, S.S. Napoli, A.S. Roma e S.S. Lazio*. I dati per questa sottocategoria sono i seguenti:

[Tabella 4.18: Valutazioni *TOP*]

KPMG (€)	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST/REVENUE 2014/15	MEDIA STAFF COST/REVENUE (X)	VALORE DELLA SQUADRA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAYS 2016/17 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
TOP INTER	182,60	164,80	451	0,58	0,61	0,59857	352,15	79,016	28,56	12,569
TOP MILAN	220,27	209,08	590	0,66	0,71	0,68524	226,28	87,912	25,472	35,91
TOP NAPOLI	143,17	125,82	431	0,56	0,62	0,59194	310,85	92,697	15,348	6,206
TOP ROMA	219,40	180,60	473	0,65	0,69	0,67061	319,58	133,459	52,138	12,042
TOP LAZIO	91,80	110,40	227	0,62	0,53	0,57512	170,63	67,878	7,531	1,585

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.19: Valutazione *MID*]

KPMG (€)	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST/REVENUE 2014/15	MEDIA STAFF COST/REVENUE (X)	VALORE DELLA SQUADRA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAYS 2016/17 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
MID INTER	182,60	164,80	429	0,585	0,612	0,59857	352,15	79,02	28,56	12,569
MID MILAN	220,27	209,08	547	0,658	0,712	0,68524	226,28	87,91	25,47	35,91
MID NAPOLI	143,167	125,824	409	0,562	0,622	0,59194	310,85	92,697	15,348	6,206
MID ROMA	219,40	180,60	453	0,646	0,695	0,67061	319,58	133,46	52,14	12,042
MID LAZIO	91,8	110,4	227	0,618	0,533	0,57512	170,63	67,878	7,531	1,585

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.20: Valutazioni *BOTTOM*]

KPMG (€)	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST/REVENUE 2014/15	MEDIA STAFF COST/REVENUE E (X)	VALORE DELLA SQUADRA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAYS 2016/17 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
BOTTOM INTER	182,600	164,800	407	0,58	0,61	0,59857	352,15	79,02	28,56	12,57
BOTTOM MILAN	220,269	209,075	504	0,66	0,71	0,68524	226,28	87,91	25,47	35,91
BOTTOM NAPOLI	143,167	125,824	388	0,56	0,62	0,59194	310,85	92,70	15,35	6,21
BOTTOM ROMA	219,400	180,600	433	0,65	0,69	0,67061	319,58	133,46	52,14	12,04
BOTTOM LAZIO	91,800	110,400	227	0,62	0,53	0,57512	170,63	67,88	8	1,59

[Fonte: elaborazione personale]

Le variabili indipendenti sono: la media *staff cost/revenue ratio* (X), il valore della rosa della squadra (Y), i diritti televisivi (T), i *matchdays* (V) e il numero di fans (Z) e come variabile dipendente *Value 2016/17*. Ho messo i dati in forma matriciale 5x5 (variabili indipendenti) e ho creato il vettore (Variabile dipendente). Dalla matrice di variabili indipendenti, ho creato la matrice inversa⁸², utilizzando la funzione di *Excel MATR.INVERSA*. In seguito, ho utilizzato la funzione di *Excel MATR.PRODOTTO*, incrociando la matrice inversa appena creata con il vettore delle variabili dipendenti. Il risultato finale è stato quello di ottenere i pesi relativi, come dal sistema [1.1].

L'Inter, nella stagione 2015/16, non ha partecipato a coppe europee e nel proprio stadio locale ha ospitato 22 partite tra campionato e Coppa Italia. Ha terminato la stagione al quarto posto qualificandosi all'*Europa League* della stagione successiva. I ricavi da stadio e da diritti televisivi in questa stagione non sono influenzati dalla partecipazione alle competizioni europee. L'Inter è la squadra che in media, durante le partite in casa

⁸² Una matrice quadrata $A_{n \times n}$ si dice invertibile se esiste un'altra matrice che il prodotto matriciale sia pari alla matrice identità [Cit. Metodi matematici per l'analisi economica e finanziaria, K. Sydsæter, P. Hammond e A. Strøm, pag. 445].

ha il maggior numero di pubblico della Serie A, oltre ad avere un discreto numero di *followers*.

Il *Milan* nella stagione 2015/16 non ha partecipato a coppe europee in quella stagione e ha giocato 21 partite casalinghe, raggiungendo la finale di Coppa Italia e terminando il campionato al settimo posto. Non partecipando a coppe europee, i ricavi da stadio e da diritti televisivi non sono influenzati dagli introiti derivanti dalla partecipazione alle competizioni europee.

Il *Napoli*, nella stagione 2015/16, ha partecipato all'*Europa League* ed è stata eliminata ai sedicesimi di finale mentre in campionato è arrivata seconda. Allo stadio San Paolo di Napoli ha disputato 23 partite di cui quattro di Europa League. I ricavi da stadio e i diritti televisivi sono influenzati dalla partecipazione alle coppe europee, essendo maggiori rispetto alle due milanesi. Il numero di *followers* non è così elevato rispetto alle altre squadre inserite in questa lista.

La *Roma* nella stagione 2015/16 ha partecipato alla *Champions' League* arrivando fino agli ottavi di finale e giocando quattro partite in casa allo stadio Olimpico di Roma mentre in campionato è arrivata terza, giocando 19 partite in casa. Anche in questo caso i ricavi sono influenzati dalle competizioni europee e il numero di *followers* è elevato per una squadra che non raggiunge successi sportivi da molto tempo (l'ultimo campionato vinto è datato stagione 2000/01). Dal canto suo, la società può sfruttare il *brand* Roma, città storica conosciuta in tutto il mondo.

La *Lazio*, nella stagione precedente, si era qualificata per la *Champions' League* ma non ha partecipato perché non ha superato i preliminari giocati ad agosto; partecipando all'*Europa League*, concludendo il suo percorso agli ottavi di finale; in campionato è arrivata ottava. Nel complesso, la Lazio ha giocato 27 partite tra Coppa Italia, Serie A e

competizioni Europee, dunque i proventi dai diritti televisivi sono influenzati dalla partecipazioni a competizioni europee. Purtroppo, come dichiarato dalla società in nota integrativa⁸³: i ricavi da stadio sono calati del 22,27% rispetto all'anno precedente “imputabile principalmente alle contestazioni dei tifosi nei confronti della società”. Nonostante la società partecipi alle coppe europee e quindi possa beneficiare di introiti maggiori rispetto a chi non partecipa, fatti di questo hanno risvolti negativi in fase di valutazione, abbassando sia i ricavi oltre ad una diminuzione di *followers* nei social network.

Il risultato dei pesi per queste cinque società di Serie A sono i seguenti:

[Tabella 4.21: i risultati per le società di Serie A, senza lo stadio di proprietà]

Pesi	MID KPMG	TOP KPMG	BOTTOM KPMG
α (media staff cost/revenue)	-90,29632493	-154,2077924	-31,01445247
β (valore della squadra)	0,781002974	0,867907417	0,69834517
γ (diritti televisivi)	2,239441829	2,590795549	1,922829667
δ (matchdays)	-2,610544998	-3,160085433	-2,120790962
ϵ (numero di fans)	8,403532988	9,802567877	7,023437443

[Fonte: elaborazione personale]

La prima cosa che possiamo notare è la coerenza del risultato: nella valutazione proposta da *KPMG*, la cattiva redditività e lo scarso margine (*EBIT*) generato da queste società di Serie A, rende negativo il parametro α . La relazione tra α e *Value 2017* è inversamente proporzionale.

Per quanto riguarda β (il valore della rosa di giocatori), il risultato è positivo. Queste squadre hanno un elevato costo per il personale tesserato ma un basso valore della

⁸³ Nota integrativa bilancio 2016 società S.S. Lazio S.p.A. alla voce 27.1 Ricavi da gare, pag. 140

squadra e l'incidenza di questo parametro non è così evidente. La relazione in questo caso è direttamente proporzionale, ciò significa che più il valore della rosa è elevato, più cresce l'EV per le società di Serie A.

Per quanto concerne il parametro γ (i diritti televisivi), l'incidenza è positiva perché rappresenta la maggior fonte di ricavo che questi club hanno. Si tratta pur sempre di un fattore positivo e di massima importanza e KPMG lo riconosce come tale. In questo caso la relazione è direttamente proporzionale, dunque al crescere dell'EV, cresce l'importanza di questo parametro.

Per quanto riguarda il fattore δ (*matchdays*), il risultato ottenuto è negativo poiché queste società non hanno lo stadio di proprietà. Il rapporto è inversamente proporzionale perché all'aumentare del capitale economico, il peso per questo il parametro diminuisce.

Per quanto riguarda l'ultimo peso, ossia ϵ (il numero dei tifosi nei *social networks*) è positivo. Secondo i risultati ottenuti, per le società di Serie A è il parametro più importante cui è assegnato maggior importanza. Il rapporto è direttamente proporzionale perché e al crescere dei *followers*, l'*Economic Value* aumenta.

Le 5 società di Premier League Inglese

Le squadre che ho selezionato per questa categoria sono: *Leicester, Everton, Chelsea, Liverpool e Tottenham*. In questo cluster sono presenti due società che non hanno partecipato a competizioni europee (come Milan ed Inter)⁸⁴, una società che ha partecipato alla *Champions' League* (come Roma) e 2 all'*Europa League* (come Napoli e Lazio). I dati sono in Sterline e il cambio EUR/GBP utilizzato è quello proposto dal

⁸⁴ I loro bilanci non sono influenzati da maggiori introiti derivanti dalla partecipazione a competizioni europee

paper di KPMG (1 EUR = 0,85137 GBP). Ho trasformato in Euro la somma totale dei ricavi, dei *matchdays*, *broadcast* e i costi per il personale sportivo. Il valore del capitale economico è espresso in Euro.

[Tabella 4.22, Valutazioni TOP KPMG]

KPMG (€)	MULTIPLIO 2016/17	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST 2014/15	MEDIA STAFF COST (X)	VALORE ROSA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAY S 2015/16 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
TOP LEICESTER	3,188143	151,2	122,7	482	0,624262906	0,5499775	0,5871202	175,00	126,4	15,4	45,101
TOP EVERTON	2,97597	162,3	164,7	483	0,607912117	0,55280528	0,5803587	284,35	110,2	23,5	5,242
TOP CHELSEA	4,330305	386,6	369,2	1674	0,675755495	0,68614674	0,68095112	513,63	167,8852505	81,838378	70,951
TOP LIVERPOOL	3,949837	354,44504	349,9605	1400	0,690133051	0,55743136	0,6237822	335,57	145,2195142	73,350913	46,446
TOP TOTTHENAM	4,237182	246,39019	230,6591	1044	0,476912809	0,51346135	0,49518708	328,20	129,6188349	47,901438	14,865

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.23: Valutazioni MID KPMG]

KPMG (€)	MULTIPLIO 2016/17	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST 2014/15	MEDIA STAFF COST (X)	VALORE ROSA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAY S 2015/16 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
MID LEICESTER	3,055855	151,19	122,67	462	0,624262906	0,5499775	0,5871202	175,00	126,4	15,4	45,101
MID EVERTON	2,815773	162,30	164,70	457	0,607912117	0,55280528	0,5803587	284,35	110,20	23,5	5,242
MID CHELSEA	4,136295	386,58	369,15	1599	0,675755495	0,68614674	0,68095112	513,63	167,9	81,8	70,951
MID LIVERPOOL	3,752345	354,45	349,96	1330	0,690133051	0,55743136	0,6237822	335,57	145,22	73,35	46,446
MID TOTTHENAM	4,103248	246,39	230,66	1011	0,476912809	0,51346135	0,49518708	328,20	129,6188349	47,901438	14,865

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.24, Valutazioni BOTTOM KPMG]

KPMG (€)	MULTIPLIO 2016/17	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST 2014/15	MEDIA STAFF COST (X)	VALORE ROSA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAY S 2015/16 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
BOTTOM LEICESTER	2,923567	151,2	122,7	442	0,624262906	0,5499775	0,5871202	175,00	126,4	15,4	45,101
BOTTOM EVERTON	2,655576	162,3	164,7	431	0,607912117	0,55280528	0,5803587	284,35	110,2	23,5	5,242
BOTTOM CHELSEA	3,942285	386,6	369,2	1524	0,675755495	0,68614674	0,68095112	513,63	167,8852505	81,838378	70,951
BOTTOM LIVERPOOL	3,554853	354,4	350,0	1260	0,690133051	0,55743136	0,6237822	335,57	145,2195142	73,350913	46,446
BOTTOM TOTTHENAM	3,969314	246,4	230,7	978	0,476912809	0,51346135	0,49518708	328,20	129,6188349	47,901438	14,865

[Fonte: elaborazione personale]

Everton gioca le sue partite casalinghe al *Goodison Park*. Lo stadio può contenere circa 40 mila persone e che ha ospitato 24 partite in casa nella stagione 2015/16 tra campionato (terminato all'undicesimo posto), *FA Cup* e *League Cup*.

Leicester gioca le sue partite casalinghe al *King Power Stadium* (stadio dà 32 mila spettatori). Nella stagione 2015/16 la squadra non ha partecipato a coppe europee e tra *FA Cup*, *League Cup* e *Premier League*, ha giocato 21 partite in casa. Un incremento dei *fans* per la squadra *Leicester City* è derivato dalla conquista della *Premier League* nella stagione 2015/16.

Il *Chealsea*, una delle squadre più blasonate del calcio inglese, gioca le sue gare casalinghe allo *Stamford Bridge*. Nella stagione 2015/16 ha ospitato 25 partite (di cui 4 dalla *Champions' League*), ottenendo maggiori proventi sia dallo stadio sia dai diritti televisivi.

Anfield Road, storico stadio di *Liverpool* e che ospita le partite casalinghe della omonima squadra della città. Nella stagione 2015/16 ha ospitato ben 31 gare. *F.C. Liverpool* ha partecipato all'*Europa League* (giocando sette partite).

White Hart Lane con i 36 mila posti è lo stadio che ha ospitato nella stagione 2015/16 le 25 partite casalinghe del *Tottenham* (di cui 5 di *Europa League*). Classificata terza, ha partecipato sia alle competizioni nazionali sia europee riuscendo quindi ad introitare maggiori ricavi da stadio e dai diritti televisivi

I risultati sono i seguenti:

[Tabella 4.25, i risultati delle società di *Premier League*]

Pesi	MID KPMG	TOP KPMG	BOTTOM KPMG
α (media staff cost/revenue)	-1107,11921	-1002,794835	-1211,443584
β (valore della squadra)	0,288265383	0,271896408	0,304634357
γ (diritti televisivi)	6,462580277	5,969501877	6,955658676
δ (matchdays)	12,75633624	13,75420631	11,75846617
ϵ (numero di fans)	1,069774227	1,259826181	0,879722272

[Fonte: elaborazione personale]

Da questi risultati, possiamo notare che: il *range* di valori per la “*media staff cost/revenue*” (α) è ampiamente negativo e superiore rispetto al cluster della Serie A. A differenza del dato italiano però, i valori sono inversamente proporzionali. Se si abbassa il parametro “*media staff cost/revenue*”, diminuisce il valore economico delle società.

Per quanto riguarda l’aspetto legato al “valore della rosa” (β), il peso è leggermente positivo: in questo caso il valore della rosa non è un parametro determinante per il valore del capitale economico. Il legame che esiste tra *EV* e “valore della rosa di giocatori” è inversamente proporzionale, al crescere dell’*economic value*, il peso diminuisce.

Per quanto riguarda il peso associato ai ricavi da “diritti televisivi” (γ) possiamo dire che in Gran Bretagna i coefficienti sono maggiori, probabilmente perché le somme da ripartire sono superiori. In questa federazione sono giocate un maggior numero di partite (in alcuni casi supera i 40 *match*). In Gran Bretagna i ricavi da *broadcast* da ripartire sono maggiori rispetto a quanto si distribuisce in Italia (924,3 mln di Euro per

il triennio 2015/16⁸⁵ rispetto ai 1,638 miliardi di Sterline⁸⁶). Al crescere del capitale economico, il valore del peso diminuisce e la relazione è inversamente proporzionale.

Per la valutazione di KPMG per le squadre di *Premier League*, è data maggiore importanza ai ricavi da stadio (δ). Il rapporto tra questo parametro e l'*economic value* è direttamente proporzionale.

Il valore di ε (il numero di fans) è tra 0,88 e 1,26. A differenza della Serie A, questo parametro non ha la medesima importanza. La relazione che esiste tra questo parametro e l'*economic value* è direttamente proporzionale.

Società calcistiche quotate in borsa

All'interno di questo cluster, sono presenti cinque società le quali hanno la caratteristica di essere quotate nei mercati azionari regolamentati. Le società che fanno parte di questa categoria sono:

- *Lazio e Roma* hanno un pacchetto di azioni quotate nel *FTSE All Share*⁸⁷ categoria *Industry* (Sport e tempo libero);
- *Benfica* è quotato nella borsa valori *ADVFN*⁸⁸;
- *Ajax* è quotato nella borsa valori *AEX*⁸⁹;
- *Borussia Dortmund* + quotato nel *DAX*⁹⁰.

⁸⁵ Fonte: <https://www.gazzetta.it/Calcio/Serie-A/10-03-2016/serie-a-ecco-soldi-tv-la-juve-103-milioni-80-milan-78-inter-140972342184.shtml>

⁸⁶ 1,923 miliardi di Euro utilizzando lo stesso rapporto di cambio presente nel *paper* KPMG. Fonte: <http://www.calcioefinanza.it/2016/05/24/ripartizione-diritti-tv-premier-league-2015-2016/>

⁸⁷ Indice di mercato di Milano gestito da Borsa Italiana S.p.A.

⁸⁸ Indice di borsa di Lisbona.

⁸⁹ Indice di borsa di Amsterdam.

⁹⁰ Indice di borsa di Francoforte.

Queste società provengono da diversi campionati: Serie A italiana formata da 20 squadre, *Bundesliga* tedesco formata da 18 squadre, *Eredivisie* olandese formata da 18 squadre e Primeira Liga portoghese formata da 18 squadre.

Anche in questo caso, l'analisi è identica a quelle precedenti:

[Tabella 4.26, Valori *TOP* società quotate in borsa]

KPMG (in milioni di €)	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST/REVENUE 2014/15	MEDIA STAFF COST/REVENUE (X)	VALORE ROSA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAY S 2016/17 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
TOP BENFICA	126,075	101,974	353	0,487	0,585	0,536	195,050	68,460	27,267	5,667
TOP AJAX	93,422	105,412	290	0,502	0,426	0,464	114,450	22,440	22,476	4,102
TOP LAZIO	87,335	104,218	227	0,618	0,533	0,575	170,630	67,878	7,531	1,585
TOP BVB 09	281,261	263,601	1025	0,499	0,447	0,473	321,050	82,564	46,768	23,544
TOP ROMA	219,4	180,6	473	0,646	0,695	0,671	319,580	133,459	52,138	12,042

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.27, Valori *MID* società quotate in borsa]

KPMG (in milioni di €)	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST/REVENUE 2014/15	MEDIA STAFF COST/REVENUE (X)	VALORE ROSA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAY S 2016/17 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
MID BENFICA	126,075	101,974	340	0,487	0,585	0,5359936153	195,05	68,46	27,267	5,667
MID AJAX	93,422	105,412	274	0,502	0,426	0,4640673743	114,45	22,44	22,476	4,102
MID LAZIO	91,8	110,4	227	0,618	0,533	0,5751170432	170,63	67,878	7,531	1,585
MID BVB 09	281,261	263,601	971	0,499	0,447	0,4729555060	321,05	82,564	46,768	23,544
MID ROMA	219,4	180,6	453	0,646	0,695	0,6706069912	319,58	133,459	52,138	12,042

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.28: Valori *BOTTOM* società quotate in borsa]

KPMG (in milioni di €)	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST/REVENUE 2014/15	MEDIA STAFF COST/REVENUE (X)	VALORE ROSA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAY S 2016/17 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
BOTTOM BENFICA	126,075	101,974	326	0,487	0,585	0,536	195,050	68,460	27,267	5,667
BOTTOM AJAX	93,422	105,412	258	0,502	0,426	0,464	114,450	22,440	22,476	4,102
BOTTOM LAZIO	87,335	104,218	227	0,618	0,533	0,575	170,630	67,878	7,531	1,585
BOTTOM BVB 09	281,261	263,601	948	0,499	0,447	0,473	321,050	82,564	46,768	23,544
BOTTOM ROMA	219,4	180,6	433	0,646	0,695	0,671	319,580	133,459	52,138	12,042

[Fonte: elaborazione personale]

Le caratteristiche delle singole squadre presenti all'interno di questo cluster sono:

- La squadra che ha il maggior valore economico è il *BVB 09* e ha la maggior affluenza di pubblico nelle partite casalinghe di tutta la Germania;
- Per quanto concerne lo stadio di proprietà, le uniche a non averlo sono le italiane;
- *Benfica* partecipa al campionato portoghese, il quale si posiziona settimo posto nel *ranking UEFA 2018*⁹¹;
- *Ajax* partecipa al campionato olandese, il quale si posiziona al dodicesimo posto nel *ranking Uefa 2018*.

I risultati sono i seguenti:

[Tabella 4.29 I risultati dei pesi per le società quotate in borsa]

COEFFICIENTI	MID	TOP	BOTTOM
α (media staff cost/revenue)	-338,2822106	-339,85105	-319,655656
β (valore della squadra)	5,634954283	5,7536662	5,436225111
γ (diritti televisivi)	-7,768490352	-8,1117775	-7,37873907
δ (matchdays)	-2,318132979	-2,1080946	-3,05885407
ϵ (numero di fans)	3,0454656	4,53839875	4,508899536

[Fonte: elaborazione personale]

⁹¹ Classifica stilata dalla *UEFA* che si basa sui risultati dei club di ciascuna associazione nelle cinque stagioni precedenti nelle due principali competizioni europee.

In questo macro gruppo dove troviamo le squadre che sono quotate in borsa, il parametro cui è assegnato maggior importanza è il valore della squadra (β). All'aumentare del valore economico della squadra, il coefficiente aumenta; tra questi, il rapporto è direttamente proporzionale.

Il parametro ε (numero di fans) è positivo.

Rispetto alle categorie di squadre precedenti, in questo caso si può notare che il peso associato al parametro “diritti televisivi” (γ) è negativo.

Il peso dato ai ricavi da stadio (δ) è negativo, questo potrebbe essere giustificato dall'influenza negativa delle due squadre italiane (che non hanno lo stadio di proprietà) all'interno di questa categoria.

Il peso per il parametro “*media staff cost/revenue*” (α) è negativo, in linea con i risultati ottenuti nelle altre categorie.

Top club

All'interno di questo cluster sono presenti i top club, i quali hanno il maggior valore secondo le stime effettuate da KPMG. All'interno di questa categoria ci sono squadre del campionato inglese, spagnolo e tedesco (I primi tre campionati nel ranking *UEFA*), che possiedono il proprio stadio di proprietà e che negli ultimi anni riescono a vincere titoli a livello domestico, continentale e mondiale. I migliori giocatori professionistici al mondo militano in queste società.

Queste cinque società sono: *Manchester United, Real Madrid, Barcellona, Bayern Monaco e Manchester City*.

Fatto questo preambolo, passiamo alla presentazione dei dati⁹²

[Tabella 4.30, Valori *TOP* per le squadre di maggior valore economico]

KPMG (in milioni di €)	MULTIPLIO 2016/17	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST/REVENUE 2014/15	MEDIA STAFF COST/REVENUE (X)	VALORE ROSA DELLA SQUADRA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAY S 2016/17 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
TOP MAN UTD	5,263415692	605,31	464,17	3186,00	0,45	0,51	0,48	533,25	164,91	125,21	113,12
TOP REAL MADRID	4,93295251	619,71	575,00	3057,00	0,50	0,50	0,50	743,10	167,58	239,77	194,48
TOP BARCELONA	4,614510631	616,10	560,70	2843,00	0,60	0,66	0,63	787,20	168,14	128,58	187,94
TOP BAYERN MNC	4,261824324	592,00	474,00	2523,00	0,44	0,48	0,46	595,40	136,20	113,20	49,43
TOP MAN CITY	4,45272951	460,17	413,19	2049,00	0,50	0,55	0,53	621,40	159,07	61,69	45,10

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.31: Valori *MID* per le squadre di maggior valore economico]

KPMG (in milioni di €)	MULTIPLIO 2016/17	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST/REVENUE 2014/15	MEDIA STAFF COST/REVENUE (X)	VALORE ROSA DELLA SQUADRA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAY S 2016/17 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
MID MAN UTD	5,113079587	605,31	464,17	3095,00	0,4505719	0,5125817	0,4815768	533,25	164,91	125,21	113,124
MID REAL MADRID	4,802246212	619,71	575,00	2976,00	0,4951945	0,5030452	0,4991199	743,10	167,58	239,77	194,477
MID BARCELONA	4,487907807	616,10	560,70	2765,00	0,6033680	0,6581505	0,6307592	787,20	168,14	128,58	187,937
MID BAYERN MNC	4,130067568	592,00	474,00	2445,00	0,4396959	0,4795359	0,4596159	595,40	136,20	113,20	49,43
MID MAN CITY	4,790116157	460,17	413,19	1979,00	0,5049442	0,5509756	0,5279599	621,40	159,07	61,69	45,101

[Fonte: elaborazione personale]

[Tabella 4.32: valori *BOTTOM* per le squadre di maggior valore economico]

KPMG (in milioni di €)	MULTIPLIO 2016/17	REVENUE 2015/16	REVENUE 2014/15	VALUE 2016/17	STAFF COST/REVENUE 2015/16	STAFF COST/REVENUE 2014/15	MEDIA STAFF COST/REVENUE (X)	VALORE ROSA DELLA SQUADRA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAY S 2016/17 (V)	NUMERO DI FANS (Z)
BOTTOM MAN UTD	4,962743483	605,31	464,17	3004,00	0,45	0,51	0,48	533,25	164,91	125,21	113,12
BOTTOM REAL MADRID	4,671539914	619,71	575,00	2895,00	0,50	0,50	0,50	743,10	167,58	239,77	194,48
BOTTOM BARCELONA	4,362928096	616,10	560,70	2688,00	0,60	0,66	0,63	787,20	168,14	128,58	187,94
BOTTOM BAYERN MNC	3,998310811	592,00	474,00	2367,00	0,44	0,48	0,46	595,40	136,20	113,20	49,43
BOTTOM MAN CITY	4,148492257	460,17	413,19	1909,00	0,50	0,55	0,53	621,40	159,07	61,69	45,10

[Fonte: elaborazione personale]

⁹² Manchester United e City sono le due squadre inglesi, i dati ottenuti sono stati cambiati con il rapporto di cambio (1 EUR = 0,85137 GBP).

I risultati ottenuti sono i seguenti:

[Tabella 4.33: I risultati dei pesi per le squadre a maggior valore economico]

Coefficienti	MID	TOP	BOTTOM
α (media staff cost/revenue)	23393,1807	23991,7746	22804
β (valore della squadra)	-13,322396	-13,6536968	-12,9937
γ (diritti televisivi)	-20,97154	-21,3917394	-20,574
δ (matchdays)	24,5586949	25,1756972	23,94245
ϵ (numero di fans)	-6,0377047	-6,29019188	-5,78091

[Fonte: elaborazione personale]

In questo caso, i risultati ottenuti differiscono rispetto ai precedenti. Il maggior peso è dato al parametro “*media staff cost/revenue*” (α), probabilmente per il maggior margine che queste società generano.

La redditività da *matchdays* (δ) è premiata perché queste società riescono ad ottenere maggiori incassi, riempiendo lo stadio in quasi tutte le partite durante l’anno. In questo caso, il peso riferito al numero di *followers* è negativo, poiché queste squadre sono le più conosciute al mondo.

4.3) LE CONCLUSIONI

A conclusione dell’analisi appena svolta, è iniziata dagli studi statistici per capire la bontà dei dati utilizzati per trovare quanto sia il peso per ogni singolo parametro proposto da KPMG.

[Tabella 4.34: i dati riepilogativi]

PESI KPMG MID				
PESI	SERIE A	PREMIER LEAGUE	QUOTATE	MEDIA
<i>α media staff cost/revenue</i>	-90,2963	-1107,1192	-338,2822	-511,8992
<i>β valore della rosa</i>	0,7810	0,2883	5,6350	2,2347
<i>γ diritti televisivi</i>	2,2394	6,4626	-7,7685	0,3112
<i>δ matchdays</i>	-2,6105	12,7563	-2,3181	2,6092
<i>ε numero di fans</i>	8,4035	1,0698	3,0455	4,1729

[Fonte: elaborazione personale]

Dovendo eliminare il cluster dei *Top Clubs* poiché le soluzioni trovate erano *outlier*⁹³, ho potuto dedurre che “un limite che si evince dall’utilizzo della metodologia di calcolo di KPMG è: non è consigliabile incrociare squadre di campionati diversi ma di formare cluster di squadre che partecipano allo stesso campionato nazionale”. Prendendo in esame i risultati dei pesi medi, la Serie A è il campionato in cui si da minor peso al parametro “*media staff cost/revenue*” tra le tre categorie qui proposte. Il parametro “valore della rosa” è assegnato maggior peso per le società di Serie A. Una giustificazione potrebbe essere che: “dato che queste società non detengono lo stadio di proprietà, è assegnato maggior importanza a quest’attività”.

Per quanto concerne i diritti televisivi, la categoria delle società quotate è formata da squadre proveniente da tre campionati che non hanno il medesimo numero di squadre partecipanti. I diritti televisivi nel campionato inglese sono maggiori rispetto a quelli italiani ed è corretto assegnare un peso maggiore.

⁹³ In statistica, un dato outlier è considerato un dato anomalo, cioè troppo distante dai dati disponibili.

Per i *matchdays*, l'incidenza è negativa sia per Serie A e per società quotate (probabilmente perché 2 di quelle società presenti in lista non hanno lo stadio di proprietà). L'unico *cluster* in cui sono presenti *clubs* con il proprio stadio è quello della *Premier League* ed è il parametro cui viene assegnato maggior peso. Per contro, squadre che non hanno lo stadio di proprietà, sono penalizzate con un peso negativo.

Dopo aver analizzato questa serie di dati, possiamo raggiungere la conclusione che l'incidenza degli *media staff cost/revenue* è negativa, in quanto al numeratore è utilizzato un elemento di costo. Se questo rapporto tende a 1, minore è il risultato residuale. Il peso associato al valore della rosa di giocatori è positivo, giacché per KPMG maggiore è il valore dei diritti alle prestazioni sportive, maggiore è l'*economic value*. Negli ultimi anni, per i club stanno crescendo le entrate derivate dai diritti televisivi. Il parametro in questo caso è positivo.

Per quanto riguarda il peso associato ai ricavi da stadio, anche in questo caso è confermato che lo stadio è un *asset* necessario e migliora le performance economiche/finanziarie. KPMG è assolutamente d'accordo in questo premiando con una valutazione positiva chi lo possiede.

Per quanto concerne la media del numero di fans, il dato trovato è positivo. KPMG giudica quest'attività imprescindibile e, più sono i *followers* più la società aumenta di valore.

CAPITOLO CINQUE: I CALCOLI PROPOSTI DA *FORBES*

Il modello di calcolo di *Forbes* raccoglie i propri dati dalla ricerca sui ricavi pubblicata dalla società di consulenza *Deloitte&Touche* e dal valore del *brand* delle società. Su *Deloitte Football Money League 2017* sono presenti i dati sui fatturati dell'annata 2016, generati da:

- *Matchdays* (ricavi da partite giocate in casa);
- *Commercials* ovvero i ricavi generati dalla vendita di *merchandising*, sponsorizzazioni e pubblicità;
- *Broadcast* (diritti televisivi).

Il quarto dato relativo al valore di mercato del *brand* delle società sportive, è estratto dal sito *www.brandfinance.com*, nel quale sono pubblicate le classifiche dei *brand* di 50 società calcistiche. L'approccio che loro propongono è chiamato *Royalty Relief Method*: “si basa sulla nozione che una *holding* di marchi concede il *brand* in licenza ad una società operativa. Il prezzo nozionale pagato dalla società operativa alla società che ha il diritto di proprietà del *brand* è espresso come un tasso di *royalty*. Il valore attuale netto di tutte le *royalties* previste, rappresenta il valore di mercato del marchio per il *business*. Si tratta di stimare le vendite future, applicando ad esse un adeguato tasso di *royalty* e attualizzare le *royalties* future stimate, al netto delle imposte, per arrivare a un valore attuale netto.”⁹⁴

⁹⁴ [Cit. tradotta da *www.Brandfinance.com*].

5.1) IL METODO USATO E I RISULTATI

A questo punto, come per KPMG, ho selezionato undici squadre e le ho suddivise in tre categorie: “Società di Serie A” “Società di *Premier League*”, “Società quotate in borsa”.

La lista *Forbes* per le 20 società con il valore del capitale economico più elevate per il 2017⁹⁵ è la seguente:

[Tabella 5.1: valutazioni *Forbes* 2017]

Ranking	Squadra	Nazionalità	VALORE	
			\$	€
1	MAN UTD	INGHILTERRA	4583	4379
2	BARCELONA	SPAGNA	3635	3473
3	REAL MADRID	SPAGNA	3580	3421
4	BAYERN MONACO	GERMANIA	2713	2592
5	MAN CITY	INGHILTERRA	2083	1990
6	ARSENAL	INGHILTERRA	1932	1846
7	CHELSEA	INGHILTERRA	1845	1763
8	LIVERPOOL	INGHILTERRA	1492	1426
9	JUVENTUS	ITALIA	1258	1202
10	TOTTENHAM	INGHILTERRA	1058	1011
11	PSG	FRANCIA	841	804
12	BVB 09	GERMANIA	808	772
13	MILAN	ITALIA	802	766
14	ATLETICO MADRID	SPAGNA	732	699
15	WEST HAM UTD	INGHILTERRA	634	606
16	SCHALKE 04	GERMANIA	629	601
17	ROMA	ITALIA	569	544
18	INTER	ITALIA	537	513
19	LEICESTER CITY	INGHILTERRA	413	395
20	NAPOLI	ITALIA	378	361

[Fonte: rivista *Forbes* per l'anno 2017; cambio $1USD = 0,955EUR$]

I pesi per le quattro variabili (*matchdays*, *broadcast*, *commercials* e valore del *brand*) si trovano dopo aver risolto un sistema di quattro funzioni con quattro variabili indipendenti:

⁹⁵ Utilizzando i dati di bilancio 2016

$$\begin{cases} EV_1 = \alpha x_1 + \beta y_1 + \gamma v_1 + \delta z_1 \\ EV_2 = \alpha x_2 + \beta y_2 + \gamma v_2 + \delta z_2 \\ EV_3 = \alpha x_3 + \beta y_3 + \gamma v_3 + \delta z_3 \\ EV_4 = \alpha x_4 + \beta y_4 + \gamma v_4 + \delta z_4 \end{cases} \quad [1.2]$$

Dove:

x_n = fatturato derivato da stadio (*matchdays*)

y_n = fatturato derivato dai diritti televisivi (*broadcast*)

v_n = fatturato derivato dai ricavi commerciali (*commercials*)

z_n = valore del brand.

L'obiettivo è trovare il valore dei pesi α , β , γ e δ . Anche in questo caso, si utilizza il metodo di risoluzione utilizzando le funzioni MATR.INVERSA e MATR.PRODOTTO (dopo aver creato la matrice di variabili indipendenti e il vettore delle variabili dipendenti).

Società di Serie A

Le società presenti per la Serie A per la classifica 2017 sono: Milan, Juventus, Inter e Roma. I dati⁹⁶ utilizzati sono:

[Tabella 5.2: calcoli *Forbes* per le squadre di Serie A]

CALCOLI FORBES 2017*in mln di €				Rapporto €/€ 1,046526656			
	VALORE \$	VALORE €	REVENUE	MATCHDAY	BROADCAST	COMMERCIAL	BRAND
ROMA	569	544	218,2	28,4	154	35,8	161
MILAN	802	766	214,7	25,9	88	100,8	256
INTER	537	513	179,2	25,7	98,6	54,9	195
JUVENTUS	1258	1202	341,1	43,7	195,7	101,7	440

[Fonte: rielaborazione personale]

⁹⁶ Per i dati sul fatturato ho usato il rapporto *Deloitte Football Money League 2017* con i dati contabili dell'anno 2016 mentre per il valore del *brand*, ho preso i dati per l'anno 2017 dal report: *50 football brand finance*.

[Tabella 5.3: i risultati]

RISULTATI PESI	
α (<i>matchdays</i>)	-16,89880403
β (<i>broadcast</i>)	3,87798754
γ (<i>commercials</i>)	4,210240431
δ (valore del <i>brand</i>)	1,712376704

[Fonte: elaborazione personale]

In questa categoria di quattro squadre, solo la Juventus è l'unica ad avere lo stadio di proprietà. Il peso dato al parametro α (*matchdays*) è negativo, poiché in questo *cluster*, 3 squadre su 4 non possiedono lo stadio di proprietà. Il valore del *brand* (δ) è positivo, contribuendo positivamente al valore della società, rappresentando, almeno in Italia, la seconda attività più importante dopo i diritti alle prestazioni sportive.

Nella stima fatta da *Forbes* mostra che: il parametro “*commercials*” (γ) è il coefficiente maggiore cui viene dato maggior peso nella valutazione delle società di Serie A.

Società di Premier League

Diverse squadre del campionato inglese sono presenti nella classifica 2017 di *Forbes*. Per questo *cluster*, ho selezionato quattro società che nella stagione sportiva 2015/16 hanno conseguito i medesimi risultati sportivi che hanno raggiunto le squadre nel *cluster* “Squadre di Serie A”. Le squadre scelte sono: *Leicester*, *West Ham*, *Tottenham* e *Liverpool*.

[Tabella 5.4: i dati per le società di *Premier League*]

CALCOLI FORBES 2017*in mln di €				Rapporto €/€ 1,046526656			
	VALORE \$	VALORE €	REVENUE	MATCHDAY	BROADCAST	COMMERCIAL	BRAND
LEICESTER	413	395	172,1	15,4	126,6	30,1	230
WEST HAM	634	606	192,3	36	115,9	40,4	271
TOTTENHAM	1058	1011	279,7	54,6	147,6	77,5	623
LIVERPOOL	1492	1426	403,8	75,9	168,1	159,8	813

[Fonte: rielaborazione personale]

[Tabella 5.5: i risultati]

RISULTATI PESI	
α (matchdays)	9,524777
β (broadcast)	0,907688
γ (commercial s)	1,522437
δ (valore del brand)	0,459043

[Fonte: elaborazione personale]

Il coefficiente cui viene assegnato maggior importanza è α . Le squadre, presenti all'interno di questa categoria, possiedono lo stadio di proprietà. Il valore di α nella categoria "Squadre di Serie A" ammonta a -16,9. Possiamo dedurre che: per il metodo di calcolo *Forbes*, possedere lo stadio di proprietà è importante e contribuisce fortemente sul valore dell'*economic value*. L'incidenza del parametro legato ai ricavi da diritti televisivi (β), l'incidenza del parametro legato ai ricavi commerciali (γ) e l'incidenza del parametro legato al valore del brand (δ) non condizionano il valore economico (stimato da *Forbes*) in modo sintomatico.

Società quotate in borsa

In questa categoria sono presenti quattro società che hanno le seguenti caratteristiche: sono quotate presso un mercato azionario regolamentato e possiedono lo stadio di proprietà. Le quattro squadre selezionate sono: *Borussia Dortmund* (utilizzata anche per

i calcoli KPMG), *Manchester United*⁹⁷, *F.C. Juventus*⁹⁸ e *Arsenal*⁹⁹, le quali non partecipano allo stesso campionato nazionale.

I dati utilizzati sono i seguenti:

[Tabella 5.6: i dati per le società quotate]

CALCOLI FORBES 2017* in mln di €			Rapporto €/€ 1,046526656				
	VALORE \$	VALORE €	REVENUE	MATCHDAY	BROADCAST	COMMERCIAL	BRAND
MAN UTD	4583	4379	620,2	121,4	202,7	296,1	1551
JUVENTUS	1258	1202	341,1	43,7	195,7	101,7	440
BVB 09	808	772	283,9	61,1	82,6	140,2	465
ARSENAL	1932	1846	447,4	93,2	191,1	163,1	843

[Fonte: rielaborazione personale]

[Tabella 5.7: i risultati]

PESI	
α (<i>matchdays</i>)	-23,36002149
β (<i>broadcast</i>)	1,251763153
γ (<i>commercials</i>)	0,173045325
δ (valore del <i>brand</i>)	4,455308654

[Fonte: elaborazione personale]

I risultati ottenuti da questa categoria sono simili a quelli del cluster “Squadre di Serie A”. Il risultato del parametro matchdays (α) è pari a -23,36 (il risultato è negativo nonostante che le società, inserite in questa categoria, hanno lo stadio di proprietà). Le caratteristiche di queste squadre sono simili a quelle del cluster “Squadre di *Premier League*”; per il parametro α mi aspettavo che il coefficiente fosse positivo.

Il parametro cui è assegnato maggior peso in sede di stima dell’*economic value* è δ (valore del marchio).

⁹⁷ Titolo quotato nel *New York Stock Exchange (NYSE)*

⁹⁸ Titolo quotato nella borsa di Milano *FTSE All Shares*

⁹⁹ Titolo quotato nel *ICAP Securities & Derivates Exchange (ISDX)*

5.2) LE CONCLUSIONI

Con la tabella successiva, mettiamo a confronto i risultati ottenuti:

[Tabella 5.8: i risultati riepilogativi]

RISULTATI DEI PESI				
	SERIE A	PREMIER LEAGUE	QUOTATE	MEDIA
α (matchdays)	-16,8988	9,5248	-23,3600	-10,245
β (broadcast)	3,8780	0,9077	1,2518	2,013
γ (commercials)	4,2102	1,5224	0,1730	1,968
δ (valore del brand)	1,7124	0,4590	4,4553	2.209

[Fonte: rielaborazione personale]

Dai risultati che abbiamo ottenuto, possiamo concludere che se una squadra ha tra le sue attività di stato patrimoniale lo stadio, il parametro “matchdays” è positivo. Questo algoritmo da risultati coerenti solo quando il cluster è formato da squadre che partecipano allo stesso campionato nazionale. A conferma di ciò, la categoria “Squadre quotate in borsa” (formata da club di calcio che possiedono lo stadio di proprietà), il risultato ottenuto dal parametro “matchdays” è anomalo (negativo). Quest’algoritmo assegna maggior peso al valore del marchio nel gruppo “Squadre quotate in borsa”.

Dalla mia analisi, dalla media aritmetica di queste tre categorie di società si è riscontrato che il ricavo da stadio è negativo. Il maggior valore viene assegnato al coefficiente “valore del brand” (δ), pari a 2,209 il valore di mercato del marchio assegnato da *50 Football Brands*. Il risultato del parametro “broadcast” è positivo, dimostrandosi della stessa importanza del parametro legato al marchio.

CAPITOLO SEI: I RISULTATI OTTENUTI, USANDO I REALI VALORI DI TRASFERIMENTO

L'obiettivo di questo capitolo è trovare quali parametri proposti da *Forbes* e KPMG hanno pesato sul valore di cessione di queste società. Il valore di cessione delle società è la nostra variabile dipendente, per quanto riguarda le variabili indipendenti, sono state utilizzati gli stessi procedimenti già spiegati nel capitolo 4 e 5.

A titolo riassuntivo, espongo la situazione dei passaggi di proprietà:

[Tabella 6.1: tabella riassuntiva]

Società/Valori bilancio (consuntivo) *in mln di €	MILAN	INTER 2013	INTER 2016/17	ROMA	CAGLIARI
EQUITY (W)	516	107,403	220,24	99,87	48
DEBITO (D)	220	454,091	290,549	130,63	64,799
EV (D+E)	736	561,494	510,789	230,50	112,799

[Fonte: rielaborazione personale]

Usando questi valori reali di cessione, ho utilizzato i due metodi proposti da KPMG e *Forbes*, con il risultato di vedere quali parametri hanno inciso maggiormente sulla valutazione economica del capitale.

6.1) METODO DI CALCOLO KPMG E I RISULTATI

Come già spiegato nel capitolo 4, KPMG basa la propria valutazione su cinque parametri: redditività in base al valore medio delle due stagioni del costo del personale sportivo, il valore della rosa di giocatori, numero di *followers*, il ricavo da *broadcast* e *matchdays* (tenendo in considerazione se la società ha lo stadio di proprietà o meno).

Le società prese in esame sono: *A.C. Milan, F.C. Internazionale, A.S. Roma e Cagliari S.p.A.*

L'equazione da risolvere è la seguente:

$$\begin{cases} EV_1 = \alpha x_1 + \beta y_1 + \gamma t_1 + \delta v_1 + \varepsilon z_1 \\ EV_2 = \alpha x_2 + \beta y_2 + \gamma t_2 + \delta v_2 + \varepsilon z_2 \\ EV_3 = \alpha x_3 + \beta y_3 + \gamma t_3 + \delta v_3 + \varepsilon z_3 \\ EV_4 = \alpha x_4 + \beta y_4 + \gamma t_4 + \delta v_4 + \varepsilon z_4 \\ EV_5 = \alpha x_5 + \beta y_5 + \gamma t_5 + \delta v_5 + \varepsilon z_5 \end{cases} \quad [1.1]$$

Le variabili dipendenti sono chiamate EV_n e sono riassunte nella tabella 6.1. Le variabili indipendenti sono riassunte nel paragrafo successivo.

A.C. Milan

I dati usati, sono riferiti al bilancio antecedente alla data del passaggio di proprietà, (in coerenza con lo stesso valore del debito). In questo caso, infatti, si è utilizzato per fatturato, *staff cost*, *matchdays* e *broadcasting* i dati relativi al bilancio 2016 (per il fatturato¹⁰⁰ totale e lo *staff cost*, i dati del 2015). Per quanto concerne il valore della rosa di giocatori, il dato inserito si riferisce al valore di mercato della rosa di giocatori presa da *www.transfertmarkt.de* nel 2017. Il numero di *follower* è riferito alla data del 31/12/2016 (che corrisponde alla data di redazione del bilancio).

¹⁰⁰ Per fatturato totale si intende al netto delle plusvalenze da cessioni temporanee o definitive dei calciatori

[Tabella 6.2: la base informativa di *A.C. Milan*]

MILAN *in mln di €	2017	2016	2015
Fatturato		220,27	217,235
Matchdays		25,472	
Broadcast		87,912	
staff cost		145	148,7
staff cost/revenue		0,658283016	0,684512164
Media staff cost		0,67139759	
valore rosa	226,28		
n° follower		33,9	mln di followers

[Fonte: Bilancio d'esercizio 2016 di A.C. Milan]

F.C. Internazionale: il primo passaggio di proprietà nella stagione 2013/14

I dati presi sono riferiti al bilancio antecedente alla data del passaggio di proprietà, in coerenza con lo stesso valore del debito. Fatturato, *staff cost*, *matchdays* e *broadcasting* sono relativi al bilancio 30/06/2013 (per il fatturato e lo staff cost, sono stati usati dati riferiti al bilancio 30/06/2012). Per quanto concerne il valore della rosa dei giocatori, il dato inserito si riferisce al valore di mercato della rosa di giocatori presa da www.transfertmarkt.de per la stagione 2014; mentre per il numero di *followers* alla data del 30/06/2013.

[Tabella 6.3: la base informativa per F.C. Internazionale S.p.A.]

INTER *in mln di €	2014	2013	2012
Fatturato		163,02	185,952
Matchdays		19,6	
Broadcast		81,4	
Staff cost		116,5	155,6
Staff cost/revenue		0,71463624	0,836775082
Media staff cost/revenue		0,775705661	
Valore rosa	273,93		
N°follower		7,138	mln di followers

[Fonte: bilancio di esercizio 2013 di F.C. Internazionale]

F.C. Internazionale: il secondo passaggio di proprietà nella stagione 2016/17

I dati presi sono riferiti al bilancio antecedente alla data del passaggio di proprietà, in coerenza con lo stesso valore del debito. In questo caso, infatti, si è utilizzato per fatturato, *staff cost*, *matchdays* e *broadcasting* i dati relativi al bilancio 30/06/2016 (per il fatturato e lo *staff cost*, sono stati usati dati riferiti al bilancio 30/06/2015). Per quanto concerne il valore della rosa dei giocatori, il dato inserito si riferisce al valore di mercato della rosa di giocatori presa da *www.transfertmarkt.de* per la stagione 2017; mentre per il numero di *follower* alla data 30/06/2016.

[Tabella 6.4: la base informativa per F.C. Internazionale S.p.A.]

INTER *in mln di €	2017	2016	2015
Fatturato		200,86	171,47
Matchdays		26,291	
Broadcast		79,2	
Staff cost		106,8	100,9
staff cost/revenue		0,53171363	0,588441127
media staff cost/revenue		0,560077379	
Valore Rosa	294,9		
N°follower		10,9	mln di followers

[Fonte: bilancio d'esercizio 2016 di F.C. Internazionale]

A.S. Roma

I dati presi sono riferiti al bilancio antecedente alla data del passaggio di proprietà, in coerenza con lo stesso valore del debito. In questo caso, infatti, si è utilizzato per fatturato, *staff cost*, *matchdays* e *broadcasting* i dati relativi al bilancio per l'anno 2010 (per il fatturato e lo *staff cost*, sono stati usati, anche, dati riferiti al bilancio 30/06/2009). Per quanto concerne il valore della rosa dei giocatori, il dato inserito si

riferisce al valore di mercato della rosa di giocatori presa da *www.transfertmarkt.de* per la stagione 2009/10; mentre per il numero di *followers* per il 2010¹⁰¹.

[Tabella 6.5: la base informativa per A.S. Roma S.p.A.]

Roma *in mln di €	2010	2009
Fatturato	117,996	141,24
Matchdays	23,821	
Broadcast	75,151	
Costo personale	97,146	95,7
Staff Cost/Revenue	0,82329909	0,67757009
Media staff cost/revenue	0,750434594	
Valore rosa	250,45	
N° di fans	1,56	

[Fonte: il bilancio d'esercizio 2010]

Cagliari Calcio

I dati presi sono riferiti al bilancio antecedente alla data del passaggio di proprietà, in coerenza con lo stesso valore del debito. In questo caso, infatti, si è utilizzato per fatturato, *staff cost*, *matchdays* e *broadcasting* i dati relativi al bilancio per l'anno 2014 (per il fatturato totale e lo *staff cost*, sono stati usati dati riferiti al bilancio 30/06/2013). Per quanto concerne il valore della rosa dei giocatori, il dato inserito si riferisce al valore di mercato della rosa di giocatori presa da *www.transfertmarkt.de* per la stagione 2013/14; mentre per il numero di *followers* per il 2014.

¹⁰¹ Il numero di *followers* è esiguo perché alla data di trasferimento, le società non erano molto presenti nei *social networks*. C'erano pochi *account* ufficiali delle società.

[Tabella 6.6: la base informativa per Cagliari Calcio]

Cagliari *in mln di €	2014	2013
Fatturato	46,514	42,918
Matchdays	1,515	
Broadcast	33,695	
Costo personale	21,139	18,4
Staff Cost/Revenue	0,45446532	0,42872454
Media staff cost/revenue	0,441594933	
Valore rosa	80,4	
N° di fans	0,814	

[Fonte: il bilancio d'esercizio 2014]

I dati presenti nelle tabelle 6.2 – 6.6 rappresentano le variabili indipendenti che formano il sistema di equazioni [1.1]¹⁰². La tabella successiva sono riepilogati tutti i dati:

[Tabella 6.7: il riepilogo dei dati usati per l'algoritmo KPMG]

	MEDIA STAFF COST/REVENUE (X)	VALORE DELLA SQUADRA 2016/17 (Y)	DIRITTI TELEVISIVI 2015/16 (T)	MATCHDAYS 2016/17 (V)	NUMERO DI FANS (Z)	VALORE DI CESSIONE
MILAN	0,67139759	226,28	87,912	25,472	33,9	736
INTER 2016	0,560077379	294,9	79,2	26,291	10,9	510,789
INTER 2014	0,775705661	273,93	81,4	19,6	7,138	561,494
ROMA	0,750434594	250,45	75,151	23,821	1,56	230,5
CAGLIARI	0,441594933	80,4	33,695	1,515	0,814	112,799

[Fonte: rielaborazione personale]

Ottenendo i seguenti risultati, come da equazione [1.1]:

$$^{102} \begin{cases} EV_1 = \alpha x_1 + \beta y_1 + \gamma t_1 + \delta v_1 + \varepsilon z_1 \\ EV_2 = \alpha x_2 + \beta y_2 + \gamma t_2 + \delta v_2 + \varepsilon z_2 \\ EV_3 = \alpha x_3 + \beta y_3 + \gamma t_3 + \delta v_3 + \varepsilon z_3 \\ EV_4 = \alpha x_4 + \beta y_4 + \gamma t_4 + \delta v_4 + \varepsilon z_4 \\ EV_5 = \alpha x_5 + \beta y_5 + \gamma t_5 + \delta v_5 + \varepsilon z_5 \end{cases}$$

[Tabella 6.8: i risultati]

RISULTATI	
α (media staff cost/revenue)	2595,29321
β (valore della squadra)	11,9619762
γ (diritti televisivi)	-59,993287
δ (matchdays)	-12,197018
ϵ (numero di fans)	55,2089293

[Fonte: elaborazione personale]

Dalla mia analisi, si evince una notevole differenza dalle stime fatte da KPMG e dai valori reali di cessione. Innanzitutto, per quanto riguarda il parametro α (*media staff cost/revenue*) utilizzando i prezzi di cessione delle società (come variabile dipendente) oltre ad essere positivo, è il peso cui viene dato maggior valore. È assegnato un valore positivo anche a β (valore della squadra). La valutazione sembra coerente, giacché i diritti alle prestazioni sportive è il valore dell'attivo più importante che possiede una squadra e all'aumentare del valore della rosa, incrementa l'*economic value*. Per quanto concerne γ (diritti televisivi), il risultato ottenuto è negativo (-59,99). Analogo discorso per δ (matchdays), il risultato è di -12,2. Il dato è coerente: la mancanza dello stadio di proprietà, il peso ottenuto è negativo. L'ultimo risultato ottenuto, ovvero il parametro "numero di fans" (ϵ). Il discreto numero di *followers* che queste società possiedono, fanno sì che il peso sia positivo.

6.2) IL METODO DI CALCOLO DI FORBES E I RISULTATI

Nel capitolo 5 è già stato spiegato il metodo di calcolo del valore economico del capitale attuato dalla rivista americana *Forbes*, la quale si basa sui dati pubblicati da

Deloitte&Touche nel ricerca “*Deloitte Football Money League*” dove i fatturati delle squadre sono pubblicati le seguenti tipologie: ricavi commerciali, ricavi da biglietteria e ricavi da diritti televisivi; e dal valore di mercato del marchio, che in questo caso è ottenuto dal sito *Football Brand Finance*. Quello che è stato appena descritto è l’insieme delle variabili indipendenti che andranno a formare la seguente equazione:

$$\begin{cases} EV_1 = \alpha x_1 + \beta y_1 + \gamma v_1 + \delta z_1 \\ EV_2 = \alpha x_2 + \beta y_2 + \gamma v_2 + \delta z_2 \\ EV_3 = \alpha x_3 + \beta y_3 + \gamma v_3 + \delta z_3 \\ EV_4 = \alpha x_4 + \beta y_4 + \gamma v_4 + \delta z_4 \end{cases} \quad [1.2]$$

Le variabili dipendenti, chiamate EV_n , sono già state calcolate e riepilogate nella tabella 6.1. Le società prese in esame sono: A.C. Milan, F.C. Internazionale (con i dati per il passaggio di proprietà del 2013 e del 2016/17) ed A.S. Roma.

A.C. Milan

I dati presi si riferiscono a ciò che è stato dichiarato da *Deloitte&Touche* nella ricerca *Football Money League 2017* nel quale sono pubblicati i ricavi suddivisi per tipologia incassati per l’anno 2016. Ho utilizzato il valore del brand per l’anno 2017.

I dati ottenuti sono i seguenti:

[Tabella 6.9: la base informativa per A.C. Milan]

Milan *in mln di €	2016
MATCHDAYS	25,9
COMMERCIAL	88
BROADCAST	100,8
FATTURATO	214,7
BRAND	191

[Fonte: *Deloitte Football Money League 2017* e *50 Football Brand Finance 2017*]

F.C. Internazionale: il primo passaggio di proprietà nella stagione 2013/14

I dati presi si riferiscono a ciò che è stato dichiarato da *Deloitte&Touche* nella ricerca

Football Money League 2015, nel quale sono pubblicati i ricavi suddivisi per tipologia

incassati per l'anno 2014. Ho utilizzato il valore del brand per l'anno 2014.

I dati ottenuti sono i seguenti:

[Tabella 6.10: la base informativa per F.C. Internazionale]

Inter *in mln di €	2014
MATCHDAY	18,8
COMMERCIAL	60,4
BROADCAST	84,8
REVENUE	164
BRAND	152

[Fonte: *Deloitte Football Money League 2015* e *50 Football Brand Finance 2014*]

F.C. Internazionale: il secondo passaggio di proprietà nella stagione 2016/17

I dati presi si riferiscono a ciò che è stato dichiarato da *Deloitte&Touche* nella ricerca

Football Money League 2017, nel quale sono pubblicati i ricavi suddivisi per tipologia

incassati per l'anno 2016. Ho utilizzato il valore del brand per l'anno 2017.

I dati ottenuti sono i seguenti:

[Tabella 6.11: la base informativa per F.C. Internazionale]

Inter * in mln di €	2016
MATCHDAY	25,7
COMMERCIAL	54,9
BROADCAST	98,6
REVENUE	179,2
BRAND	139

[Fonte: *Deloitte Football Money League 2017* e *50 Football Brand Finance 2016*]

A.S. Roma

I dati presi si riferiscono a ciò che è stato dichiarato da *Deloitte&Touche* nella ricerca *Football Money League 2012*, nel quale sono pubblicati i ricavi suddivisi per tipologia incassati per l'anno 2011. . Ho utilizzato il valore del brand per l'anno 2011¹⁰³.

I dati ottenuti sono i seguenti:

[Tabella 6.12: la base informativa per A.S. Roma]

Roma *in mln di €	2011
Matchdays	17,6
Commercial	34,8
Broadcast	82,3
Fatturato	134,7
Brand	69,80

[Fonte: *Deloitte Football Money League 2012* e *30 Football Brand Finance 2012*]

Riassumendo i dati in un'unica tabella, si è svolta la risoluzione del sistema [1.2]¹⁰⁴, usando la matrice a 4 variabili indipendenti e il vettore delle variabili dipendenti. Con la risoluzione del sistema, trovo i pesi associati a x, y, t e z. I dati presenti nella tabella 6.9 fino alla 6.12 formano l'insieme dei valori delle variabili dipendenti, mentre la tabella 6.1, la riga nominata "*Economic value*" è l'insieme di dati che formano il vettore delle variabili dipendenti. A questo punto, rappresento la tabella riassuntiva dei dati:

¹⁰³ Per l'anno 2011, la classifica del valore dei *30 Brand Football* erano in dollari, trasformati in € al tasso di cambio €/\\$ =0,90255 in data 30/06/2011.

¹⁰⁴
$$\begin{cases} EV_1 = \alpha x_1 + \beta y_1 + \gamma v_1 + \delta z_1 \\ EV_2 = \alpha x_2 + \beta y_2 + \gamma v_2 + \delta z_2 \\ EV_3 = \alpha x_3 + \beta y_3 + \gamma v_3 + \delta z_3 \\ EV_4 = \alpha x_4 + \beta y_4 + \gamma v_4 + \delta z_4 \end{cases}$$

[Tabella 6.13: dati riepilogativi]

SOCIETA	REVENUE	MATCHDAYS (X)	BROADCAST (T)	COMMERCIAL (Y)	VALORE DEL BRAND (Z)	VALORE DI CESSIONE
MILAN	82,9	22,3	60,6	97,1	191	736
INTER 2014	103,6	18,8	84,8	60,4	152	561,49
INTER 2016	124,3	25,7	98,6	54,9	139	510,79
ROMA	99,9	17,6	82,3	34,8	69,8	230,5

[Fonte: rielaborazione personale]

Utilizzando Excel, e più nello specifico le funzioni `MATR.INVERSA` e `MATR.PRODOTTO`, ho ottenuto i seguenti risultati:

[Tabella 6.14: i risultati]

RISULTATI	
α (matchdays)	2,06410295
β (broadcast)	-0,96988666
γ (commercial)	-0,53758618
δ (valore del brand)	4,193430649

[Fonte: elaborazione personale]

Il peso associato al parametro α (*matchdays*) risulta positivo, nonostante che nessuna di queste tre società abbiano lo stadio di proprietà. È stata assegnata maggiore importanza al parametro del “valore del *brand*” (come è accaduto in quasi tutte le valutazioni dove si è utilizzato l’algoritmo di *Forbes*). Il peso associato al parametro *broadcast* (β) è negativo come il peso associato al parametro *commercial*.

6.3) CONCLUSIONI

Riepilogando i risultati ottenuti:

[Tabella 6.15: riepilogo dei risultati ottenuti]

RISULTATI FORBES		RISULTATI KPMG	
α (matchdays)	2,06410295	α (media staff cost/revenue)	2595,29321
β (broadcast)	-0,9698867	β (valore della squadra)	11,9619762
γ (commercial)	-0,5375862	γ (diritti televisivi)	-59,993287
δ (valore del brand)	4,19343065	δ (matchdays)	-12,197018
		ϵ (numero di fans)	55,2089293

[Fonte: rielaborazione personale]

I parametri valutabili perché sono presenti in entrambi gli algoritmi sono: i *matchdays* e il *broadcasting*. A valori economici reali di cessione, possiamo notare che solo per il parametro legato ai diritti televisivi, entrambi i metodi concordano sul risultato negativo, presumibilmente legato al fatto che il prodotto “partita di calcio” in Italia, (nonostante sia la seconda per ricavato da diritti televisivi) non sia il parametro fondamentale per la valutazione delle società sportive, poiché è un tipo di ricavo che varia in base al numero di partite giocate. Se la squadra non partecipa a coppe al di fuori di quella nazionale, il ricavo da *broadcasting* è tendenzialmente stabile durante le stagioni sportive. Caso contrario, può diminuire drasticamente se la squadra perde il diritto a giocare il campionato maggiore, subendo quindi una retrocessione.¹⁰⁵ Questo parametro è legato alle performance sportive della squadra.

Il valore diverge per quanto concerne il parametro dei *matchdays*. Dal mio punto di vista: “il risultato negativo espresso dall’analisi di KPMG è corretto perché non possedere lo stadio di proprietà comporta un minor volume d’affari; averlo è importante anche perché si possono applicare politiche di *pricing* con l’obiettivo di riempirlo, migliorando il prodotto finale da vendere e generare ricavi supplementari”.

¹⁰⁵ Nella stagione sportiva 2015/16, nel caso italiano, si passa da un totale di 1,1 miliardi di € di ricavi da diritti televisivi da ripartire tra le 20 squadre di Serie A, a 33,4 milioni di € da ripartire tra le 22 squadre di Serie B. [Fonte Report Calcio, 2017].

Se dovessi ricavare un risultato che esprima il reale valore di cessione delle società, mi affiderei all'analisi sui *cluster* formati da squadre che partecipano allo stesso campionato perché i risultati che ho ottenuto, secondo me, sono molto più razionali, corretti e rispettano ciò che queste società dichiarano attraverso i loro documenti.

Nello specifico; credo che i risultati ottenuti dal cluster "squadre di Serie A" di *Forbes* e KPMG possano fare al caso nostro (per semplicità, li riprendo):

[Tabella 6.16: Riepilogo risultati dei cluster "Squadre di Serie A"]

Pesi	MID KPMG	RISULTATI FORBES	
α (media staff cost/revenue)	-90,296325	α (matchdays)	-16,89880403
β (valore della squadra)	0,78100297	β (broadcast)	3,87798754
γ (diritti televisivi)	2,23944183	γ (commercial)	4,210240431
δ (matchdays)	-2,610545	δ (valore del brand)	1,712376704
ϵ (numero di fans)	8,40353299		

[Fonte: rielaborazione personale]

Credo che "il peso associato al parametro "*matchdays*", per queste società che non possiedono uno stadio di proprietà, sia compreso nel *range* [-16,9;-2,61] poiché il dato trovato dall'analisi di KPMG ricade all'interno di quell'intervallo (-12,2) Per quanto concerne il peso dato al parametro "*broadcast*", il peso potrebbe essere compreso nell'intervallo tra [0,78;3,88] perché possa esprimere un reale valore". I valori trovati utilizzando i prezzi di cessione (quale variabile dipendente) non rientrano all'interno di questo intervallo.

Per quanto concerne il peso per il parametro "*media staff cost/revenue*", poiché per costruire il dato è utilizzato un elemento negativo di conto economico (costo), si auspicherebbe che il risultato sia di segno negativo e inversamente proporzionale. I

risultati ottenuti dai cluster “Squadre di Serie A” e “Squadre di *Premier League*” i risultati sono stati -90,3 e -1107,12 mentre il risultato ottenuto utilizzando i valori reali di cessione è di 2529,29.

Il parametro “numero di *followers*” è positivo sia per le stime di KPMG e sia il valore reale di cessione. E così dovrebbe essere perché maggiore è il numero di *fans* all’interno dei *social networks*, maggiore sarà il valore economico. Una buona gestione delle pagine ufficiali, all’interno dei *social networks*, unita alle prestazioni sportive positive, incrementano il numero di seguaci. La tabella 4.10 ci mostra la correlazione che esiste tra le varie variabili che formano il nostro sistema di calcolo (utilizzando le stime di KPMG). Se isolassimo la correlazione che esiste tra i parametri: “numero di fans” e “diritti televisivi”, “numero di fans” e “valore della rosa 2016/17”, “numero di fans” e “*matchdays*”, “numero di fans” ed “*economic value 2017*”; possiamo notare che per tutti questi parametri, la correlazione è positiva e maggiore di 0,7. Con questo posso dedurre che al crescere del numero di fans: i ricavi da biglietteria, *broadcast* e *l’economic value* aumenterebbero. Io sono dell’opinione che: “la correlazione tra il valore della squadra e il numero di *followers* è positivo perché all’aumentare degli investimenti sui diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, aumenta il tasso tecnico della squadra e la probabilità che questa durante la stagione sportiva riesca a raggiungere un risultato sportivo favore e, di conseguenza, incrementare il numero di fans”.

CONCLUSIONI

Questa tesi è iniziata con la descrizione del mondo dello sport all'interno dei confini nazionali, dando una definizione delle aziende che operano all'interno di questo mercato e dividendole in quattro categorie. In seguito, si è passato all'esposizione di come il calcio è organizzato (dalle federazioni internazionali fino agli enti nazionali) ed evidenziando quanto questo sport impatti a livello economico. Per questo motivo, ho voluto descrivere lo scenario economico/finanziario del calcio italiano ed europeo, riassumendo il report sul calcio italiano creato da *PricewaterhouseCoopers (PWC)* e commissionato da FIGC.

In seguito, ho spiegato la teoria dei metodi di valutazione del capitale economico delle società (in generale) e le soluzioni create “su misura” per stimare l'*enterprise value* delle società calcistiche.

Dopo aver parlato di questo, ho descritto le cinque operazioni straordinarie accadute nel campionato italiano dal 2010 fino al 2017, calcolando il valore di cessione delle società calcistiche.

In questa tesi mi sono soffermato, soprattutto, negli algoritmi di calcolo di KPMG e *Forbes*. Il primo, dopo aver fatto un'analisi di regressione multipla utilizzando i dati raccolti nelle banche dati, ho stimato quanto i pesi potessero valere per ogni singolo parametro proposto. Lo stesso calcolo l'ho fatto per *Forbes* in modo da poter stimare i pesi collegati ai parametri proposti dalla rivista statunitense.

Con i valori di cessione trovati nel capitolo 3, mantenendo inalterato il procedimento, ho cercato di calcolare i pesi “reali” associati ai parametri teorizzati da KPMG e *Forbes*. Con i risultati raccolti, possiamo concludere che trovare i dati contabili dal bilancio di esercizio è molto semplice ma ricercare i dati extra – contabili è molto più complesso. I

dati extra – contabili utilizzati da KPMG sono più facili da trovare in quanto sono ubicati in siti dove si possono raccogliere tutte le informazioni. Al contrario, calcolare il valore di mercato del *brand* non è semplice poiché nelle voci di bilancio delle società sportive, non sempre è presente il dettaglio del ricavo da royalties e non si è in grado di stimare un adeguato tasso di sconto per i ricavi futuri. È possibile calcolare i pesi per i parametri solo se il *brand* della società è presente nel sito report *50 football brand finance*.

Dai risultati della regressione multipla si evince che le stime di KPMG sono più prudentziali rispetto a *Forbes*, com'è emerso dall'analisi di R^2 Corretto. Quest'indicatore, chiamato anche coefficiente di determinazione, può variare da 0 a 1 e, quando il valore è più vicino a 1, significa che i regressori in possesso predicono bene il valore della variabile dipendente. In questo caso, ho potuto osservare che al diminuire della variabile dipendente "*Economic Value*", l'indicatore R^2 Corretto aumenta, a conferma di quanto ho dichiarato all'inizio del paragrafo.

Si può concludere che gli scarsi flussi di cassa residuali (*FCFO/FCFE*) impediscono l'utilizzo del metodo "*discounted cash flow*" (*DCF*) per calcolare il valore economico della società calcistica. L'algoritmo di KPMG si basa su parametri valutativi che danno una valutazione più dettagliata e prudentziale poiché KPMG tiene in considerazione del costo dedicato agli stipendi del personale sportivo e, secondo i calcoli, viene assegnato un peso negativo per la valutazione finale. Questo tipo di parametro, la rivista *Forbes* non lo tiene in considerazione.

Il parametro cui viene assegnato il maggior peso nella valutazione è il "*matchdays*" (da come si evince dai calcoli). Entrambi i metodi sono d'accordo sul fatto che se nel *cluster* di società prese in analisi sono presenti squadre che possiedono questa

immobilizzazione materiale, il peso assegnato è positivo. Questa immobilizzazione quindi è strategica per raggiungere l'obiettivo dell'equilibrio economico/finanziario delle società (ottenendo maggiori ricavi) e incrementare l'*enterprise value* della società.

ALLEGATI:

Allegato 1: la variazione del patrimonio netto di F.C. Internazionale Milano dal 30/12/2013 fino al 30/06/2017.

Internazionale Milano SPA	Capitale sociale	Riserva sovr. Azioni	Riserva legale	Versamenti in c/capitale	Riserva cop. Perdite	Ris. Ex art 4 lg. 586/96	Riserva trans. Ex D.Lgs. 139/2015	Utile/Perdite a nuovo	Perdita di esercizio	Totale
Saldo 30/06/2013	35.000	-	-	-	38.310	-	-	-	79.882	6.572
Versamento copertura perdite	-	-	-	-	11.000	-	-	-	-	11.000
Versamenti in c/fut aum. CS	-	-	-	5.000	-	-	-	-	-	5.000
Versamenti in conto capitale	-	-	-	5.000	-	-	-	-	-	5.000
Copertura perdite al 30/6/13	30.500	-	-	-	49.310	-	-	-	79.810	-
Riporto perdite a nuovo	-	-	-	-	-	-	-	72	72	-
Situazione ante aumento	4.500	-	-	10.000	-	-	-	72	-	14.428
Aumento di capitale	10.500	-	-	5.000	-	-	-	-	-	5.500
Riserva sovrapprezzo azioni	-	64.500	-	-	-	-	-	-	-	64.500
Versamenti a copertura perdite	-	-	-	5.000	19.952	-	-	-	-	14.952
Risultato di esercizio 2013/14	-	-	-	-	-	-	-	-	33.186	33.186
Saldo al 30/06/2014	15.000	64.500	-	-	19.952	-	-	72	33.186	132.566
Delibera ass. straord. 20/10/2014	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Riserva legale	-	-	1.659	-	-	-	-	-	1.659	-
Riserva ex lg 586/96 (scuole giovanili)	-	-	-	-	-	3.319	-	-	3.319	-
copertura perdite residue	-	-	-	-	-	-	-	72	72	-
Utile a nuovo	-	-	-	-	-	-	-	28.136	28.136	-
Risultato esercizio 2014/15	-	-	-	-	-	-	-	-	73.986	73.986
Saldo al 30/06/2015	15.000	64.500	1.659	-	19.952	3.319	-	28.136	73.986	58.580
Delibera ass 19/19/2015	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Riserva legale	-	-	1.659	-	-	-	-	-	1.659	-
Riserva ex lg 586/96 (scuole giovanili)	-	-	-	-	-	3.319	-	-	3.319	-
Riserva cop. Perdite residue	-	-	-	-	19.952	-	-	-	19.952	-
Riserva sovrapprezzo azioni	-	20.920	-	-	-	-	-	-	20.920	-
Utile/perdite a nuovo	-	-	-	-	-	-	-	28.136	28.136	-
Totale ante delibera	15.000	43.580	-	-	-	-	-	-	-	58.580
Delibera ass straord. Del 28/6/2016	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aumento di capitale	4.195	-	-	-	-	-	-	-	-	4.195
Ris. Trans d. lgs. 139/2015	-	-	-	-	-	-	2.329	-	-	2.329
Riserva sovrapprezzo azioni	-	137.805	-	-	-	-	-	-	-	137.805
Risultato 2015/16	-	-	-	-	-	-	-	-	69.562	69.562
Saldo al 30/06/2016	34.195	224.965	-	-	-	-	2.329	-	69.562	187.269
Delibera ass. del 28/10/2016	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Riserva sovrapprezzo azioni	-	69.562	-	-	-	-	-	-	69.562	-
Ris. Trans d. lgs. 139/2015	-	2.329	-	-	-	-	2.329	-	-	-
Risultato 2016/17	-	-	-	-	-	-	-	-	82.551	82.551
Saldo al 30/06/2017	34.195	153.074	-	-	-	-	-	-	82.551	104.718

[Fonte: i bilancio di F.C. Internazionale Milano S.p.A.]

BIBLIOGRAFIA:

BALDUCCI DANIELE: *La valutazione delle aziende*, Edizioni FAG Milano, 2002.

BREALEY RICHARD A., MYERS STEWART C., ALLEN FRANKLIN, SANDRI SANDRO: *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Education, 2015.

BUSCARINI CRISTINA, *Le organizzazioni del settore dello sport, un quadro generale d'analisi e una possibile classificazione economico-aziendale*, RIREA Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale.

GRAVINA GABRIELE: *Il bilancio d'esercizio e l'analisi delle performance nelle società di calcio professionistiche: esperienza nazionale e internazionale*, Milano, Franco Angeli, 2011.

GUATRI LUIGI, BINI MAURO: *Metodi e strumenti*, EGEA S.p.A. Università Bocconi Milano, 2002.

GUATRI LUIGI, BINI MAURO: *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA S.p.A. Università Bocconi Milano, 2005.

HILLIER DAVID, ROSS STEPHEN, WESTERFIELD RANDOLPH, JAFFE JEFFREY, JORDAN BRADFORD: *Corporate finance*, McGraw-Hill Education, 2015.

MANCIN MORENO: *Il bilancio delle società sportive professionistiche*, CEDAM, 2009.

MANCIN MORENO: *Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali: Risvolti contabili, civilistici e fiscali*, G. Giappichelli Editore, 2016.

MANFREDI FRANCESCO: *Football and its future: trends and issues on football management*, EGEA, 2006.

LAGO UMBERTO, BARONCELLI ALESSANDRO, SZYMANSKI STEFAN: *Il business del calcio: successi sportivi e rovesci finanziari*, EGEA, 2004.

LENZI PAOLO, SOTTORIVA CLAUDIO: *L'applicazione del financial fair play alle società di calcio professionistiche: indicazioni operative e considerazioni critiche*, ARACNE, 2013.

ROSS M. SHELDON: *Introduzione alla statistica*, Apogeo Education, 2008.

SÒSTERO UGO, CERBIONI FABRIZIO, SACCON CHIARA: *Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS*, McGraw-Hill Education, 2016.

SPANO FRANCESCO MARIA: *Le società di calcio: aspetti organizzativi, gestionali e di rilevazione*, Dipartimento di Economia Politica e Aziendale, 2004.

SYDSÆTER KNUT, HAMMOND PETER, STRØM ARNE: *Metodi matematici per l'analisi economica e finanziaria*, Pearson Italia S.p.A., 2015.

VALERI MASSIMO: *Standard IAS/IFRS e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, Torino: Giappichelli Editore, 2008.

ZANDA GIANFRANCO, LACCHINI MARCO, ONESTI TIZIANO: *La valutazione delle aziende*, Torino, Giappichelli, 1994.

SITOGRAFIA:

www.uefa.com

<https://www2.deloitte.com/it/it/pages/consumer-business/articles/deloitte-football-money-league-2017---deloitte-italy---consumer-.html>

www.forbes.com

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

www.transfertmarkt.de

<http://www.figc.it/it/106135/35556/Impianti.shtml>

www.calcioefinanza.it

www.iltifosobilanciato.it

Banche dati: ORBIS e AIDA

<http://www.pagina99.it/2017/07/24/ius-soli-calcio-tedesco-nazionale/>

<http://brandfinance.com/knowledge-centre/reports/brand-finance-football-50-2017/>

www.treccani.it